

2026년 9월 1일 | 키움증권 리서치센터

9월 채권 & 매크로 이슈 점검 : '선제적' 한은 인상 이후

채권전략 안예하 / 경제 김유미



Contents

- I. **채권**: '선제적' 한은 인상 이후 P. 03
- II. **FX&매크로**: 양호한 경기와 인플레이션 경계 P. 23



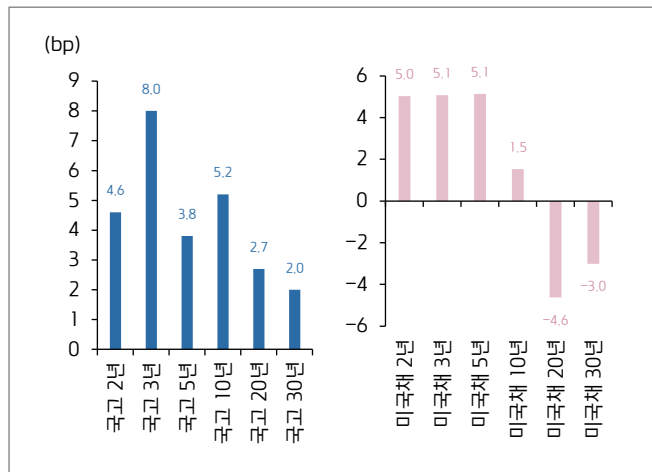
I. 채권: '선제적' 한은 인상 이후

▶ 채권전략 안에하



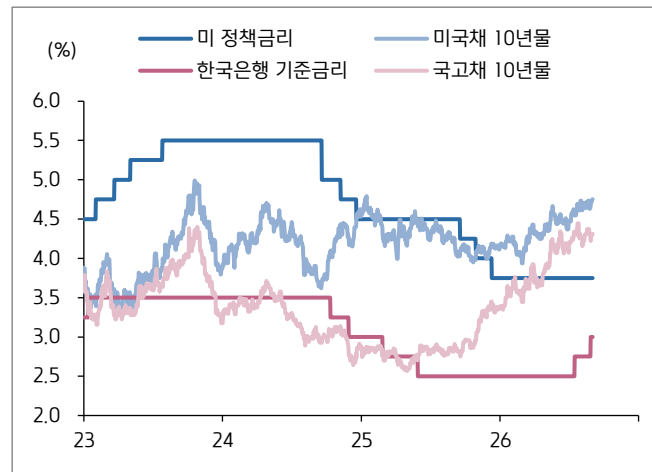
- ▶ 8월 국고채 시장은 단기채 위주로 상승 마감. 한국은행의 7, 8월 연속 인상과 고유가 지속, 미국 장기채 금리 상승 등의 요인이 작용
 - 한국은행, 7월에 이어 8월에도 금리 인상 단행. 이후 속도 조절 가능성을 시사했으나, 성장률 전망 및 근원물가 전망 상향으로 최종 금리 수준 상향 가능성 부각
 - 월 후반 들어 잭슨홀 컨퍼런스에서의 미 연준 9월 금리 인상 우려 부각 또한 단기물 중심 상승 요인
- ▶ 8월 미국채 시장은 혼조 마감. 커브 플래트닝. 미 재무부의 차입 계획 발표 이후 장기금리 중심 상승 압력이 이어짐. 재무부의 바이백 확대 정책 발표로 상승폭 제한되기도 했으나, 월 후반 잭슨홀 컨퍼런스에서의 매파적인 워시 발언이 단기금리 상승 견인
 - 7월 비농업 고용 2.3만 명 감소, 7월 CPI와 근원 CPI 각각 전년비 3.4%, 2.5%로 둔화되며 월 초 금리 하락하기도 함

2026년 7월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

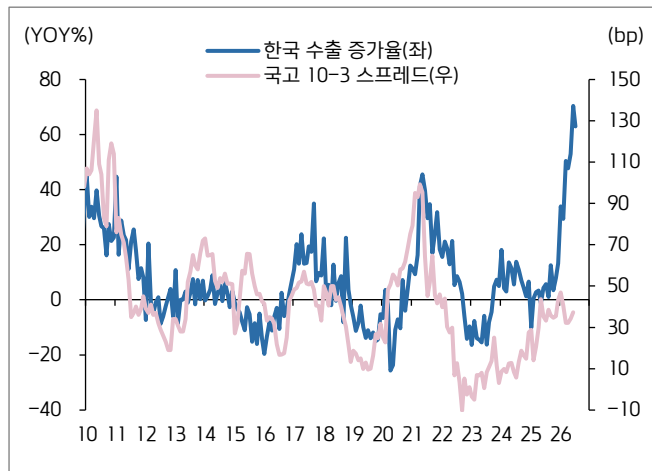
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

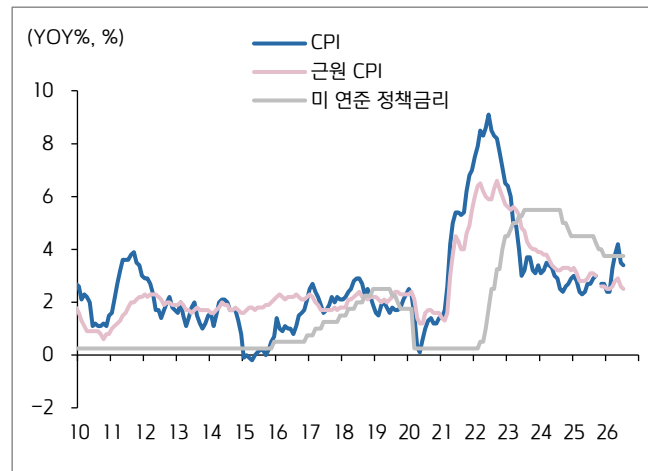
- ▶ 9월 국고채 시장은 미국 통화정책 불확실성, 이에 따른 한국은행 최종 금리 전망 인식 변화, 한국 예산안 발표 이후 공급 부담 확인 과정을 거치며 약세 압력 예상
- ▶ 한국은행은 7, 8월 연속 인상 이후 추가 인상까지 시간적 여유를 확보한 상황이나, 미 연준의 9월 인상 가능성 부각 등으로 대외 통화정책 불확실성이 재부각. 미 연준의 금리 인상이 시작될 경우 한국은행의 인상폭 또한 확대될 수 있어 9월 FOMC에서의 소수의견 여부, 점도표 변화 등을 살펴봐야 함
- ▶ 통화정책 뿐만 아니라 미국 바이백 정책 효과 등 재정 정책도 확인할 필요. 한국의 내년도 예산안 발표에 따른 공급 부담을 확인하는 과정 또한 시장 약세 요인으로 작용할 것으로 예상
- ▶ 국고 3년 3.75~3.95%, 국고 10년 4.25~4.40%, 3-10년 스프레드 40~50bp

한국 수출 증가율과 국고 3-10 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가지수와 연준 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 8월 말 잭슨홀 컨퍼런스에서 케빈 워시의 발언으로 9월 인상 우려 부각. 케빈 워시 연준 의장은 인플레이션이 여전히 높고 금융여건도 제약적이지 않다고 평가했기 때문
- ▶ 경기 여건이 양호하다는 평가와 함께 물가 둔화 흐름이 가속화되지 않을 경우 대응 가능성이 있다고 시사
- ▶ 다만 잭슨홀에서의 발언은 9월 인상을 예고했다기보다 향후 인하 기대를 차단하고 연준의 물가 대응 의지를 재확인한 것으로 해석하는 것이 적절하다는 판단

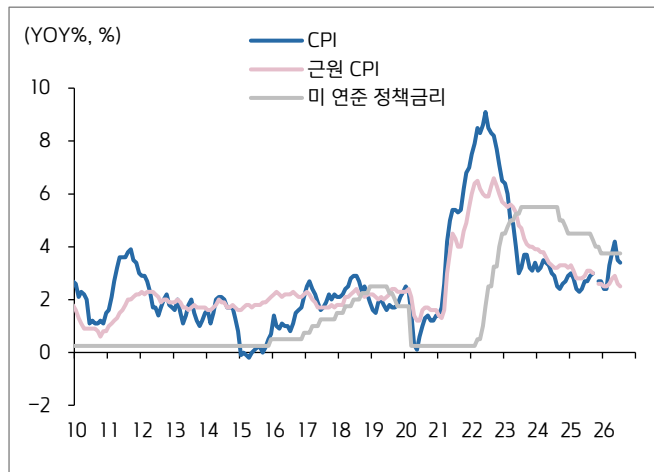
8월 잭슨홀 컨퍼런스 케빈 워시 연준 의장 발언 주요 포인트

주요 핵심 키워드	발언 취지	통화정책 시사
2% 물가목표 고수	PCE 기준 2%는 확고하고 고정된 목표이며, 물가가 저절로 목표로 복귀한다고 가정해서는 안됨	물가의 뚜렷한 둔화가 확인되기 전까지 완화 전환에 신중
단기금리가 주된 수단	정상적인 상황에서는 정책금리가 통화정책의 핵심 수단	물가 대응은 기준금리 조정으로 수행하고 대차대조표 정책과 분리
비전통적 정책 제한	QE 등 비전통적 정책은 진정한 위기 상황에서만 제한적으로 사용	경기둔화만으로 자산매입을 재개할 가능성은 낮음
포워드 가이드언스 축소	미래 금리 경로에 대한 준약속은 정책 판단의 유연성을 제약	회의별·데이터별 정책 결정 강화, 점도표의 구속력 약화
조용한 연준	시장이 연준 발언만 추종하지 않도록 커뮤니케이션을 목적성 있게 축소	연준 위원 발언보다 실제 경제지표와 금융여건의 중요성 확대

자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

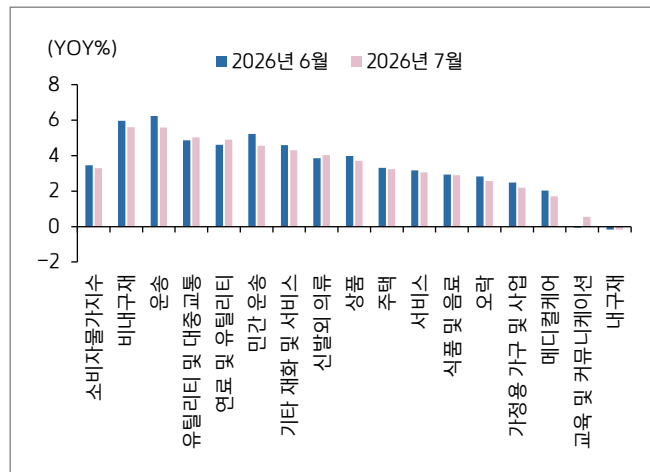
- ▶ 7월 CPI는 전년비 3.4%로 6월 3.5%보다 낮아졌고, 근원 CPI도 2.6%에서 2.5%로 둔화
 - 에너지 가격의 기저효과로 전체 물가가 높은 것은 사실이나 근원물가의 기조적 재가속은 아직 확인되지 않았음.
 - 연준이 인상에 나서려면 한 달간의 높은 물가가 아니라 근원 서비스와 임금 민감 물가가 다시 상승하는 흐름을 확인해야 할 것

미국 소비자물가지수와 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

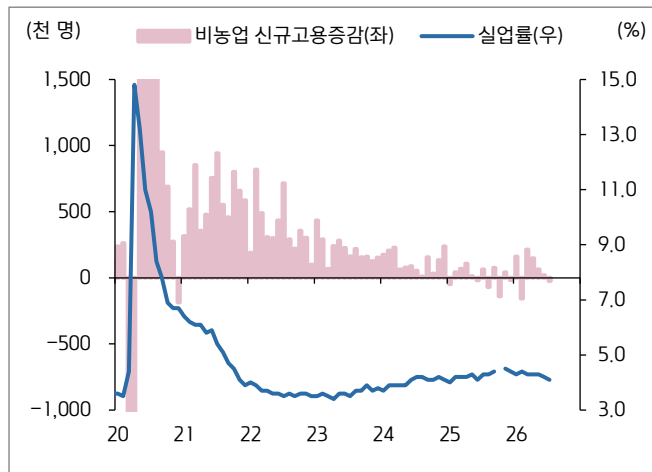
미국 CPI 주요 품목별 상승률 변화(전년동월비)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

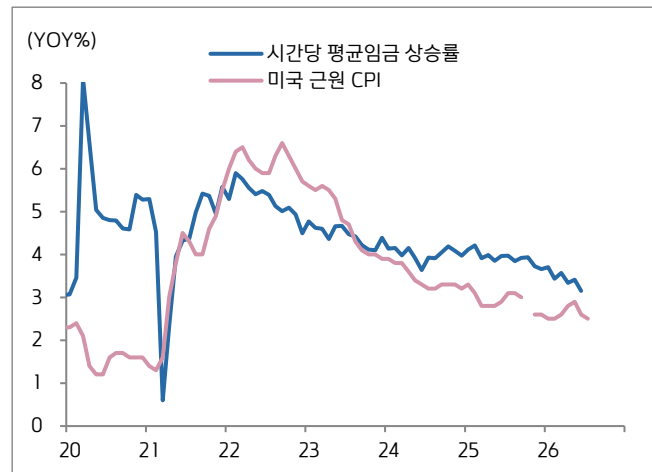
- ▶ 7월 비농업고용은 2.3만 명 감소했고, 노동시장 참가율도 올해 들어 하락해 고용 수요의 회복이 제한적이라는 것을 확인 중
 - 실업률은 4.1%로 낮지만 신규 고용 감소가 일시적인지 추세적인지 판단하려면 추가 지표가 필요.
 - 물가가 즉각적인 인상을 요구할 정도로 재가속하지 않는 가운데 고용 불확실성이 확대됐다는 점은 9월 동결의 근거

미국 신규고용과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

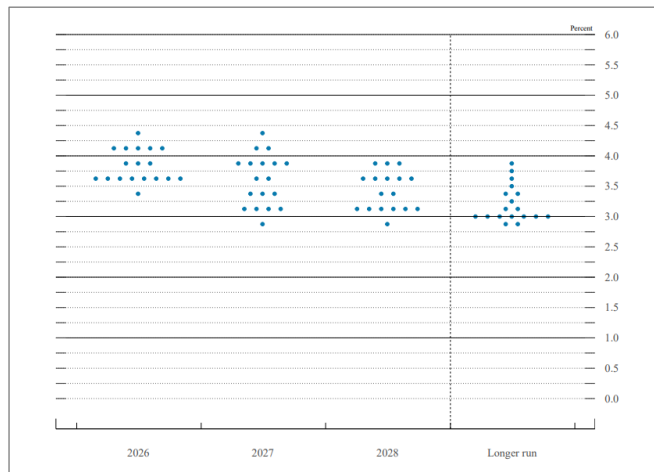
미국 시간당 임금 상승률과 근원 물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

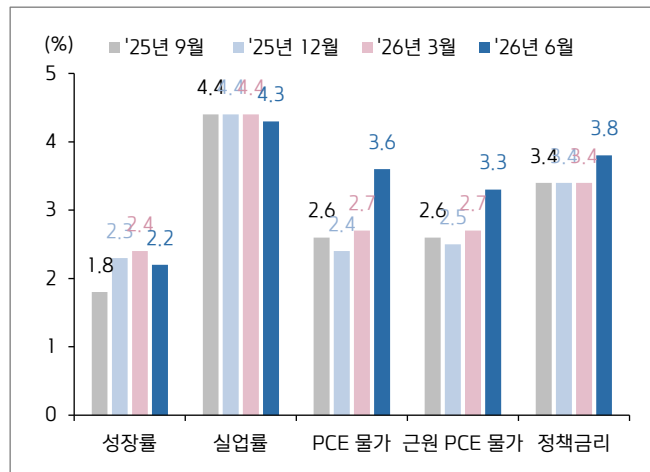
- ▶ 9월 FOMC에서는 정책금리를 3.50~3.75%로 동결하되, 점도표 등을 통해 향후 인상 가능성을 여전히 열어두며 매파적인 동결 기조를 보일 것으로 예상
 - 6월 점도표의 2026년 말 정책금리 중간값 3.8%가 유지되거나 높아진다면 실제 인상 없이도 금융여건을 긴축적으로 유지할 수 있음.
 - 동결 결정 직후 미국채 2년물 금리는 일부 하락할 수 있지만, 워시가 인상 가능성을 부인하지 않는다면 낙폭은 제한될 전망. 커브 플랫트닝

미 연준 6월 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

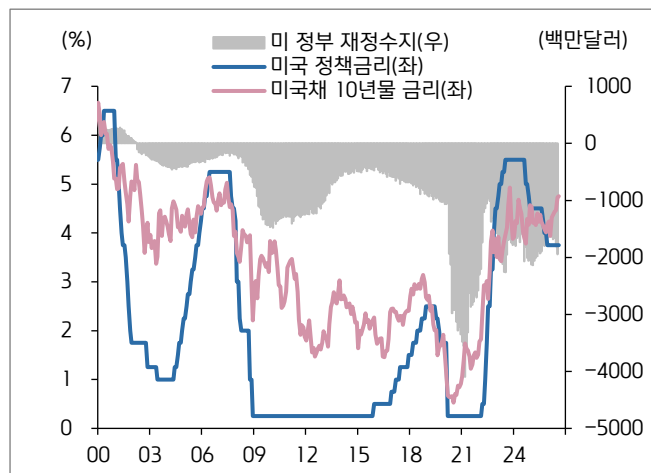
미국 경기 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

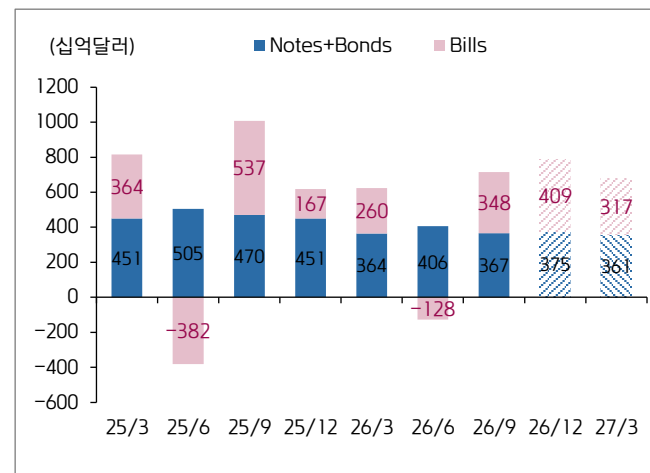
- ▶ 위시 연준이 매파적 동결 기조 속에 기대 인플레이션을 통제한다면 장기금리는 재정적자, 국채 순공급과 기간 프리미엄의 영향을 더 크게 받을 전망
- ▶ 미 재무부는 3분기 순시장성 차입액을 7,390억달러, 4분기를 6,280억달러로 예상하고 있음.
장기금리의 추세적 하락을 위해서는 연준의 인상 종료뿐 아니라 재무부의 쿠폰채 공급 억제와 재정 신뢰 회복이 필요

미국 재정수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

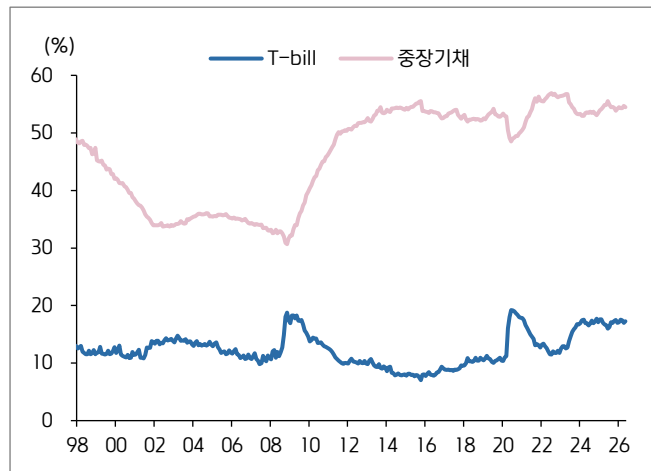
미 재무부 분기별 순시장성 차입액



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 동일한 차입액이라도 bill 중심 조달은 장기채 공급 부담을 낮추지만, coupon 중심 조달은 시장에 공급되는 듀레이션을 확대. 재정 증권 발행을 통해 대응할 것으로 예상되나, 아직까지는 비중 조절이 없었던만큼 공급 부담 요인은 여전한 상황
 - 미 재무부는 향후 수 분기 동안 명목 쿠폰채 입찰 규모를 유지하고, 계절적 자금 수요는 재정증권을 통해 대응할 방침

미 국채 발행잔액 중 중장기채, 재정증권 비중



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

미국 TGA 계정 추이



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 재무부는 9 월 9 일부터 잔존만기 10~30 년 명목 국채의 바이백 한도를 두 배 이상 확대하며 장기물 시장의 유동성 지원에 나섬
 - 10~20년과 20~30년 구간의 회당 매입 한도가 각각 20억 달러에서 최소 40억 달러로 상향
 - 해당기간 장기물 매입 한도는 기존 140억 달러에서 최소 280억 달러로 확대 예상
- ▶ 그러나 바이백 대상 국채를 매입하기 위해 신규 국채를 발행한다는 점에서 정부 부채와 민간의 순국채 보유액이 구조적으로 감소하지는 않음. 바이백은 비유동 경과물 국채의 유동성 프리미엄과 시장 기능을 개선할 수 있지만, 장기금리를 추세적으로 낮추는 정책으로 평가하기는 어려움

미 재무부 바이백 계획 변동

구간	예정 환매일	기존 회당 한도	변경 후 한도	해당 기간 합계
10~20 년	9 월 10 일, 10 월 1 일, 10 월 15 일, 11 월 4 일	최대 20 억 달러	최소 40 억 달러 (at least \$4 billion)	최소 160 억 달러
20~30 년	9 월 24 일, 10 월 8 일, 10 월 27 일	최대 20 억 달러	최소 40 억 달러 (at least \$4 billion)	최소 120 억 달러
합계	7 회	140 억 달러	최소 280 억 달러	140 억 달러 이상 증액

자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국채 10년물이 추세적으로 하락하려면 인플레이션 둔화, 쿠폰채 공급 안정과 기간프리미엄 하락이 동시에 나타나야 가능
 - 연준의 인상은 기대 단기금리를 높여 장기금리에 상방 압력을 가할 수 있지만, 재정 신뢰가 개선되고 쿠폰채 증액 우려가 낮아지면 장기금리 상승은 제한될 수 있음
- ▶ 9월에는 단기물 약세와 장기물 상대적 강세가 결합된 베어 플래트닝 가능성이 높지만, 재정 우려가 여전히 상존하는 재무부의 정책 환경이 이어진다면 재차 불거질 수 있는 장기물 중심의 베어 스티프닝 위험을 경계할 필요

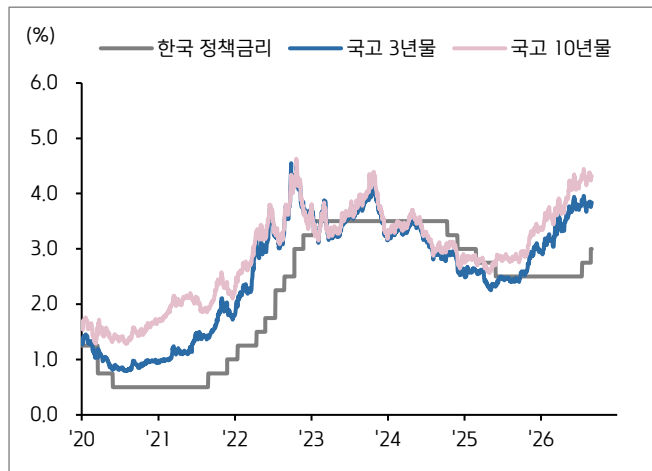
미국채 10년물 금리 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

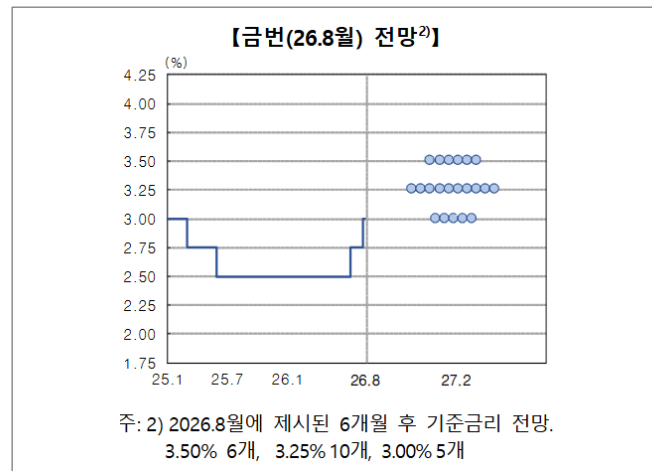
- ▶ 한국은행은 7월과 8월 연속 인상을 통해 기준금리를 2.50%에서 3.00%로 높였음. 7월 한은 결정 당시 백투백 인상 가능성 자체는 낮게 평가되어 왔으나, 8월 중 유상대 전 부총재의 퇴임사를 통해 인상 우려가 재부각
- ▶ 다만, 이번 8월 결정에서는 황건일 위원이 동결 소수의견을 제시했고, 통방문 문구 수정과 점도표 등을 통해 이후 속도 조절 가능성을 시사(6개월 내 추가 인상폭 1회 수준으로 중간값 제시). 또한 8월 인상은 선제적 대응 성격의 연속 인상이라고 강조한만큼 10월에는 정책 효과를 점검하며 동결할 가능성이 높음

한국은행 기준금리와 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

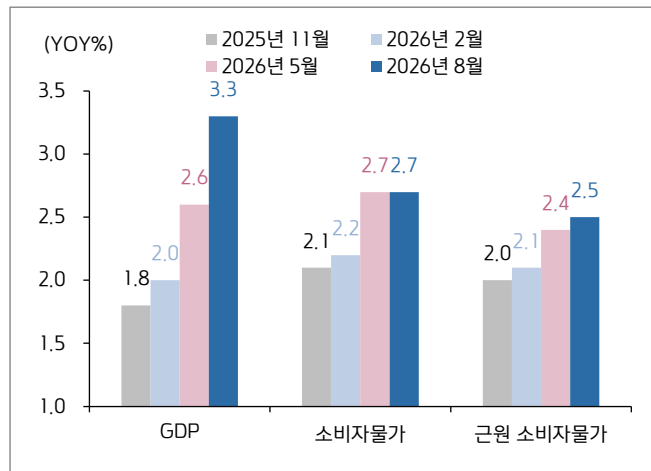
한국은행 6개월 후 금리 전망 점도표



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

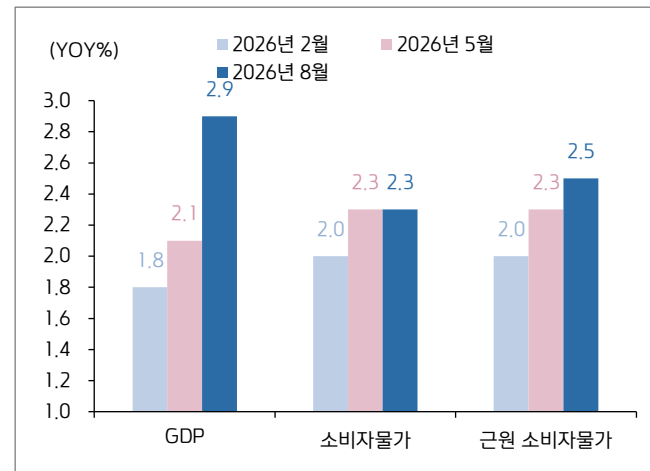
- ▶ 한국은행은 2026년 성장률 전망을 2.6%에서 3.3%, 2027년을 2.1%에서 2.9%로 크게 상향.
- 반도체 수출과 설비투자가 성장을 주도하는 가운데 소득 개선이 소비 회복으로 확산될 경우 긴축에 따른 경기 하방 위험은 제한될 것으로 기대.
- 근원물가 또한 2026년에 이어 2027년에도 전년동월비 2.5% 수준을 유지할 것으로 예상하며 수요측 물가 상방 우려가 지속되는만큼 한국은행은 2027년까지도 금리 인상 기조 이어질 것으로 예상

한국은행 2026년 경기 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국은행 2027년 경기 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

13.

③한국은행 백투백 이후 - 물가 안정과 금융 안정에 초점

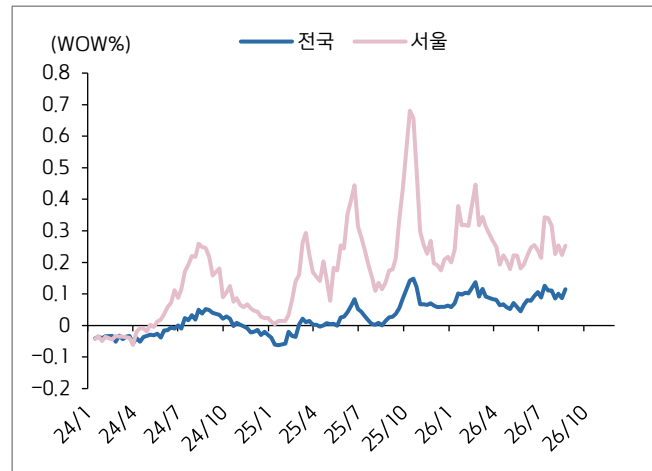
- ▶ 7월 소비자물가는 2.8%로 낮아졌지만 근원물가는 2.6%로 상승했고, 한국은행은 올해와 내년 근원물가 전망을 모두 2.5%로 제시
 - 비용 충격이 개인서비스와 내구재 가격으로 확산되면 물가의 목표 복귀 시점이 지연될 수 있음
 - 수도권 주택가격 상승과 가계대출 증가가 이어질 경우 한국은행은 물가와 금융안정을 동시에 고려해 추가 인상에 나설 가능성이 높음

한국 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

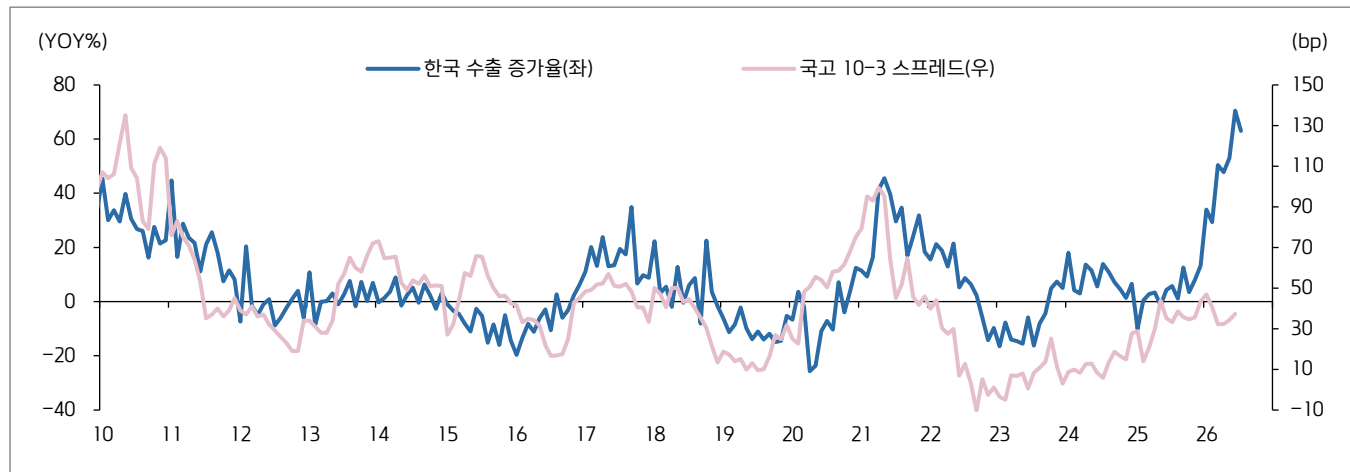
한국 부동산 가격 추이



자료: KB부동산데이터 허브, 키움증권 리서치센터

- ▶ 기본 시나리오는 10월 동결 후 11월 25bp 인상, 2027년 1분기 중 추가 인상을 통해 최종금리 3.50%에 도달
 - 최종 금리 수준이 3.50%로 상향 조정되는 과정을 거치며 시장금리는 단기물 중심의 상승 압력이 높아질 것으로 예상. 그 가운데 커브 플래트닝 시도가 예상되는 가운데 공급 부담이 이어진다면 플래트닝 수준 제한적일 전망

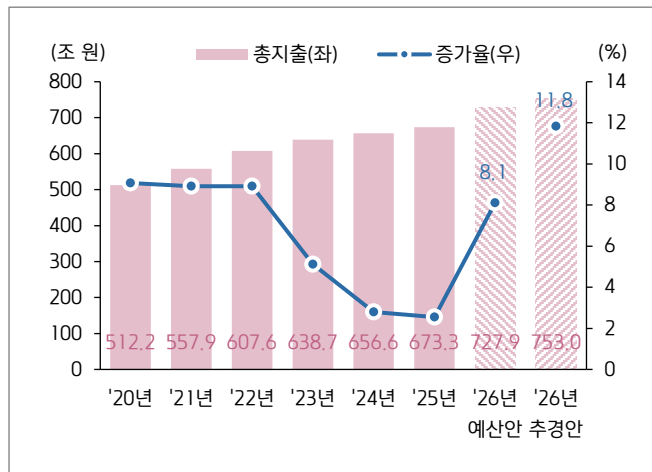
한국 수출 증가율과 국고 3-10년 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

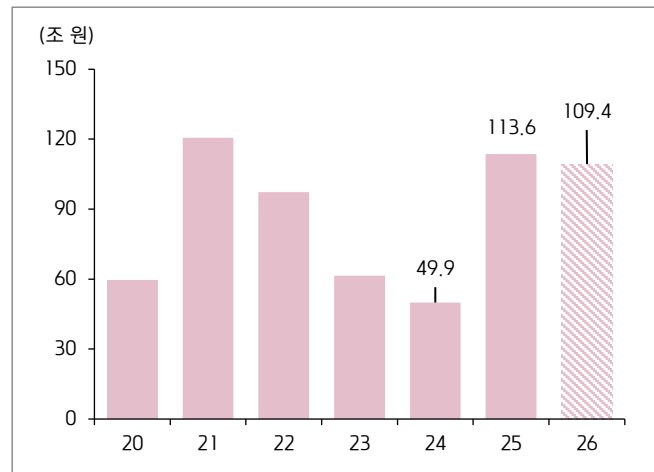
- ▶ 2027년 예산안이 8월말~9월 초 경에 공개되면서 채권시장에서는 향후 공급 여건에 대한 판단을 하게 될 것
- ▶ 2027년 총지출이 800조원 이상으로 확대되는 가운데 미래대응기금 편성 등을 고려하면 세입 개선만으로 증가분을 충당하기는 어려움. 확장재정의 초점이 경기 방어에서 성장 투자로 이동하고 있다는 점에서 국채 순발행 확대 우려는 여전히 상존
- ▶ 2026년 순발행 규모가 전년과 비슷한 100조원 수준을 기록했던 가운데, 2027년 예산안을 통해서도 초과세수에도 불구하고 100조원 수준이 유지될 경우 수급 불안에 따른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

연도별 총지출 규모 및 증가율



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

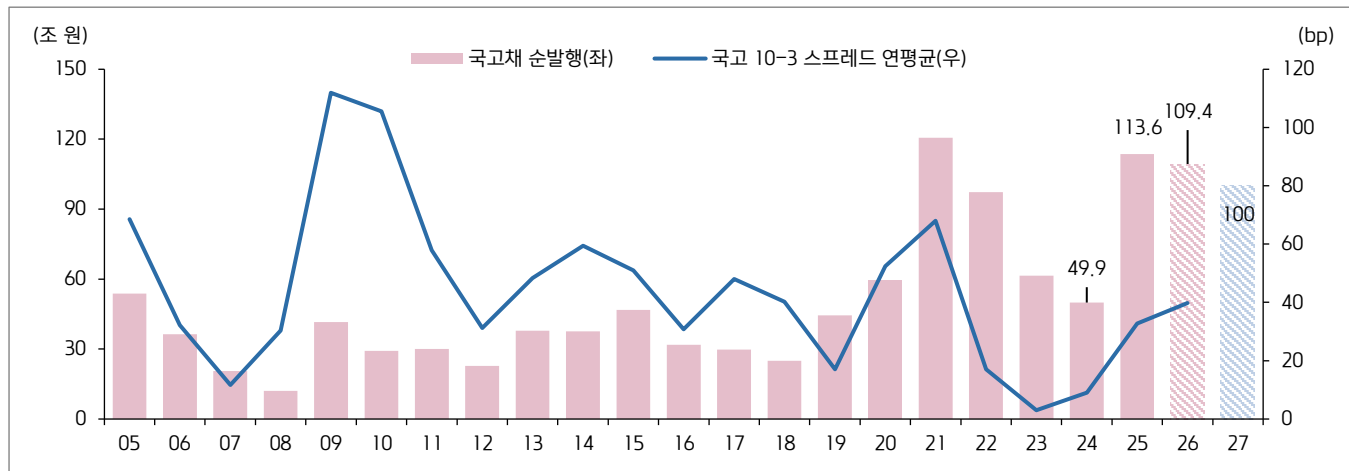
연도별 국채 순발행규모



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

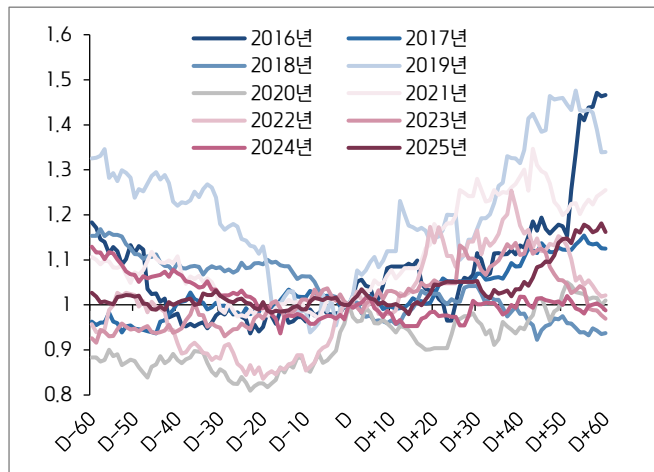
국고채 순발행량과 장단기 금리차 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

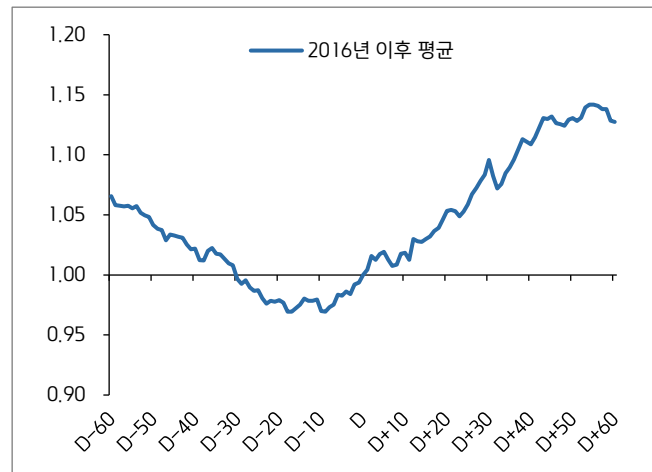
- ▶ 2016년 이후 8월 말 한국 예산안 발표 전후 60일 간의 금리 변동 흐름을 살펴보면, 전장 후약의 흐름이 나타남. 물론 2016년 이후 하반기 중 금리 인상이 단행되었거나, 크레딧 이슈가 발생, 대외 금리 상승 압력 등이 불거지면서 시장금리가 올라간 사건들이 존재하는 것도 사실
- ▶ 다만 금리 인하기 혹은 경기 위축구간(2018년, 2020년, 2024년) 등을 제외하면 대부분 하반기 금리 상방 압력이 나타났다는 점을 고려할 필요
 - 현재 또한 금리 인상 초입 구간에 돌입하고 있으며, 경기 하방을 지원하기 위한 재정 정책의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

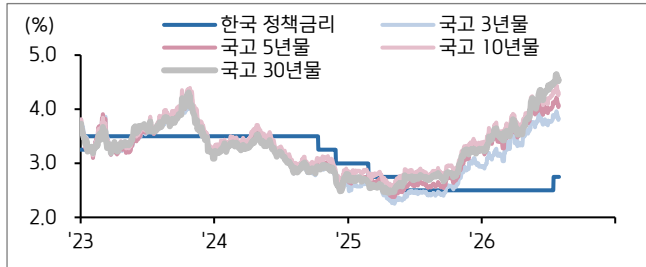


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

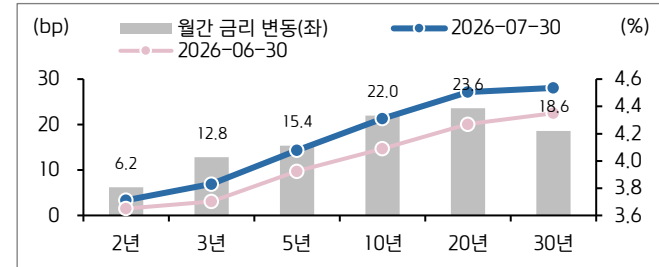
MON	TUE	WED	THU	FRI
	1	2	3	4
	한국 8월 수출입동향 미국 8월 ISM 제조업지수 7월 JOLTS 7월 건설지출	한국 8월 소비자물가지수 미국 8월 ISM 서비스업지수 연준 베이지북	미국 8월 ISM 서비스업지수 7월 무역수지	미국 8월 고용보고서 - 실업률, 신규고용, 임금 상승률
7	8	9	10	11
미국 노동절 휴장	한국 2분기 GDP 최종	한국 8월 고용동향 중국 8월 소비자물가지수 8월 생산자물가지수	미국 8월 생산자물가지수 유로존 ECB 통화정책회의	미국 8월 소비자물가지수
14	15	16	17	18
	한국 8월 수출입물가 중국 8월 산업생산/소매판매 8월 고정자산투자	미국 FOMC(15~16일) 미국 8월 소매판매 8월 수출입물가	미국 8월 주택착공건수 8월 건축허가건수	한국 8월 생산자물가지수 일본 BOJ 통화정책회의(17~18일) 미국 8월 산업생산
21	22	23	24 추석 휴장	25 추석 휴장
		한국 9월 소비자동향조사	미국 8월 신규주택판매	미국 8월 내구재주문
28	29	30		
	한국 9월 BSI, ESI 호주 RBA 통화정책회의(28~29일) 미국 8월 JOLTS	한국 8월 산업활동동향 미국 3분기 GDP 최종 8월 PCE 물가 중국 9월 제조업/비제조업 PMI 호주 8월 소비자물가		

주) 현지 시각 기준

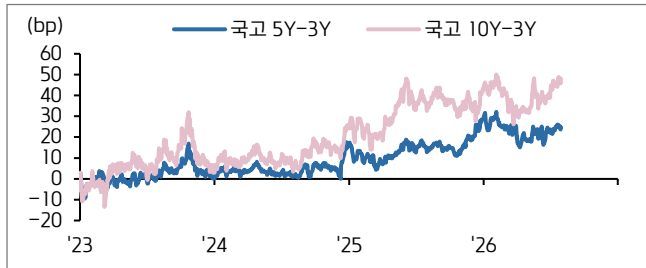
주요 국고채 금리 추이



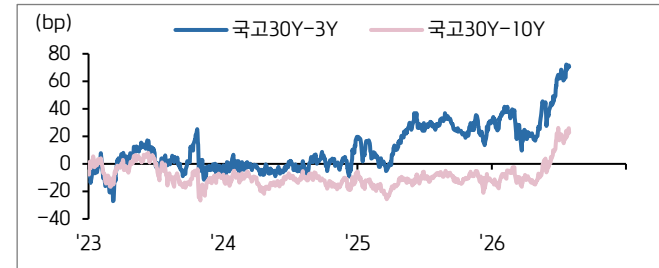
한국 월간 수익률 곡선 변화



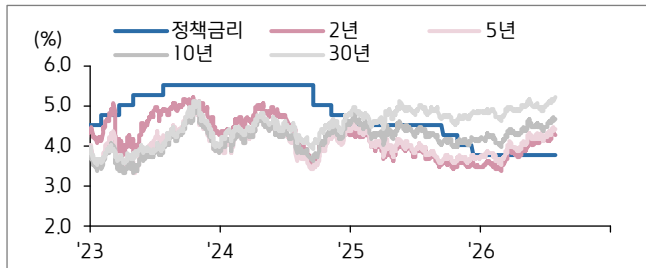
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



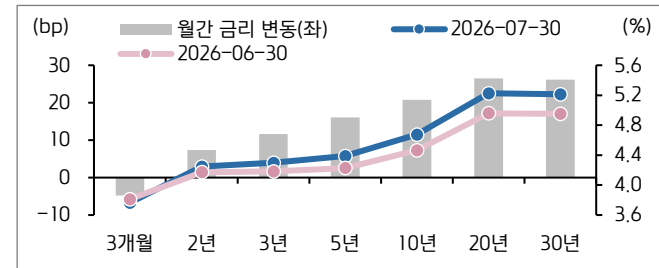
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 8월 31일 기준

II. FX & 매크로: 양호한 경기와 인플레이션 경계

▶ 경제 김유미



매크로 환경

✓ 반도체·AI 투자 사이클이 성장을 지지하는 가운데, 한국은 경기 회복의 확산, 미국은 안정적인 성장 흐름이 이어질 전망

- 한국은 반도체 중심의 수출 호조가 이어지는 가운데 소비심리 개선으로 내수도 점진적으로 회복될 전망. 기업 실적 개선과 반도체 수출 호조가 설비투자를 뒷받침하면서 수출 중심의 성장 동력이 투자와 내수로 점차 확산될 것으로 예상
- 미국은 고용시장이 균형 수준을 유지하고 물가 둔화세가 이어지면서 연준의 금리 동결 기조를 뒷받침할 전망. 수익성과 자본비용을 둘러싼 AI 투자 지속성에 대한 우려는 남아 있으나, 하이퍼스케일러의 설비투자 계획이 꾸준히 상향되고 있어 AI 투자 사이클은 여전히 유효할 전망

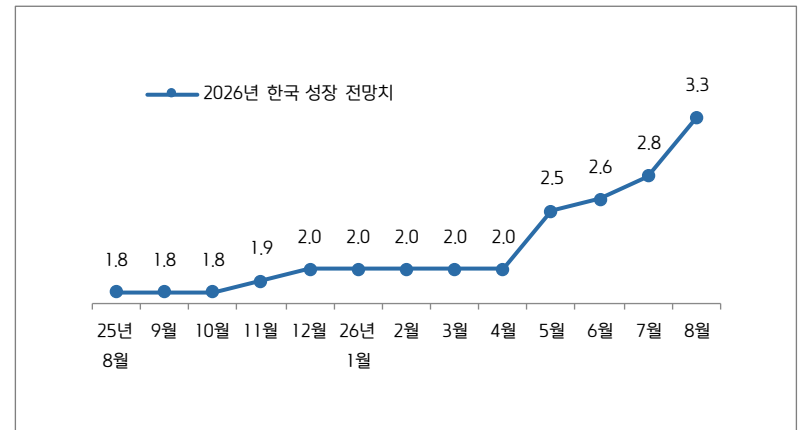
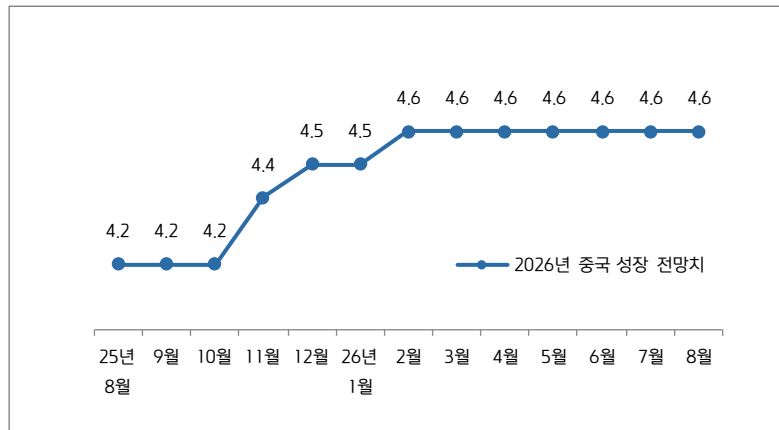
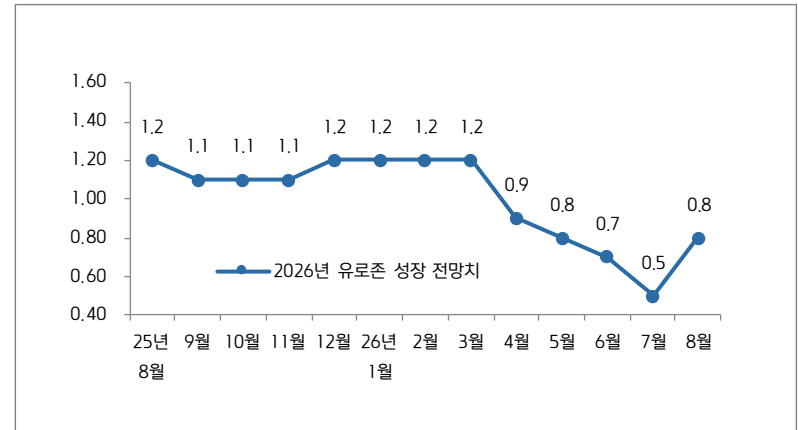
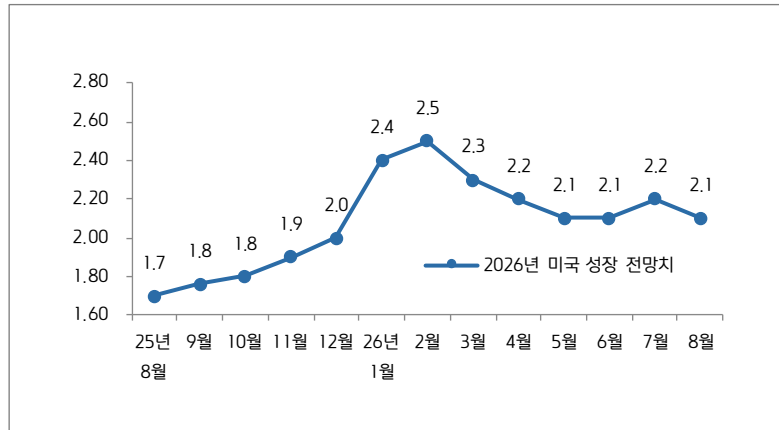
FX

✓ 달러는 약보합권에서 등락하는 가운데 국내 달러 공급 우위가 이어지며 원/달러 환율은 점진적인 하락세를 보일 전망

- 달러는 9월 약보합권에서 등락할 전망. 연준의 통화정책 불확실성이 남아 있으나, 물가 둔화세가 이어지며 금리 동결 기조가 유지될 것으로 예상되는 만큼 달러의 방향성도 제한적인 흐름을 보일 전망
- 달러/원 환율도 점진적인 하락세를 이어갈 것으로 예상. 글로벌 달러가 약보합권에 머무는 가운데 수출업체 네고물량과 기업들의 원화 환전 수요가 달러 공급 우위의 수급 여건을 뒷받침하며 원/달러 환율에 하락 압력으로 작용할 전망

01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

▶ 미국 성장 전망치가 최근 지표 부진으로 하향 조정한 반면 한국은 반도체 수출 호조에 큰 폭 상향 조정



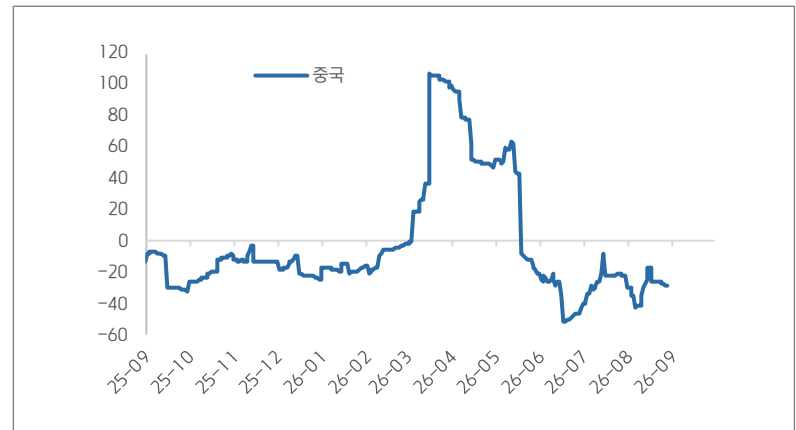
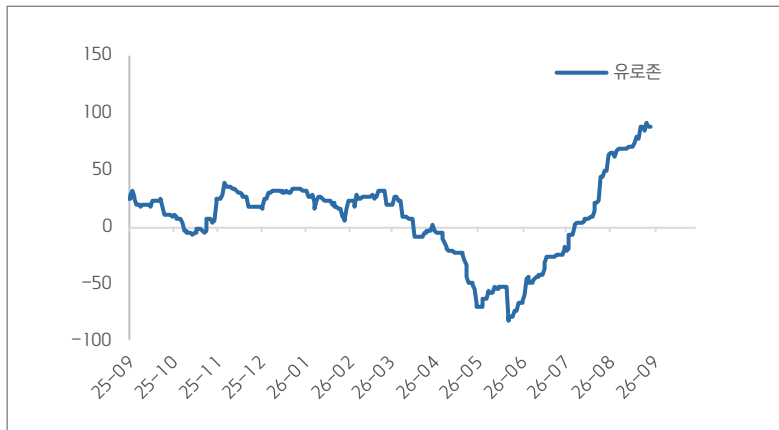
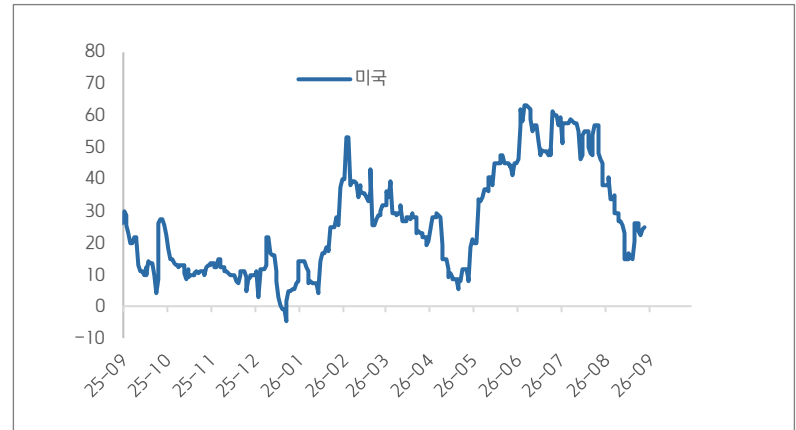
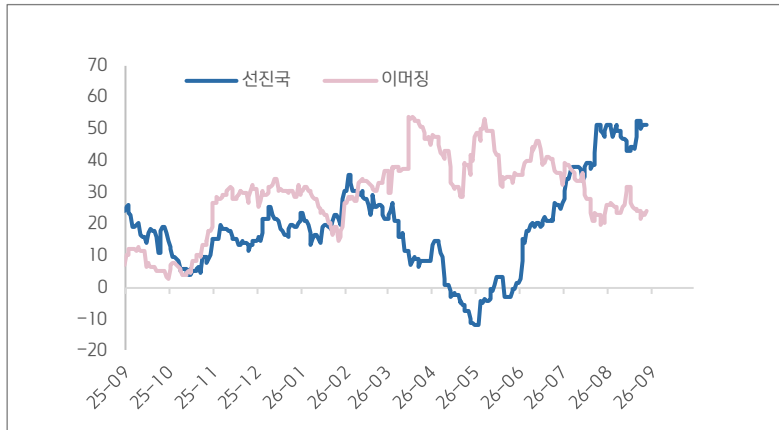
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

02.

주요국 서프라이즈 인덱스

▶ 미국 서프라이즈 인덱스는 최근 바닥을 다지고 있는 가운데 유로존은 컨센서스 상회 지속



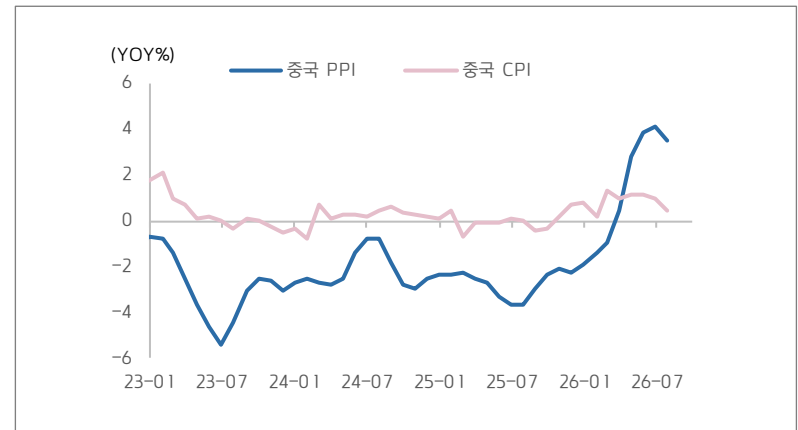
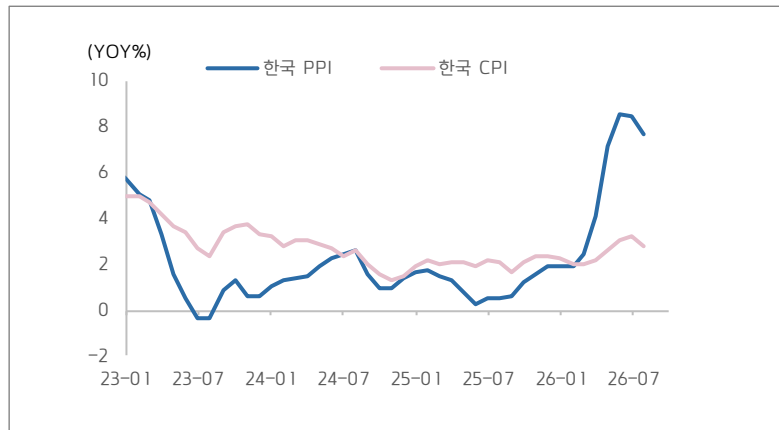
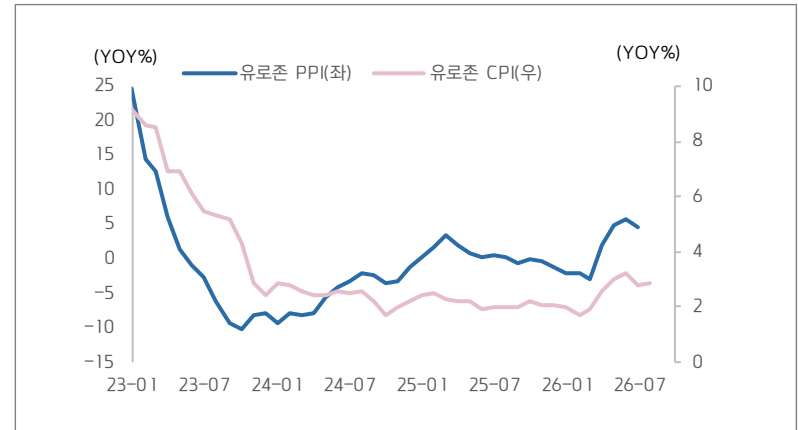
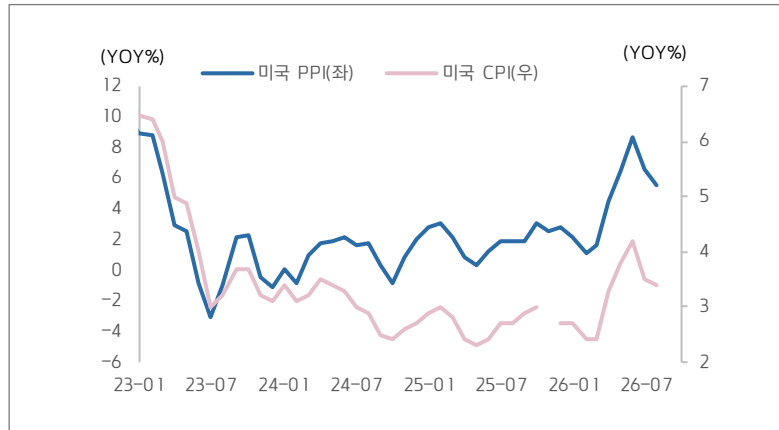
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

주요국 물가 흐름

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



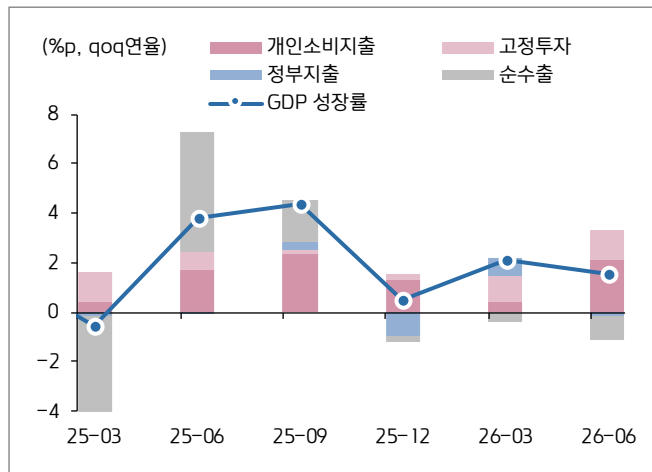
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04. 미국 경제, K자형 성장 패턴 심화

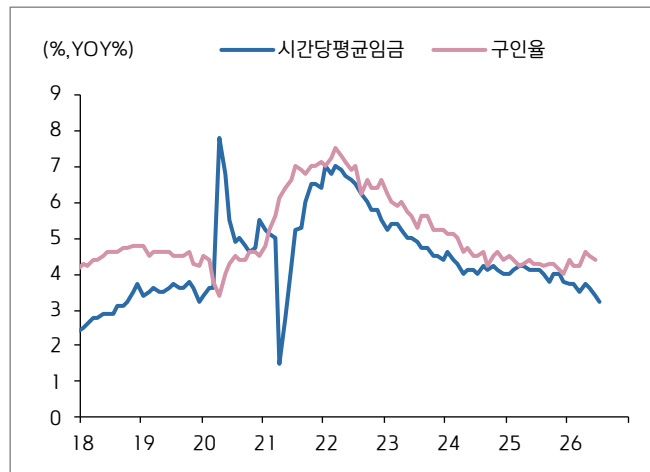
- ▶ 미국 경제는 AI·첨단산업 중심의 성장과 전통 산업 부진이 동시에 나타나며 K자형 성장 패턴이 심화되는 모습
 - 노동시장에서는 'Low-fire, Low-hire' 구조 속에 이직 감소와 노동 이동성 둔화가 이어지며 전반적인 활력이 약화
 - 특히 청년층과 신규 구직자를 중심으로 고용 진입 장벽과 장기 실업 위험이 확대
- ▶ 다만, AI 투자 사이클과 관련 자본지출(CAPEX) 확대가 성장 모멘텀을 지지하고 있는 상황
- ▶ 이러한 K자형 성장 구조 속에서 연준(Fed)은 물가와 성장 간 균형 조정에 초점을 맞춘 정책 대응을 지속
 - 이에 따라 연준의 통화정책 불확실성이 수시로 부각될 가능성이 높은 구간

미국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 평균임금과 구인율



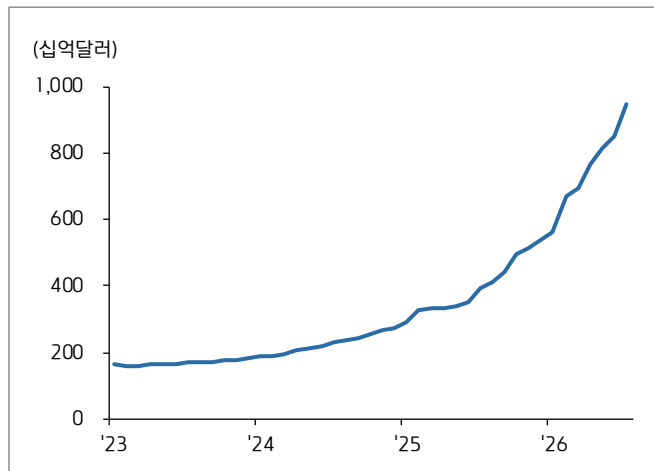
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

AI 사이클, 의구심 속에서도 성장 모멘텀은 유효

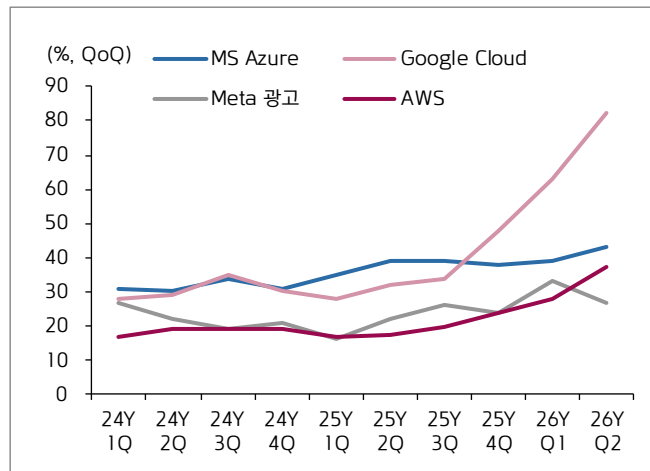
- ▶ 주요 하이퍼스케일러 모두 데이터센터 공급 제약이 지속되고 있음을 강조하는 한편, 2027년에도 CAPEX 확대를 예고
 - 2분기 실적시즌에서 확인할 수 있듯이, 시장에서도 실적 개선이 뒷받침되는 한 CAPEX 확대에 따른 현금흐름 약화를 이전보다 덜 부정적으로 평가하는 모습
- ▶ 물론, 공격적인 AI CAPEX 확대가 지속되면서 잉여현금흐름(FCF)은 감소세. AI 인프라 투자 사이클은 단기 수익성 압박을 감수한 장기 경쟁력 확보로 해석되나, ROI 회수 시점과 자금조달 여건 변화는 핵심 점검 포인트

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



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

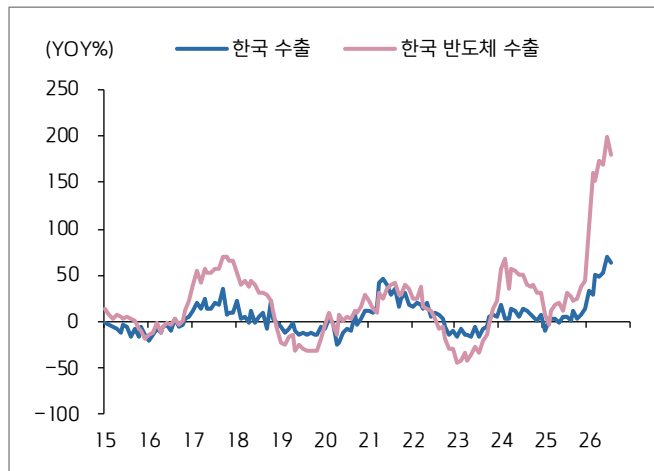
미국 하이퍼스케일러 업체들의 본업 성장률



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

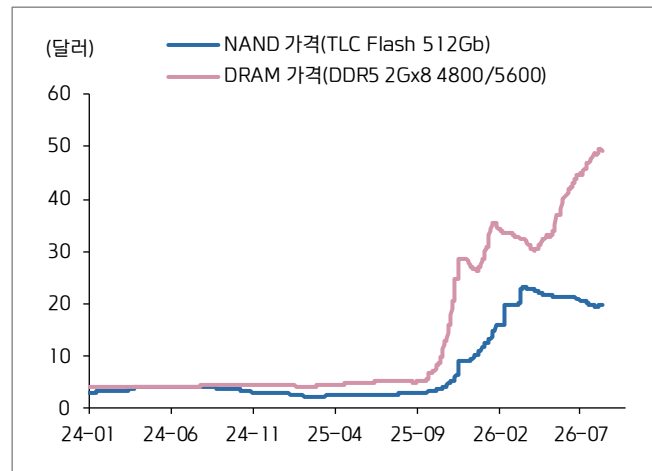
- ▶ 반도체 업황 호조를 두고 구조적 변화라는 시각과 기존 사이클의 연장선이라는 시각이 공존하는 상황
- ▶ 다만, 적어도 내년 상반기까지는 공급 부족 국면이 지속될 가능성이 높다는 의견이 우세
 - 가격 상승세가 다소 둔화되더라도 장기 계약과 출하량 증가를 바탕으로 양호한 업황 흐름이 이어질 전망
 - AI 투자 사이클이 소프트웨어를 넘어 로봇 등 피지컬 AI 영역으로 확장될 경우 업황 지속 기간은 더욱 길어질 가능성
- ▶ 또한 최종 수요가 소비자(B2C) 중심에서 기업(B2B) 중심으로 이동하면서, 반도체 업황 및 이익 변동성 역시 과거 대비 완화될 가능성

한국 수출과 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

D램 가격과 낸드 가격



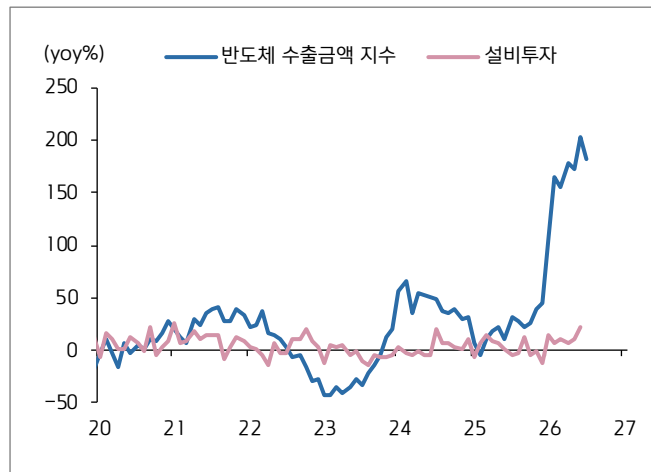
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07.

반도체 수출 호조와 설비투자 회복

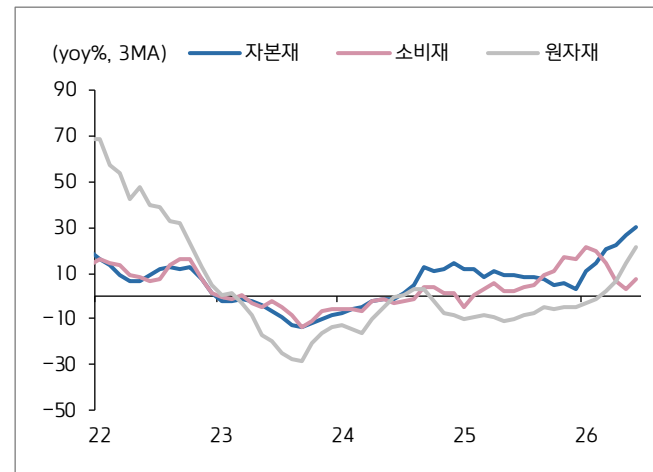
- ▶ 한국의 AI 투자 사이클 낙수효과는 HBM 공급망과 데이터센터 전력망이라는 두 축을 통해 실물경제로 확산
- ▶ 국내 반도체 업체들은 2026년을 '사상 최대 투자' 국면으로 진입 — 삼성전자·SK하이닉스 2026년 설비투자 약 100조원 안팎, 전년 대비 +30%대 증가 전망
 - 특히 SK하이닉스의 HBM 투자 확대는 AI 메모리 수요의 구조적 성장을 시사 → CFO 가이드스 기준 2026년 CAPEX 전년 대비 급증 예고
- ▶ 반도체 첨단공정(HBM4 등) 신규 라인 투자가 설비·건설투자 등 국내 자본 형성 전반으로 확산되며 실물경제 파급력 강화

한국 반도체 수출금액 지수와 설비투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

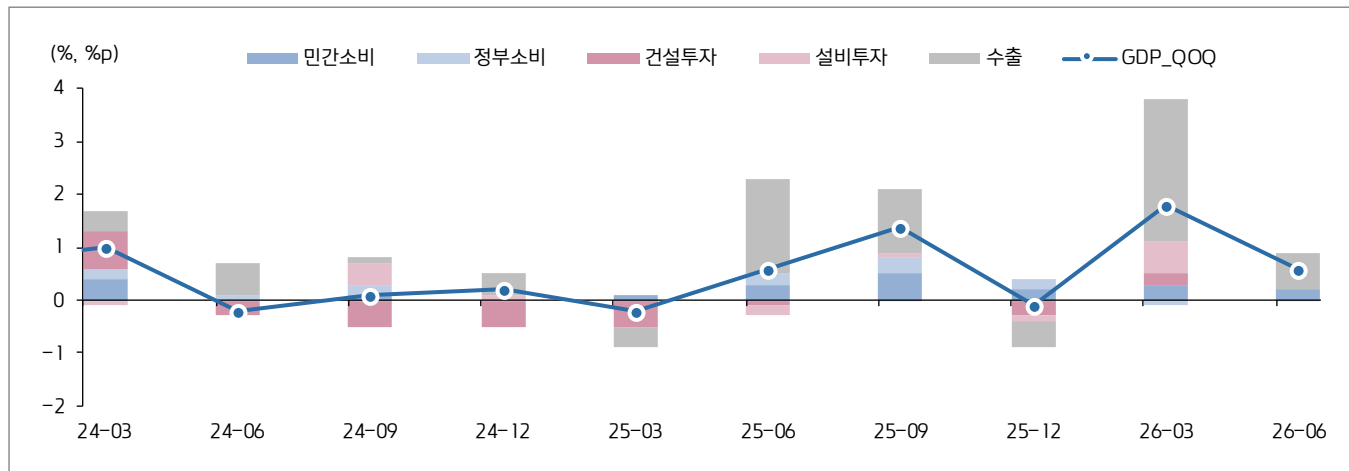
한국 성질별 수입 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 중동 지정학 리스크 확대에도 AI 투자 사이클과 공급망 수혜 국가들의 성장 모멘텀은 여전히 양호
 - 하이퍼스케일러는 AI 수익화 성공 여부에 투자하는 구조인 반면, AI 인프라 공급업체는 투자 집행 자체에서 수익 확보
 - GPU·메모리·냉각·전력·데이터센터 관련 기업들은 이미 계약된 CAPEX 흐름에 기반한 구조적 수혜 지속
- ▶ 한국 2분기 경제성장률이 시장 예상보다 양호하게 발표되며 올해 연간 성장률 전망치는 3%대로 상향 조정 중
 - 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 올해 경제성장률 전망치도 기존 2.6%에서 3.3%로 상향 조정

한국 전기비 성장률과 항목별 기여도

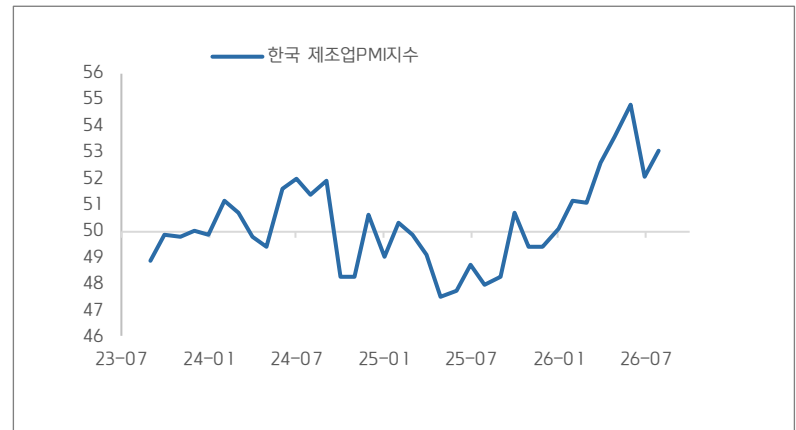
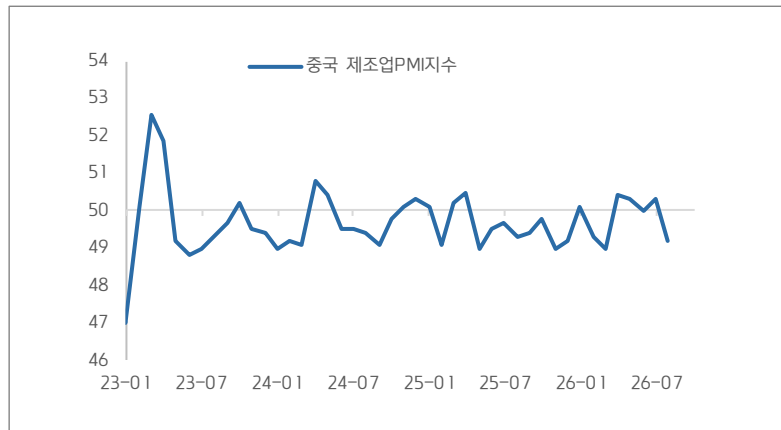
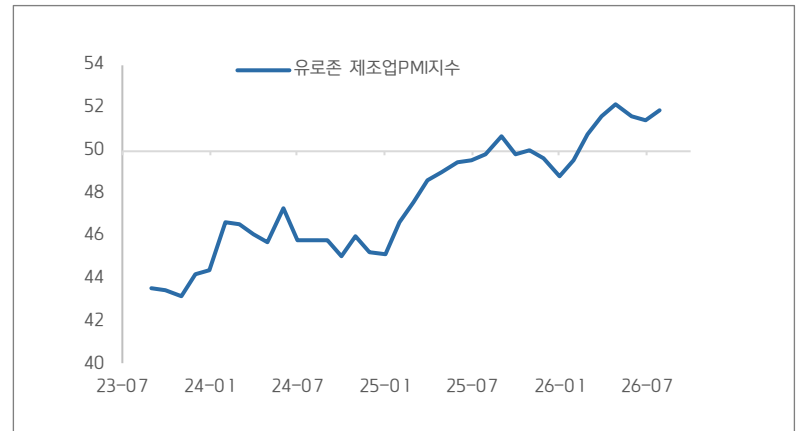
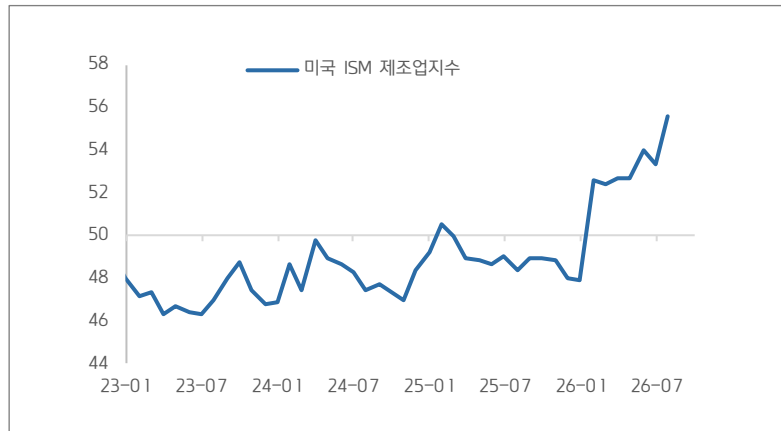


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

09.

주요국 제조업 체감경기

▶ 중국을 제외하면 AI 투자사이클 지속에 대한 우려에도 주요 선진국의 체감경기 개선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

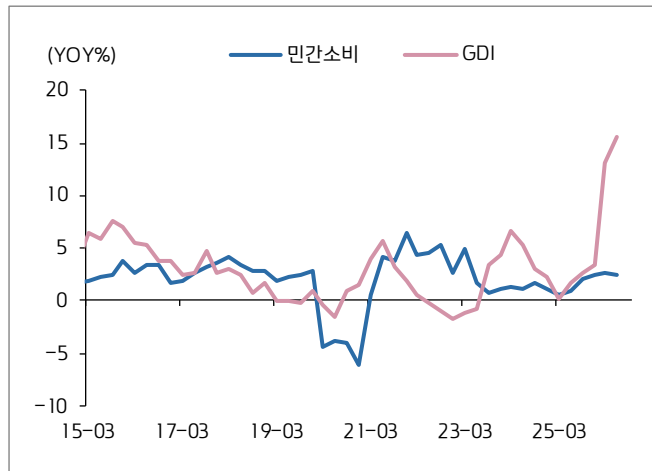
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

잔존하는 국내 인플레이션 우려

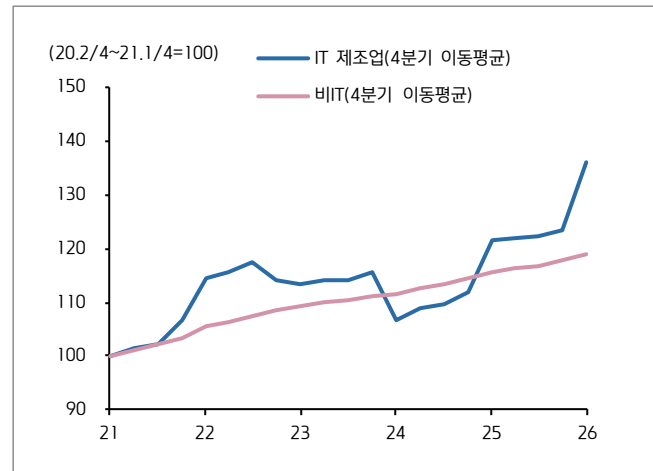
- ▶ 국내총소득(GDI)의 오름세 지속은 교역조건 개선에 따른 소득 증가를 의미, 얼마나 소비로 이어질 수 있는지에 주목할 필요
- ▶ 소비자물가 상승률은 오름세를 지속하고 있으나 수입물가의 상승세는 주춤해진 상황. 에너지 가격 둔화에도 불구하고 수요 측면의 인플레이션 압력은 아직 잔존

한국 소비자물가와 수입 물가



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 IT 제조업과 비IT 명목임금 추이

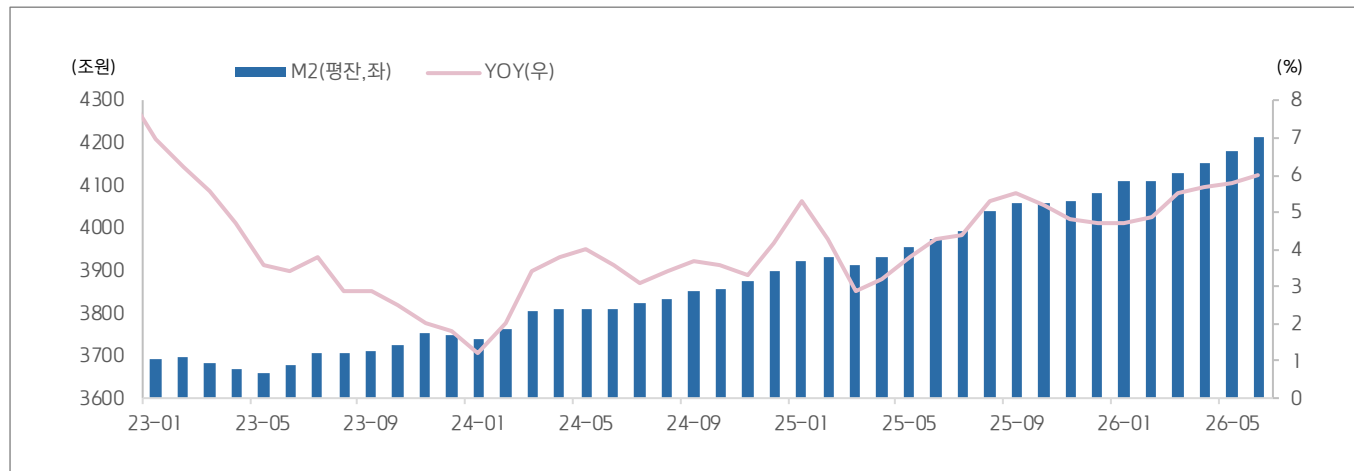


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11. 시중 유동성 점진적 확대 지속

- ▶ M2 증가율은 수시입출식 저축성 예금과 MMF를 중심으로 점진적 확대
 - M2 증가율(YOY)은 2025년 12월 4.7%에서 2026년 6월 6.0%로 증가폭 확대
 - 수시입출식저축성예금은 기업의 단기 여유자금과 일부 기타금융기관의 증권·파생상품시장 관련 자금 운용 확대로 증가
- ▶ 가계대출 관리 등 긴축적 요인이 존재함에도 통화량 자체는 감소하기보다 증가하고 있다는 의미

한국 M2 규모와 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

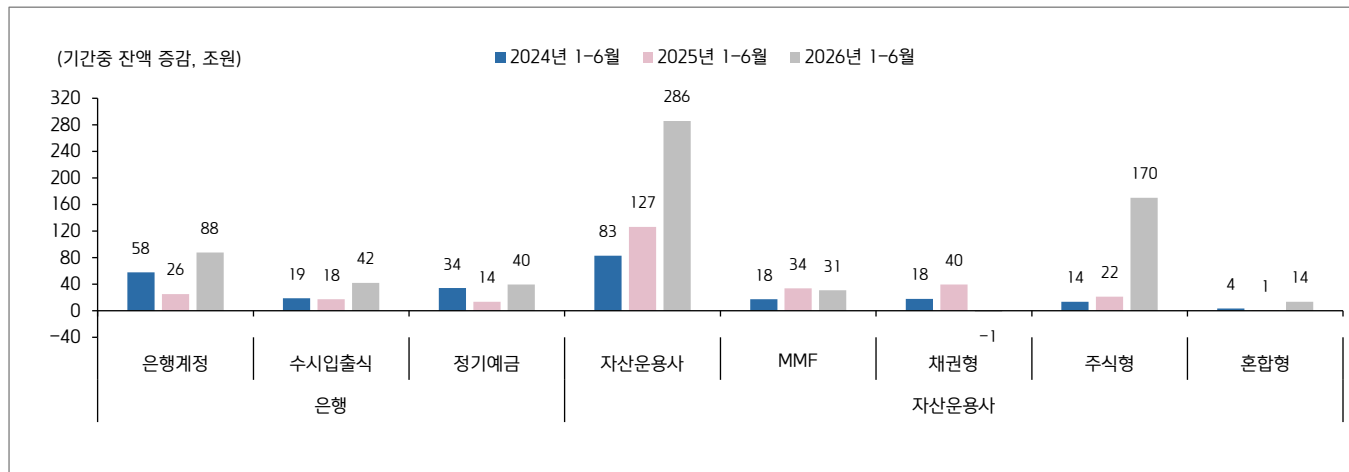
주: M2 규모는 평잔 계절조정 기준, 전년동월 대비 증가율은 평간 원계열 기준

12.

은행 수신 증가세 지속 및 자산운용사 수신의 상품별 차별화

- ▶ 은행 수신은 수시입출식 예금을 중심으로 증가세 지속
 - 수시입출식 예금은 가계자금 유출에도 불구하고 일부 대기업의 단기 여유자금 예치 등으로 큰 폭 증가
 - 정기예금은 가계예금 인출에도 대출재원 확보 및 규제비율 관리를 위한 은행들의 법인자금 유치 등으로 증가폭 확대
- ▶ 자산운용사 수신은 주식형펀드를 중심으로 큰 폭 증가한 반면, 채권형 펀드는 감소하는 등 상품별 차별화

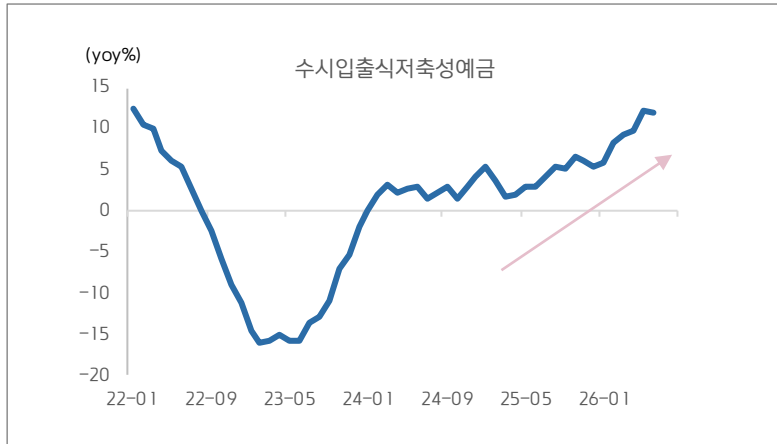
국내 주요 금융기관 수신



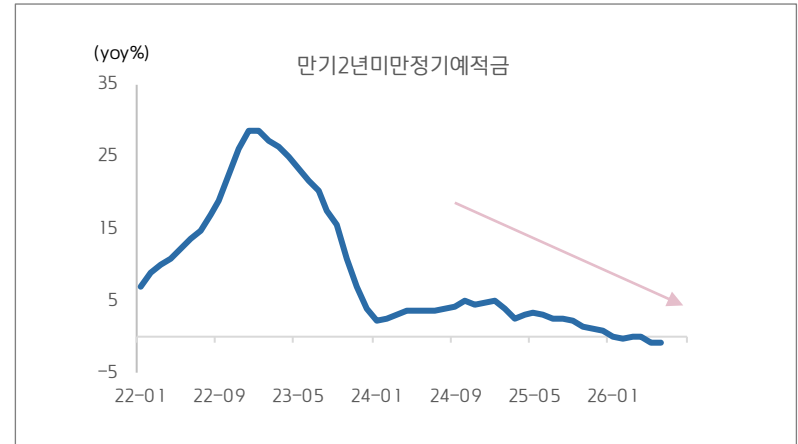
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

13. M2(평잔) 증가율, 상품별 구성 내역, 단기 대기성으로

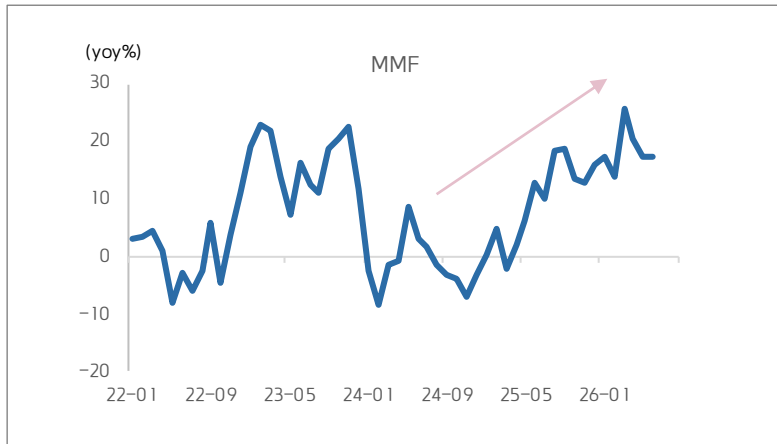
수시입출식 저축성 예금



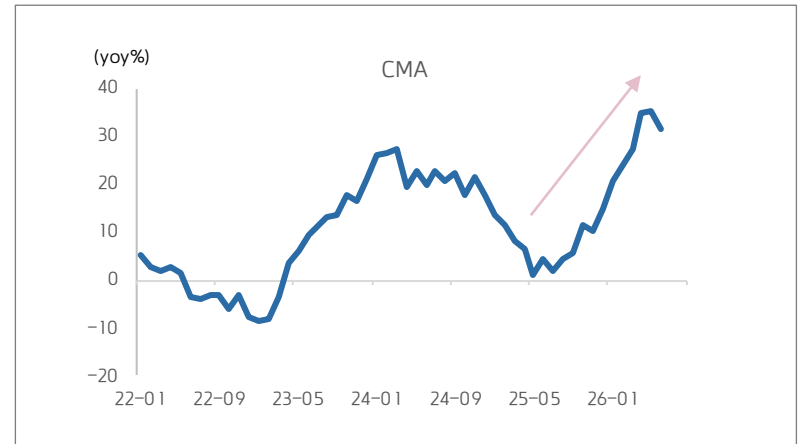
만기 2년 미만 정기예적금



MMF



CMA



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주: M2는 평잔 원계열 기준

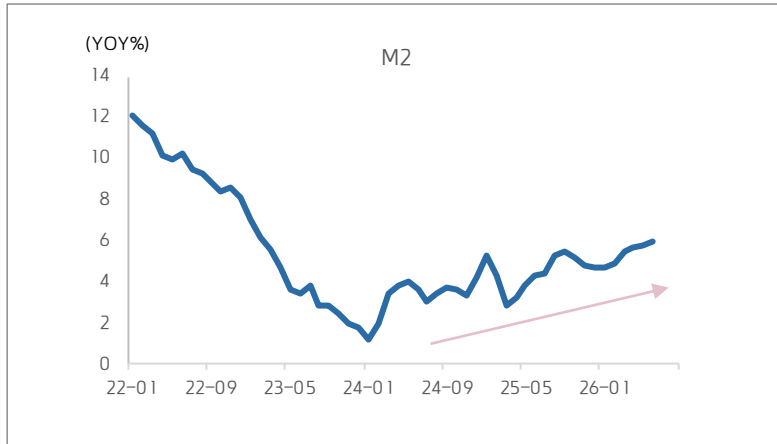
37 | 9월 채권 & 매크로 이슈 점검

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

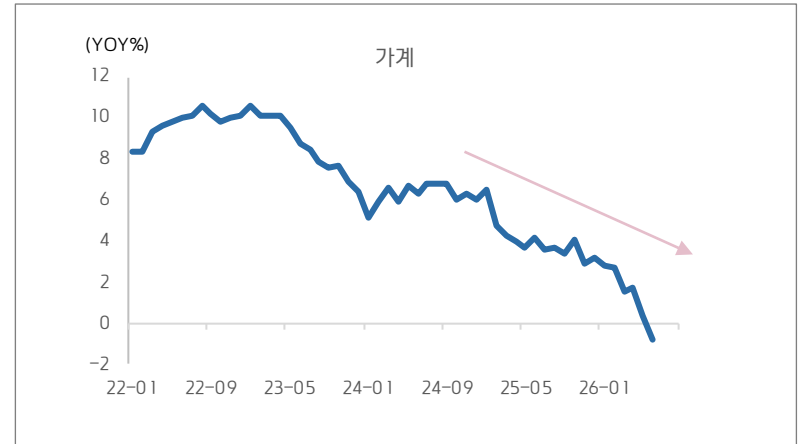
주: M2는 평잔 원계열 기준

14. M2(평잔) 증가율, 경제주체별 구성 내역

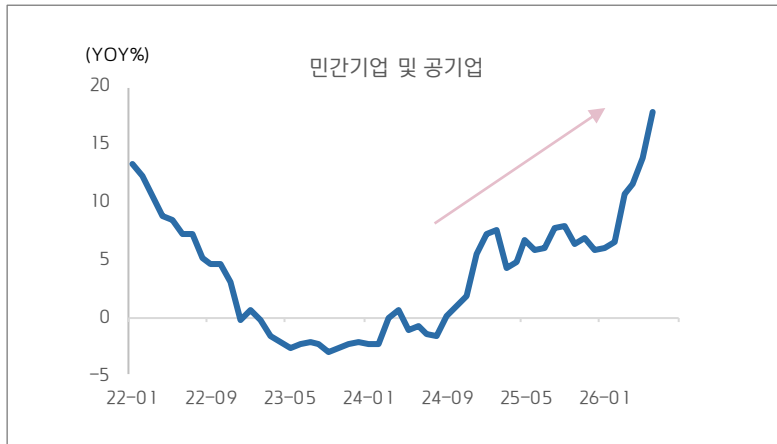
M2



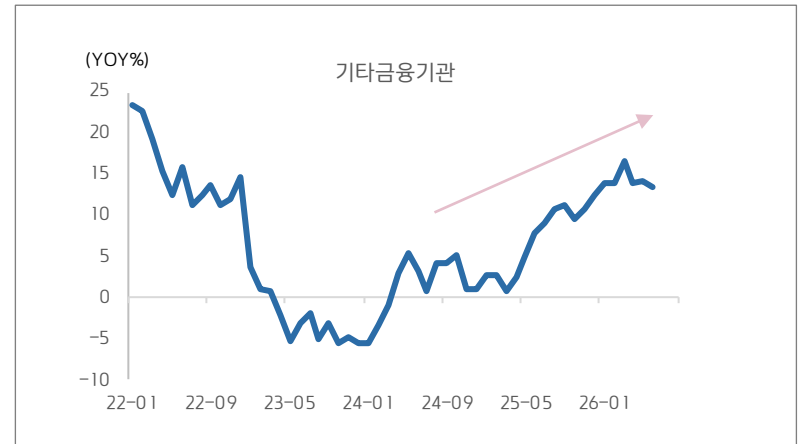
가계



민간기업 및 공기업



기타금융기관



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주: M2는 평잔 원계열 기준

38 | 9월 채권 & 매크로 이슈 점검

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

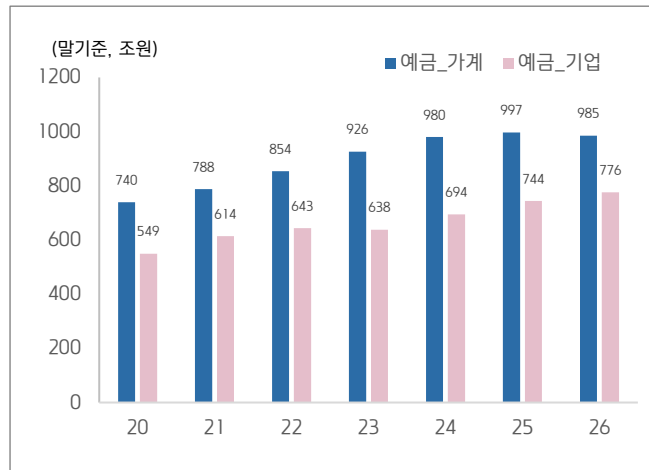
주: M2는 평잔 원계열 기준

기타금융기관은 연금기금, 증권기관, 여신전문기관, 금융보조기관 등

15. 유동성의 중심, 가게에서 기업으로 이동

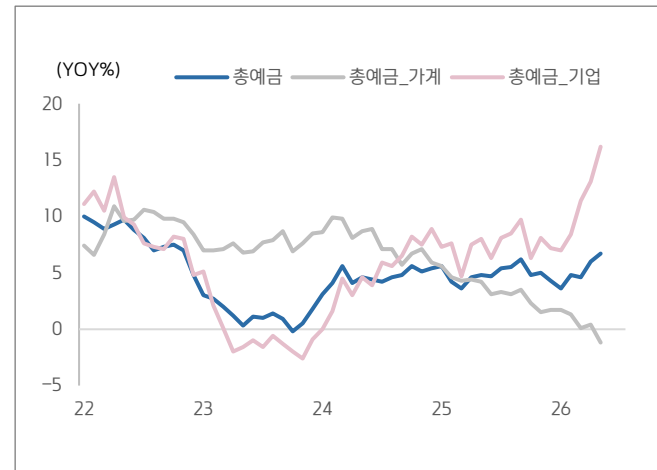
- ▶ 과거에는 총예금 증가율 대비 가게 예금 증가율이 지속적으로 상회했으나, 2025년 이후에는 기업예금 증가율이 이를 상회하는 반면, 가게 예금 증가율은 점진적으로 둔화되는 모습
- ▶ 기업예금 증가는 실적 개선, 정책자금 유입, 투자 지연 등 복합적 요인에 기인
- ▶ 수출 및 기업이익 증가에 따른 현금흐름 개선과 대출·보조금 등 정책자금 유입이 예금 확대에 기여
- 반도체 기업의 실적 개선으로 기업 현금흐름이 크게 확대

가게와 기업의 총예금 잔고 흐름



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 2026년은 5월 기준

총예금과 가게, 기업 예금 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

16. 재정·정책금융을 통한 유동성 공급 확대

- ▶ 정책금융은 선택·집중을 통해 실물·산업 쪽으로 자금을 유입시키는 역할을 강화
 - 4개 정책금융기관(산은·기은·신보·기보)은 2025년 5대 중점분야에 대해 목표(138.1조원)를 상회하는 자금 공급을 달성했으며, 특히 인공지능 분야는 당초 계획(5조원) 대비 두 배 이상 집행되며 가장 높은 실적을 기록
- ▶ '26년 정책금융 총공급은 252조 원(전년 247.3조 원 대비 +4.6조 원, +1.8%)으로 총량 증가는 제한적이지만, 전략·생산적 부문으로의 배분을 강화해 민간 신용 제약(금리 인상, 가계대출 총량 관리 등)을 보완하면서 실물 유동성을 확대하는 구조
 - 선택과 집중 측면에서 전체 중 150조 원을 5대 중점전략분야에 배정 (전년 목표 138조 원 대비 +12조 원, +8.9%)

'26년 5대 중점분야에 대한 자금공급계획

분야	주요 산업(부문)	공급 규모
첨단전략산업 육성	반도체·디스플레이·이차전지·미래차 원전·바이오·인공지능·핵심광물(신설)	42.5조원
미래유망산업 지원	나노·수소·컨텐츠·ICT·해양수산·교통·항공우주·탄소소재·양자·방위·농식품·통신·딥사이언스·태양전지·물산업·풍력산업(신설)	24.7조원
기존산업 사업재편 산업구조고도화	산업위기대응·자동차부품·조선·철강·정유·섬유·항만장비·광학·플라스틱·시멘트·석유화학·태양광	32.2조원
유니콘·벤처·중소·중견기업 육성	성장잠재력 높은 벤처·중소기업 등의 글로벌기업 도약·중견기업지원	19.0조원
대외 여건 악화에 따른 기업 경영애로 해소	기계·전기산업 및 기업 경영애로 해소	31.8조원
		138 조원 → 150 조원 (+12 조원, +8.9%)

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정책금융은 산업은행·기업은행 등 정책금융기관을 통해 대출·보증·투자 형태로 집행되며, 자금은 기업 계좌로 직접 유입
- ▶ 이 과정에서 기업예금, 특히 비금융기업 예금 증가로 반영된다. 이후 기업은 자금을 즉시 투자에 사용하기보다는 일정 기간 보유하는 경향이 있어, 요구불예금이나 수시입출식 예금 등 단기 유동성 형태로 축적
- ▶ 일부 자금은 MMF·CMA 등 단기 금융상품으로 운용. 결과적으로 정책금융은 기업 유동성으로 유입된 뒤 단기 자금 형태로 머무르다가, 이후 투자나 운영자금으로 집행되는 흐름

'정책금융 → 기업 유동성 유입 경로

단계	내용	자금 흐름	금융지표 반영
① 정책금융 공급	산은·기은·신보·기보 등이 대출·보증·투자 집행	정책금융기관 → 기업	정책금융 공급 규모 증가
② 기업 자금 유입	기업 계좌로 자금 입금	금융기관 → 기업 예금 계좌	기업예금(비금융기업) 증가
③ 자금 대기	투자·지출 전까지 단기 보유	기업 내부 유동성 축적	요구불예금, 수시입출식 예금 증가
④ 단기 운용	일부 자금은 금융상품으로 이동	기업 → MMF·CMA 등	M2 내 MMF·CMA 증가
⑤ 자금 집행	설비투자·운전자금·M&A 등 사용	기업 → 실물경제	투자지표, 설비투자 증가

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 앞으로는 기업에 축적된 대기성 자금이 어떤 경로를 통해 경제 전반으로 확산되는지에 주목할 필요
 - 투자 여력 확대 → CapEx 사이클의 선행 신호, 기업예금과 M2가 증가한다는 것은 내부자금 조달 여력이 좋아졌다는 뜻
 - 기업 현금 ↑ + 투자를 정체가 지속되면 배당 확대, 자사주 매입·소각, M&A 등에 대한 요구가 커질 가능성
 - 기업 현금이 임금·성과급·배당·협력사 지급 등으로 이전되면 가계 M2와 소비가 뒤따라 개선 가능성
- ▶ M2 총량 자체의 증감보다는 기업에 축적된 단기 대기성 자금이 어떤 경로를 통해 이동하기 시작하는지가 향후 경기와 금융시장의 유동성 흐름을 판단하는 주요 변수

기업 유동성의 다음 행선지

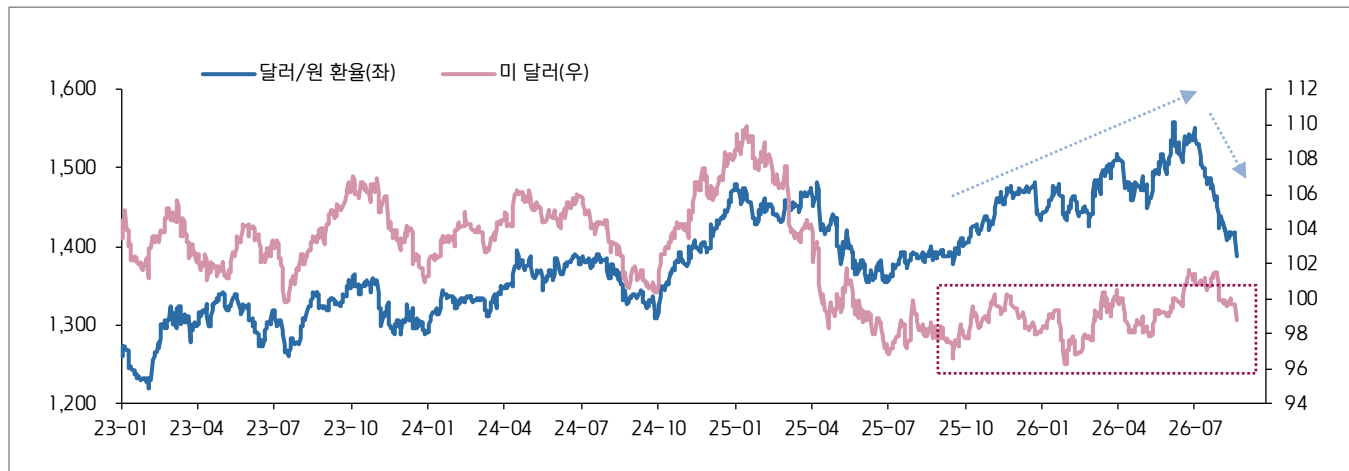
자금 이동 경로	주요 형태	1차 효과	2차 파급효과
성장투자	설비투자·R&D·M&A	기업 생산능력·효율성 확대	고용·임금·협력사 매출 증가 → 실물경기 개선
주주환원	배당·자사주 매입·소각	주당가치·자본효율성 개선	주가·배당소득·기관 수익률 개선 → 자본시장 재유입
가계·거래기업 이전	임금·성과급·협력사 대금	가계소득 및 다른 기업 현금흐름 개선	소비·예금·주식·펀드 등으로 자금 재순환

자료: 키움증권 리서치센터

19. 변동성이 확대된 달러/원 환율

- ▶ 상반기 달러/원 환율은 1,600원에 근접하며 급등세를 보인 이후 8월 들어 가파르게 하락 전환, 1,300원대 후반으로 하락
 - 미 달러가 지표 부진과 물가 둔화 금리 인상 전망이 약화되면서 하락 요인으로 작용
 - 한국 7월 기준금리 인상과 연준 금리 동결에 따른 한국과 미국 간 금리차 축소도 긍정적
 - 하이닉스 ADR 원화 환전수요와 수출업체 네고 물량, 8월 법인세 납부를 앞둔 수출업체 환전 수요 전망에 기댄 역외 달러 매도세 등이 복합적으로 작용
- ▶ 9월 달러/원 환율은 1,300원대에서 점진적인 하락세를 이어갈 것으로 보이나 하락 폭은 점차 둔화될 전망

달러/원 환율과 달러인덱스 추이

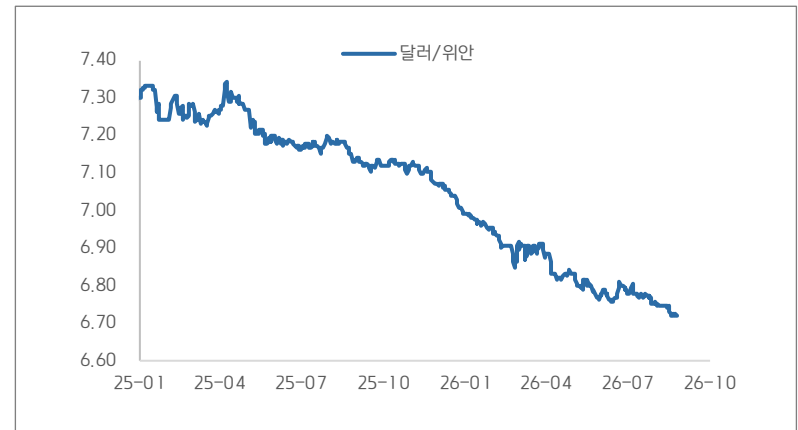
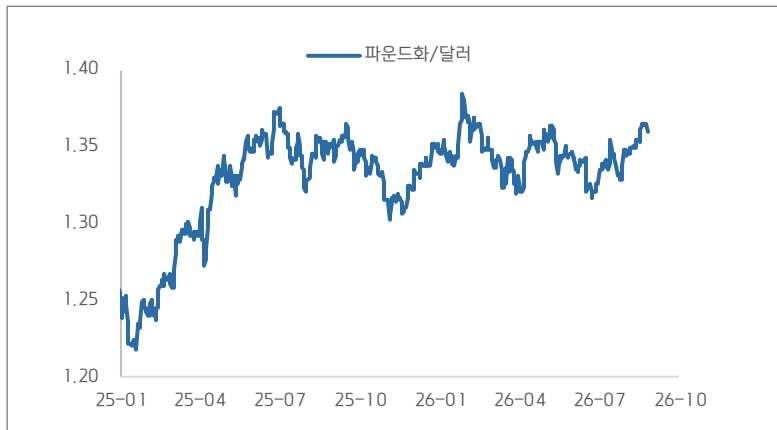
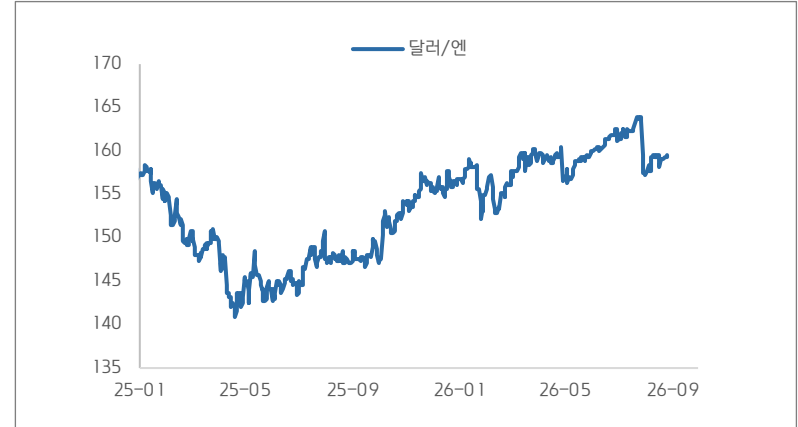
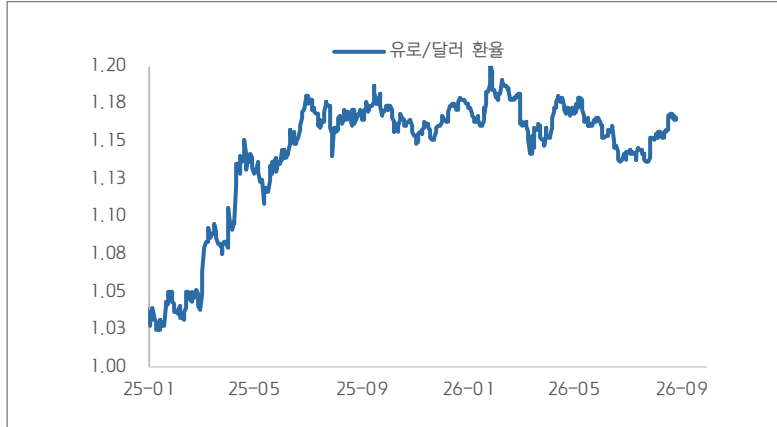


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

20.

주요국 환율 흐름

▶ 달러가 약보합권에서 머물면서 주요통화들도 강보합권에서 등락



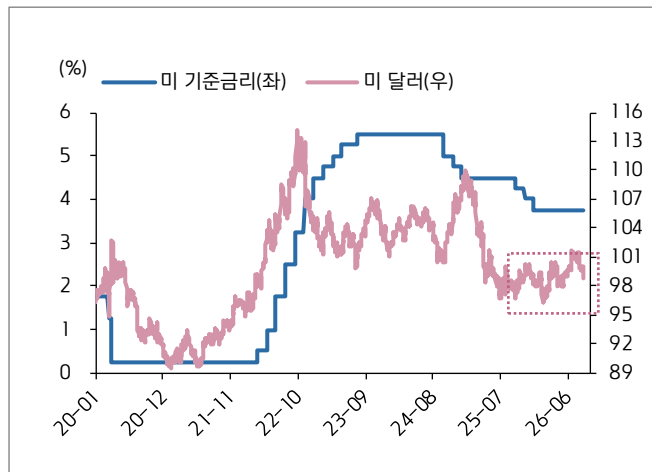
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

21. 달러화, 약보합권 내 좁은 등락

- ▶ 달러는 연준 통화정책 불확실성 속 국채금리 변동성 확대에 따른 달러 자산에 대한 신뢰와 양호한 경기 흐름의 상충된 요인들에 약보합권에서 등락을 보일 전망
 - 미국의 견조한 경기와 AI 투자 확대에 따른 자금 유입은 달러 강세 요인
 - 미국 경제지표 서프라이즈 지수가 낮은 수준에 머물고 있는 것은 경기 둔화 우려를 반영해 시장 컨센서스가 상당폭 낮아졌음을 의미. 이에 실제 경기 개선 폭이 크지 않더라도 낮아진 기대치를 상회하는 지표가 늘어나며 서프라이즈 지수가 반등할 가능성
 - 반면 연준의 금리 동결과 주요국과의 금리차 축소, 재정적자 확대에 따른 건전성 우려는 달러 약세 요인

미국 기준금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 서프라이즈 지수



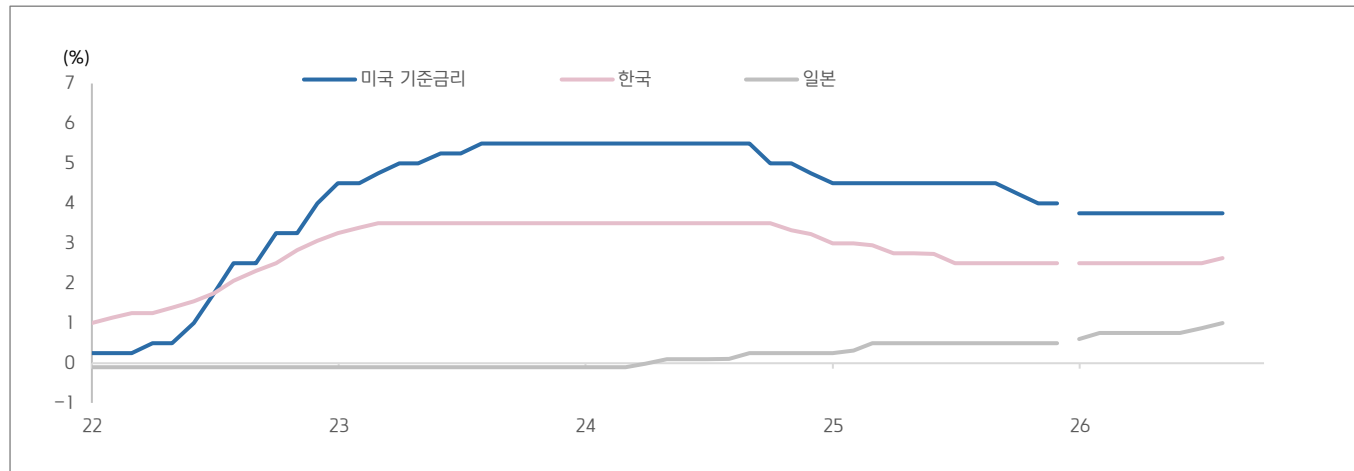
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

22.

내외 금리차 축소 전망, 원화 강세 요인으로 당분간 작용

- ▶ 미국 기준금리 인상을 둘러싼 다양한 의견들이 존재하나 물가 둔화세 등을 고려할 때 9월 FOMC에서 기준금리 동결 전망이 우세
- ▶ 한국은행은 8월 금통위에서 7월에 이어 추가로 기준금리 인상을 단행. 연내 추가 금리 인상 가능성이 열려있음을 고려할 때 한국과 미국 간 내외금리차 축소 요인은 단기적으로 원화 강세 요인으로 작용 가능

한국, 미국, 일본 기준금리 추이



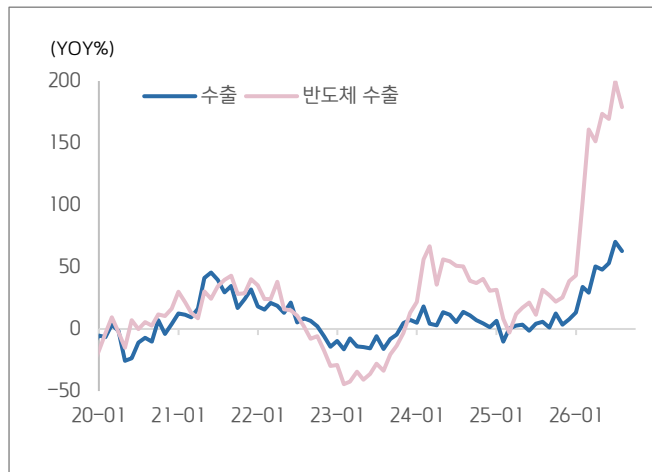
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

23.

국내 반도체 수출 호조와 경상수지 흑자 지속

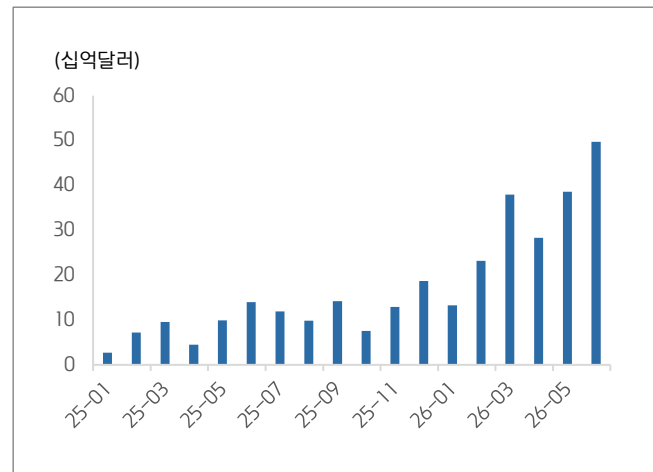
- ▶ 미국 내 AI투자사이클 지속을 둘러싼 논란은 존재하나 하이퍼스케일러의 투자 지출 계획이 지속되고 있다는 점은 반도체를 중심으로 한 한국의 수출 흐름이 당분간 양호할 것임을 시사
- ▶ 반도체 수출 호조세 지속은 한국 경상수지 흑자 규모 확대로 이어지며 수급 측면에서 달러 유동성을 풍부하게 만들어줄 것으로 예상

한국 수출과 반도체 수출



자료: 산업통상부, 키움증권 리서치센터

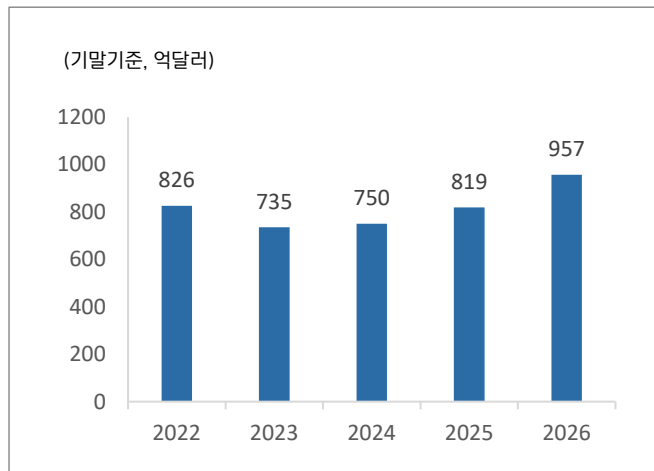
한국 경상수지 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

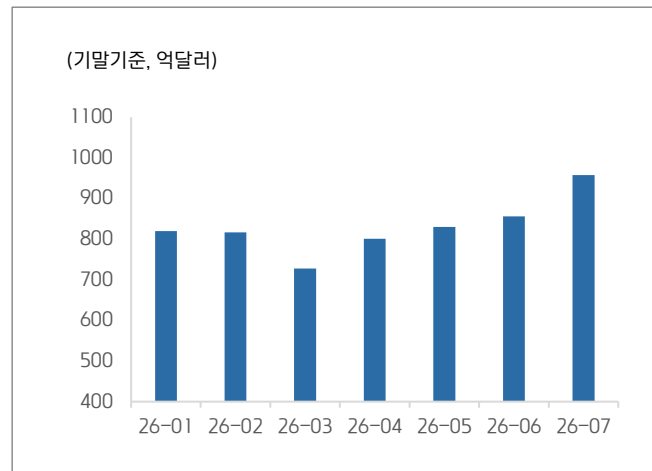
- ▶ 국내 거주자의 달러 외화예금은 대기업의 경상대금 수취, 증권사의 외화채권발행자금 및 고객예탁금 유입, 환율 하락에 따른 달러화 선취매 등으로 증가
- ▶ 기업의 달러 외화예금 증가는 수출대금 유입에 따른 외화 유동성 확충인 동시에, 환율 추가 상승 기대에 따른 달러 보유·네고 지연 가능성을 시사
- ▶ 다만 향후 원/달러 하락 기대가 강화되며 원화 환전 수요가 확대될 경우, 달러 매도 증가를 통해 원화 강세를 지지하는 요인으로 작용 가능

국내 거주자 기업 달러 예금 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 2026년은 7월 기준

국내 거주자 기업 달러 예금 월간 추이



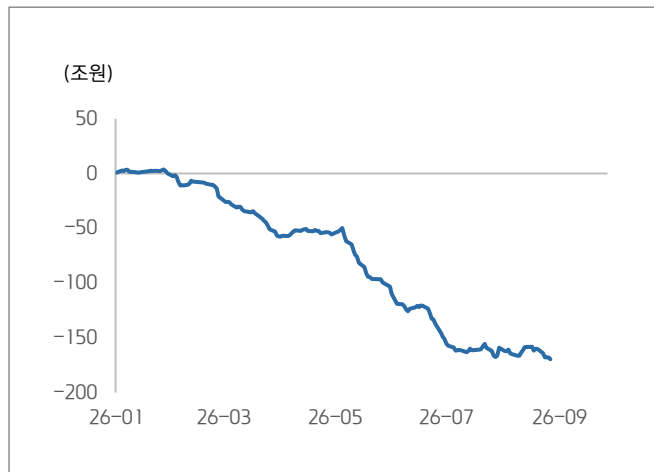
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

25.

주춤해진 외국인 순매도세와 내국인의 해외 투자

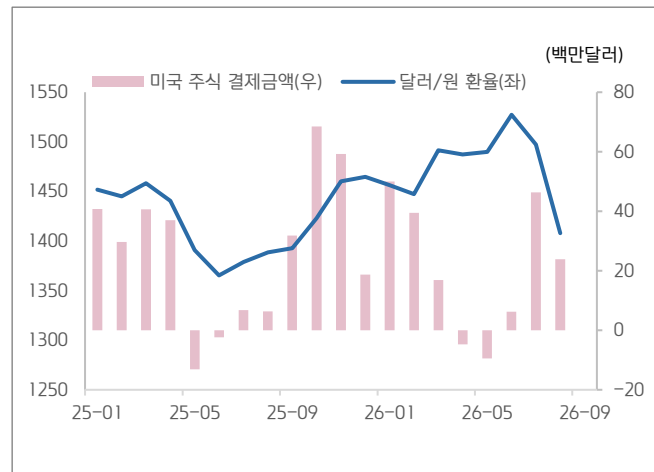
- ▶ 연초 이후 국내 주식시장에서의 외국인의 주식 순매도세가 주춤해진 가운데 내국인의 미국 주식 순매수세도 7월에 비해서는 둔화
- ▶ 국내 주식시장에서 외국인의 순매도세가 진정되고 내국인의 해외 투자가 급증하지 않는다면 기업들을 중심으로 한 원화 환전 수요가 유입되면서 달러/원 환율의 점진적인 하락 여건을 조성 가능
- ▶ 하지만, 원달러 환율의 하락이 가팔랐던 만큼 속도는 주춤해질 것으로 예상

한국 코스피 외국인 주식 순매수 연초 이후 누적 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

미국 주식 결제금액과 달러/원 환율



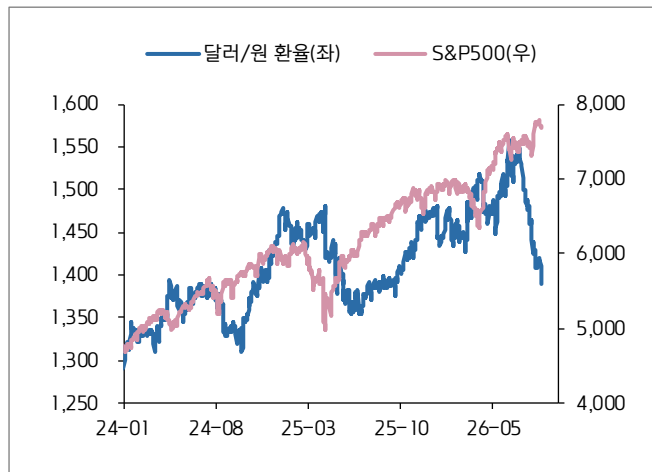
자료: 증권 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

26.

환율 안정을 위한 원화 자산 매력도 제고 필요

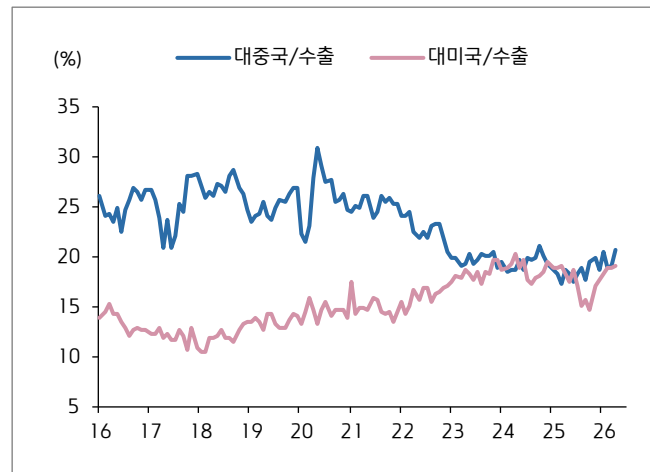
- ▶ 달러/원 환율 안정을 위해서는 내국인의 해외투자 수요 완화와 원화 자산의 투자 매력도 제고가 필요
- ▶ 최근 국내 증시는 자본시장 활성화 기대와 반도체 업황 개선에 힘입어 외국인 자금 유입이 확대되는 모습
- 단기적으로는 외국인 자금 유입 확대와 내국인 해외투자 둔화가 원화 강세 요인으로 작용 가능
다만 국내 증시는 여전히 미국 AI 투자 사이클과 반도체 업황에 대한 의존도가 높아 구조적 한계가 존재
- ▶ 달러/원 환율의 추세적 안정화를 위해서는 원화 자산의 투자 매력도 제고와 산업 구조 다변화가 병행될 필요

달러/원 환율과 미국 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대중국과 대미국 수출 비중 추이



자료: Bloomberg, 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.