

Research Center | 2026.09.28

버틸만한 장기금리 5%



Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com

Daishin 증권

Contents

I.	같은 5%, 다른 느낌	05
II.	고금리를 버텨낼 미국	17
III.	원화, 길게 보면 여전히 하방 우위	35

Summary

버틸만한 장기금리 5%

- 9월 FOMC에서 연준은 3년 만에 금리 인상으로 돌아섰다. 9월 중 미국채 10년물 금리는 5%를 넘었다. 30년 금리는 5.4%까지 상승했다. 팬데믹 이후 금리 발작이 빈번해진 탓에 시장의 우려를 키우기에는 충분했지만, 정작 시장은 2023년 10월 금리 발작 당시에 비해 훨씬 안정적이었다.
- 장기 금리 상승에는 다양한 요인들이 있으며, 팬데믹 이후 미국 정부부채가 급증한 데 따른 공급 우려도 핵심 요인 중 하나로 지목된다. 정부부채가 금리에 구조적 요인으로 작용 중인 것은 맞지만, 적어도 올해 장기금리 상승은 경기 호조와 함께 미-이란 전쟁을 기점으로 통화정책 기대가 반전된 것이 핵심이었다. 중장기적인 상승 압력은 유효하나, 단기적으로는 정작 금리 인상을 시작한 후에는 장기금리 상승 속도는 안정을 찾을 가능성이 높다. 다만 빅테크 업체들의 막대한 장기채 공급 계획을 감안하면 하방도 견고할 것이다. 최종금리 수준이 현재 시장에 반영된 2-3회를 넘어서지 않는 것이 중요하다.
- 금리 인상 및 최근 장기금리 상승으로 미국 경제 둔화에 대한 우려도 조금씩 고개를 들고 있다. 하지만 현재 미국 경제 성장을 주도하는 AI 투자는 시장 금리에 상대적으로 덜 민감한 부문이다. 금리에 민감한 것으로 알려진 주택 경기의 경우 이미 부진이 장기화되고 있다. 이번 금리 인상 사이클은 결국 시차를 두고 경기를 둔화시키겠지만, 급격한 경기 하강 보다는 내년 상반기 이후 완만한 경기 둔화 가능성이 더 높다. 경기 위험을 모니터링하기 위해서는 1) 유가, 2) 일드 커브, 3) 신용 여건의 경색 여부를 체크할 필요가 있다.
- 달러-원 환율은 급격한 하강 후 연준 금리 인상 전후로 반등했다. 하지만 과거 금리 인상기 사례를 볼 때 2-3회 가량의 금리 인상이라면 달러 강세 폭이나 기간 모두 제한적일 수 있다. 원화는 재차 펀더멘털을 반영해 강세를 이어갈 것으로 예상된다. 한국은 내년까지 GDP의 20%에 육박하는 경상 흑자를 이어갈 것이 유력하다. 이는 그간 원화 약세를 주도하던 자본 유출 내러티브를 상쇄할 수 있을 정도의 규모다. 과거 달러-원 환율의 조정 폭을 감안하면 1,300원 초반이 꽤 강한 저항이 될 수 있으나, 팬데믹 이후 고착화되었던 미국과의 성장률/금리 역전이 정말로 뒤바뀌는 것이라면 1,200원대 진입도 배제할 수는 없다.

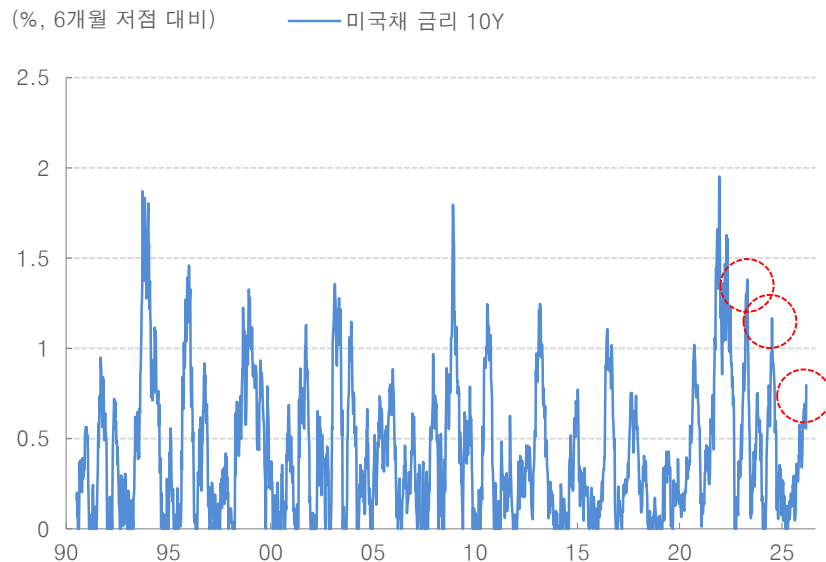
1. 같은 5%, 다른 느낌

금리 상승은 얼마나 위험한가?

대체로 6개월 내 100bp 내외 상승이 조정 확률을 높여

- 미국채 10년물은 올해 2월 저점 대비로는 약 100bp, 지난 6개월 저점 대비로는 약 80bp 가량 상승
- 대부분 국면에서 일정 수준의 금리 상승은 경기 확장을 동반하기 때문에, 그 자체로는 심각한 악재로 보기 어려움
- 과거 패턴을 보면 10년물 금리가 6개월 간 100bp 가량 상승하는 시점부터 주가 조정 확률이 높아짐
- 이를 최근 6개월 데이터에 적용하면 10년물 금리 기준 5.2~5.3% 수준을 넘어설 때 주가 부담이 더 강해질 수 있음

10년물 금리는 저점 대비 80bp 가까이 상승



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

100bp 정도가 조정 확률이 높아지는 임계점

금리 상승 (6개월)	유효 표본수	S&P500 평균낙폭	10% 조정 확률	2주 내 10% 조정	4주 내 10% 조정 확률 (평균 최대 낙폭)
전체 평균 (Baseline)	1,889주	-4.1%	13.0%	16.0%	18.4% (-6.1%)
50bp 이상	656주	-4.1%	9.6%	12.7%	15.5% (-6.1%)
75bp 이상	351주	-4.5%	11.4%	14.2%	16.5% (-6.4%)
100bp 이상	164주	-5.0%	15.9%	19.5%	22.0% (-7.2%)
125bp 이상	66주	-7.7%	25.8%	31.8%	31.8% (-10.0%)

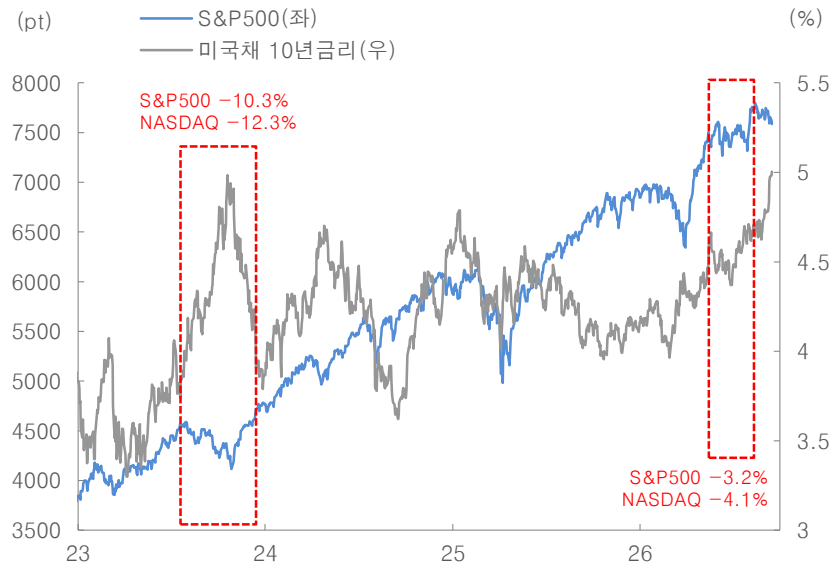
자료: LSEG, 대신증권 Research Center
주: 1990년 이후 데이터

2023년과는 다른 5%(1)

경기 침체 걱정이 지배했던 2023년

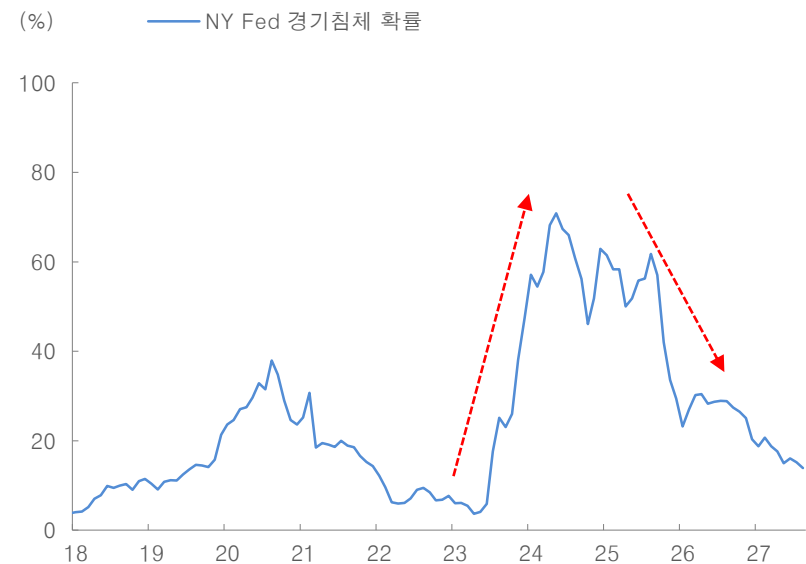
- 미국채 10년 금리가 5%를 돌파했던 가장 최근 사례는 2023년 10월
- 그러나 당시 주식시장이 -10% 내외의 조정을 겪었던 것과 달리 올해는 유의미한 조정은 없었음
- 이는 경기 국면의 차이를 반영함. 2023년은 기본적으로 리세션에 대한 우려가 매우 높은 상황에서, 장기금리가 치솟자 이것이 경기 전망을 더 악화시킬 것이라는 두려움이 커짐. 반면 현재는 리세션에 대한 우려는 거의 없는 상황

2023년 금리 급등 당시에 비해 차분한 미국증시



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2023년은 경기 침체 우려가 빠르게 상승하던 시기



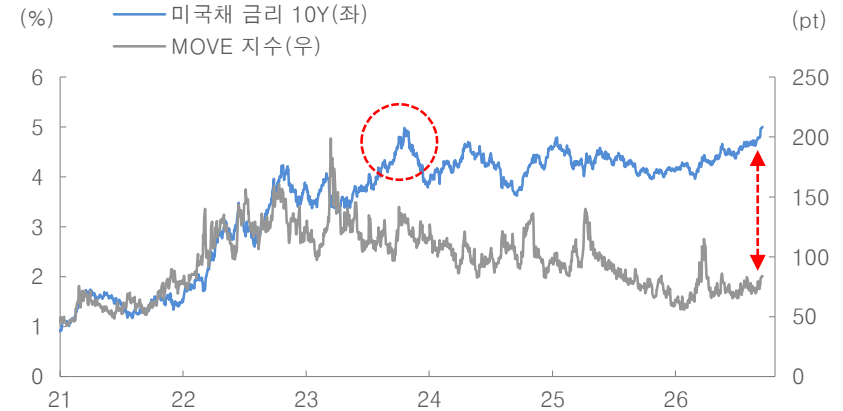
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2023년과는 다른 5%(2)

금리 인상 후 장기금리는 오히려 안정될 수 있어

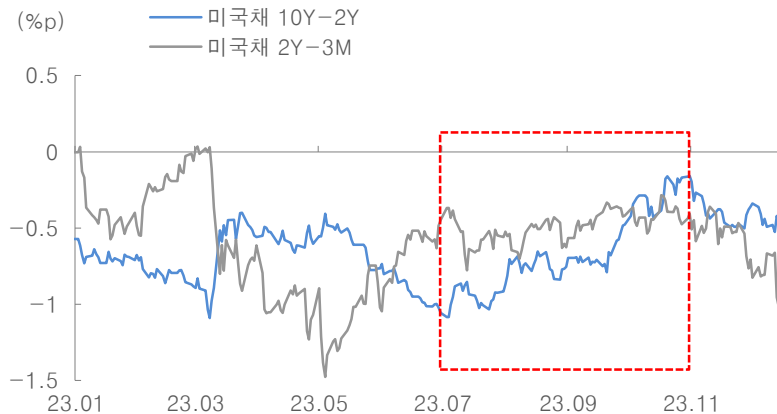
- 채권시장도 2023년만큼 불안하지 않음. 채권시장 변동성을 나타내는 MOVE 지수는 2023년 이후 안정화 추세
- 같은 5%라 하더라도 채권 시장은 당시보다 차분하게 받아들이고 있음
- 금리 상승 형태도 다름. 2023년 하반기 금리 급등은 단기물 보다는 장기물에서 주로 나타남. 진정한 의미의 기간 프리미엄 확대임
- 반면 올해 시장금리 상승은 단기 구간에 집중됨. 즉 최근 장기금리 상승은 사실상 미-이란 전쟁 발발 이후 통화정책 기대감이 반전된 것이 핵심
- 이는 정작 연준의 금리 인상 후 장기금리 상승세가 더 가팔라지지 않을 가능성을 시사함

2023년 금리 상승 대비 안정적인 채권시장



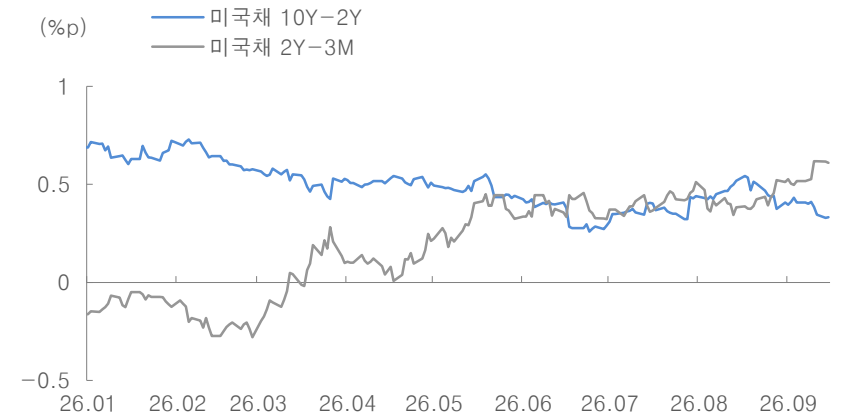
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2023년은 단기-장기 프리미엄 모두 반등



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

올해 장기금리 상승은 거의 대부분 통화정책 기대감이 반영



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

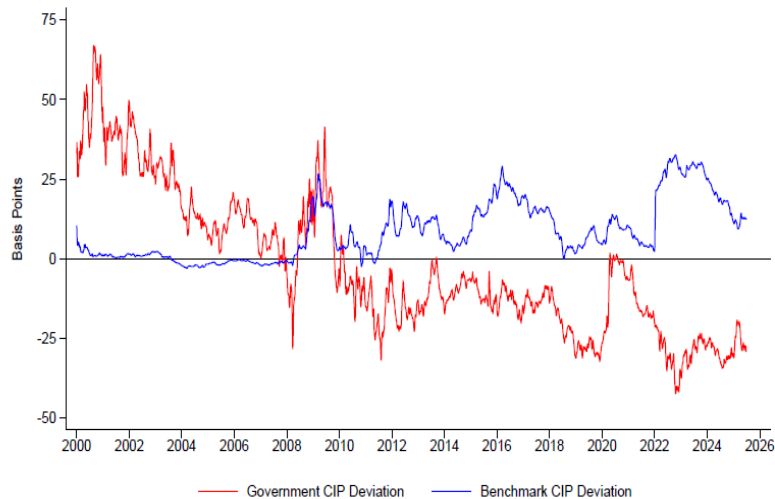
미국 정부 부채에 대한 우려

미국채의 과도한 특권은 상실?

- 미-이란 전쟁과 더불어 미국 정부 부채가 40조 달러를 돌파하면서 국채 공급 증가 우려가 구조적 장기 금리 상승을 유발하고 있다는 인식이 확산
- 정부부채 증가가 미국채의 매력을 떨어뜨리고 있다는 연구는 이미 다수 있음. Du et al.(2025)에 따르면 달러의 편의 수익률은 여전히 (+)이나, 미국채의 편의 수익률은 마이너스(-)이며, 장기채로 갈수록 더욱 심화됨. 즉 달러와 달리 미국채는 '과도한 특권'을 상실 중
- TIC 데이터 기준 비거주자의 미국 장기 증권 매입은 올해 들어 주식에 채권을 추월함. 지금 미국을 대표하는 자산은 국채가 아닌 주식임

달러와 달리 미국채의 편의 수익률은 마이너스(-) 전환

(b) Ten-Year

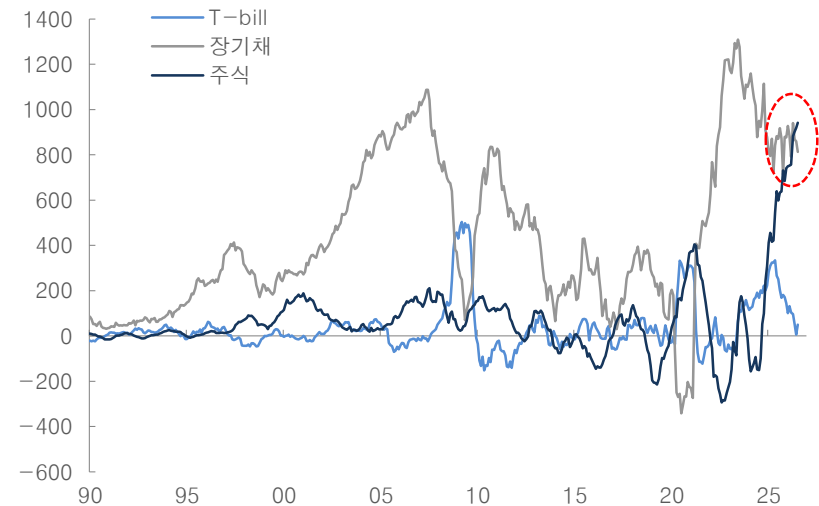


자료: Du et al. (2025)

외국인들의 미국 증권 매입은 최근 주식이 장기채를 추월

(십억달러, 12개월 누적)

외국인 미국 증권 매입



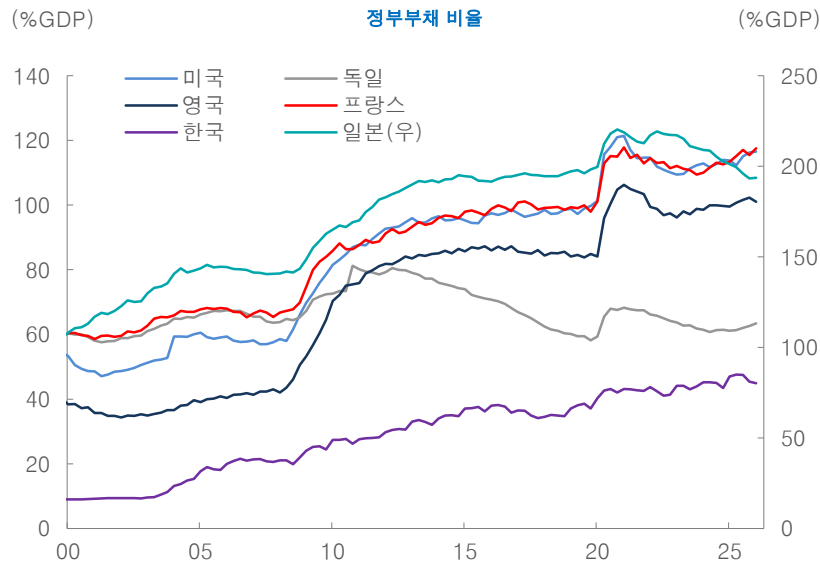
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

하지만 미국만의 문제는 아니야

선진국 공통의 현상, 미국은 오히려 양호한 측면도

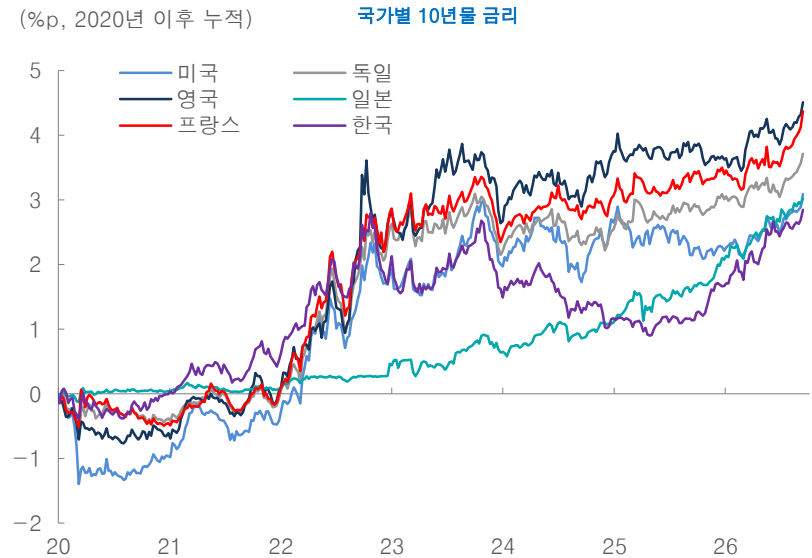
- 미국 정부의 과도한 부채부담이 장기 금리 상승의 원인이라는 지적은 합리적인
- 하지만 정부부채 40조 달러는 위기를 촉발하는 마법의 숫자가 아니며, 정부부채 문제는 미국을 포함한 선진국의 공통된 현상
- 팬데믹 이후 혹은 지난 2~3년 간 미국 장기금리 상승은 오히려 다른 선진국들 대비 양호함. 이것이 미국만의 고유한 문제여서 미국 경제의 회색 코뿔소가 될 것이라고 단정짓는 것은 다소 과도한 해석

정부부채 급등은 선진국 공통 현상



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

장기금리 상승, 미국만의 문제는 아니야



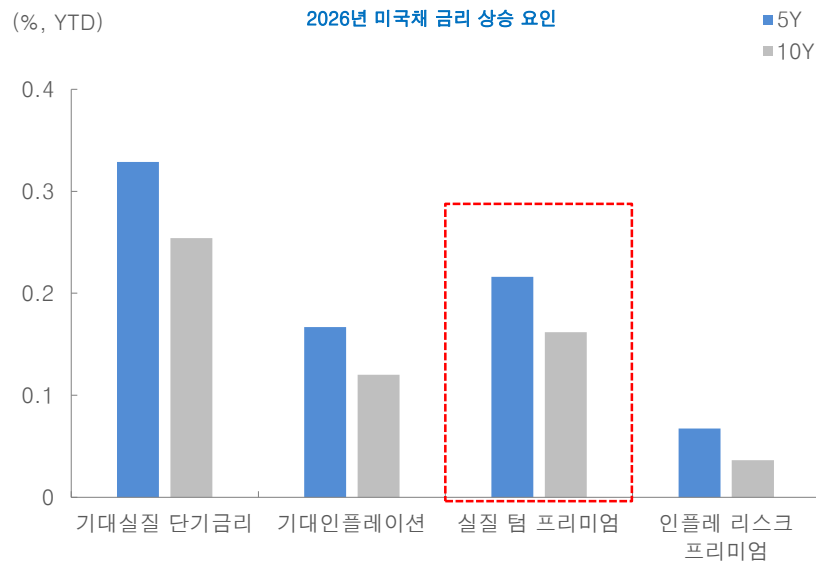
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

DKW 모델의 맹점

인플레이션과 기간 프리미엄을 완벽하게 분리하기는 어려워

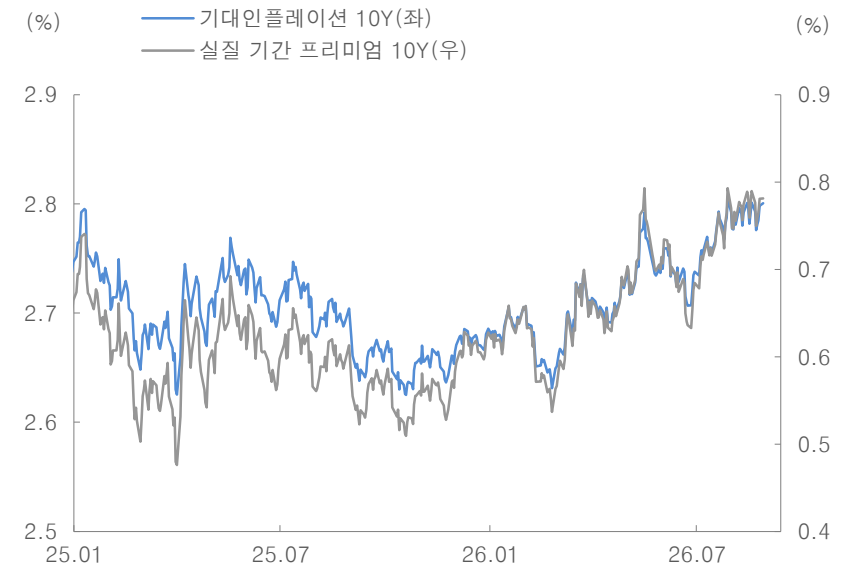
- 연준에서 제공하는 DKW 모형은 명목금리를 몇 가지 요인별로 분해함
- 올해 미국채 10년 금리 상승을 요인 별로 비교하면, 인플레이션 기대 보다 실질 기간 프리미엄 상승이 더 큼. 이는 미국 정부부채 확대에 따른 공급 부담을 지적하는 근거로 종종 언급됨
- 그러나 DKW가 완전무결한 모델은 아님. 모형의 한계 탓에 기대 단기금리 / 기대인플레 / 실질 기간 프리미엄 세 가지는 높은 상관성을 가짐
- 즉 인플레이션 우려가 상승하는 국면에서는 실질 기간 프리미엄도 함께 상승함

2026년 Δ 인플레 기대 < Δ 기간 프리미엄, 그런데 5년에서 더 커



자료: FRB, 대신증권 Research Center
주: 2026.1.1 ~ 2026.8.31 기간 상승

모형 상 인플레 기대가 높아지면 기간 프리미엄도 함께 상승



자료: FRB, 대신증권 Research Center

재정은 구조적, 올해는 인플레이&정책 기대가 주 원인

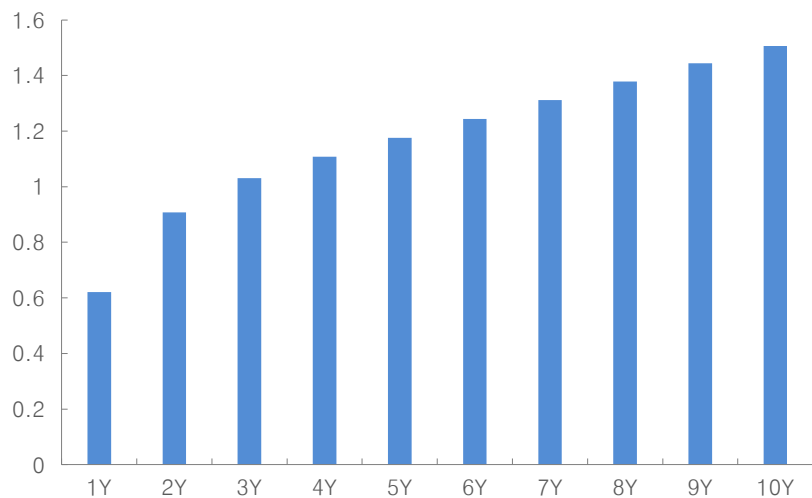
당장의 장기금리 안정 위해서는 국채 공급 보다는 인플레이 안정이 우선

- 뉴욕 연은에서 제공하는 명목 기간 프리미엄 모델인 ACM을 함께 보면, 팬데믹 이후로는 장기물로 갈수록 기간 프리미엄이 확대. 하지만 올해 기간 프리미엄 상승은 장기물보다 단기물에 집중됨
- 즉 올해만 보면 시장에서 미국 정부부채에 대한 내러티브가 강하게 형성되었던 것과 달리 장기채의 불안이 심하지 않았음
- 정부부채는 단기 보다는 구조적인 문제임. 이것이 장기 금리 상승에 영향을 전혀 미치지 않았다고 보다, 적어도 올해는 인플레이션 우려가 더 핵심이라는 것
- 구조적 금리 상승 압력은 계속될 것이며 금리가 많이 하락할 것으로 기대하기도 어려움. 하지만 인플레이션이 안정으로 금리 인상이 시장에 반영된 수준에 머물 가능성이 높아진다면 장기금리는 당분간 안정을 찾을 것으로 예상함

팬데믹 이후로 보면 구조적인 압력이 작용한 것은 맞음

(%, 2020년 이후)

ACM 기간 프리미엄 변동(2020~)

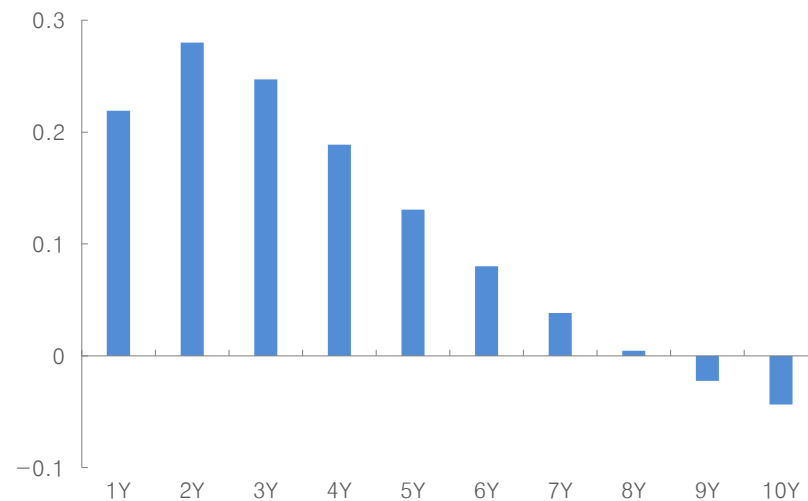


자료: NY Fed, 대신증권 Research Center

하지만 올해 기간 프리미엄 상승은 단기에 집중, 10년은 오히려 하락

(%, YTD)

ACM 기간 프리미엄 변동(2026)



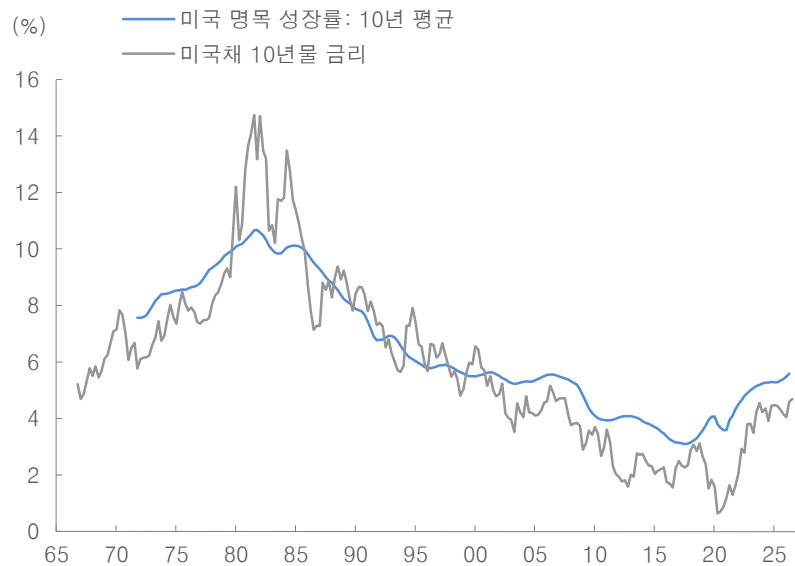
자료: NY Fed, 대신증권 Research Center

5%를 정당화하는 요인들

구조적 요인과 경기 사이클 모두 높은 금리를 정당화

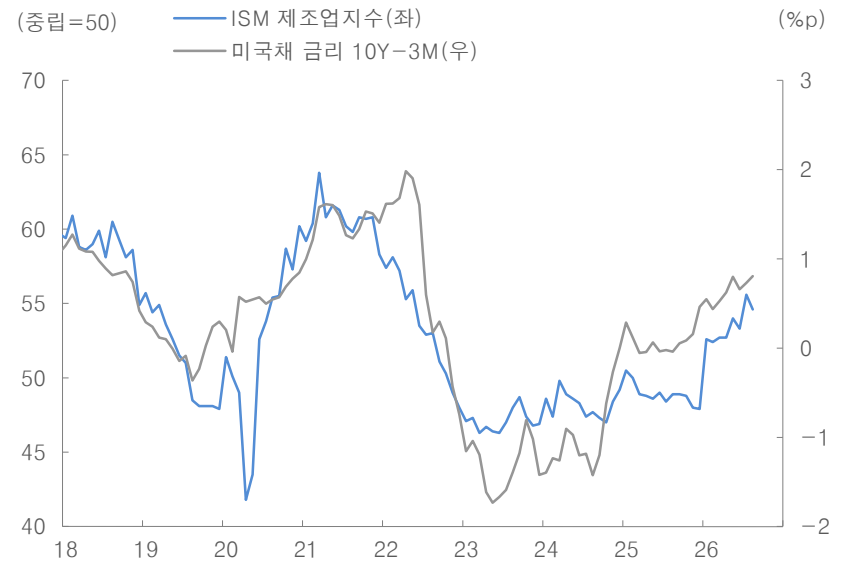
- 현재 미국채 10년물 5%를 정당화하려는 가장 대세 논리는 명목성장률임. 미국채 10년 금리는 명목성장률의 장기 평균과 매우 밀접함
- 팬데믹 이후 미국 명목성장률의 추세 자체가 바뀐 것을 감안하면 현 금리는 이상하지 않음. 올해 2분기 기준 미국 명목성장률은 +6.5%
- 그러나 구조적인 요인 외에도, 현 경기 사이클 또한 장기금리 레벨을 정당화하는 측면 있음. 지난해 이후 장단기 금리 스프레드의 확대는 경기 반등을 반영
- 해당 관점으로 보면, 향후에도 장기 금리 상승이 수요 확대를 동반해 상승한다면 주식시장에 무조건적인 악재는 아님

명목성장률 감안하면 현 장기금리 수준은 크게 이상하지 않아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

지금 금리 상승에는 경기 호조가 반영된 상태



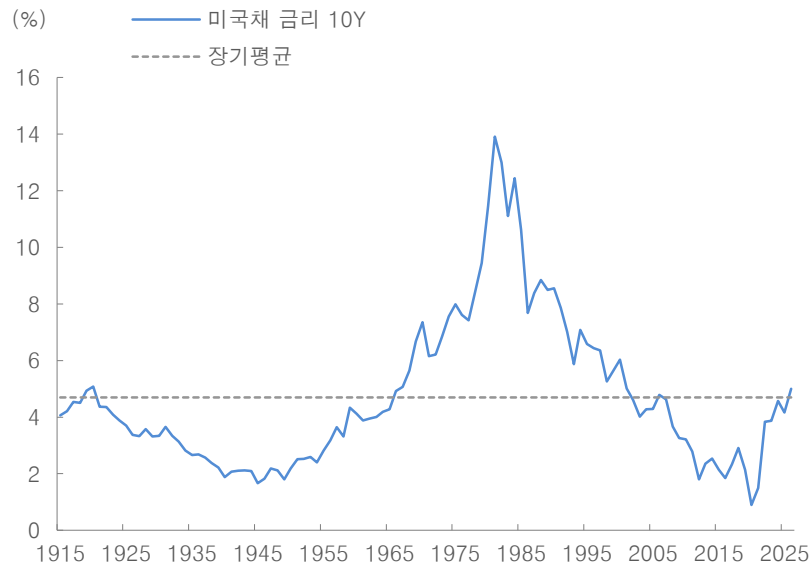
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

5%가 정상이라는 시각

현재의 금리와 물가는 그저 역사적 평균 수준

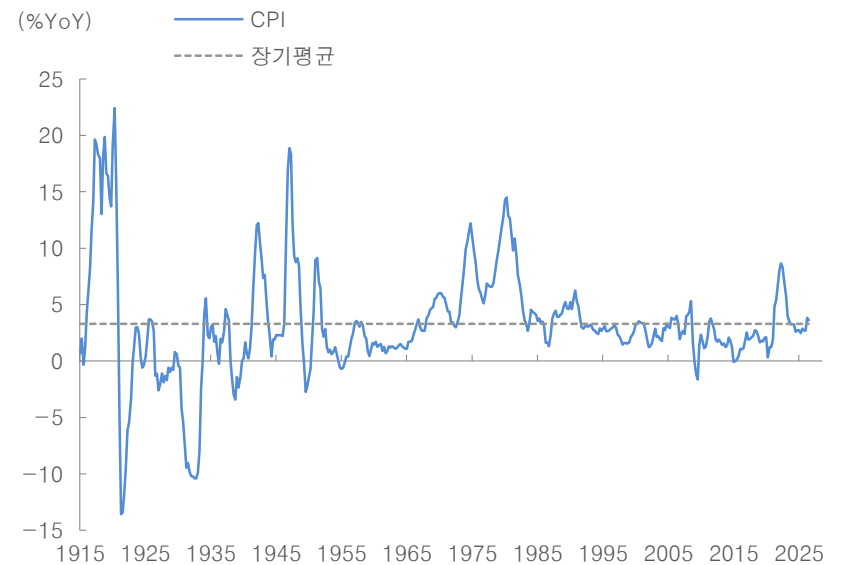
- 가장 단순하게는 현재 인플레이션과 금리가 역사적 평균 수준이기 때문에 특별할 것이 없다는 시각도 존재함
- 미국 장기채 금리의 장기 평균은 4~5%이며, CPI 역시 3% 내외가 장기평균임
- 이러한 시각에서 보면 지난 2010년대가 유례 없는 저물가-저금리 시대였을 뿐, 지금은 뉴노멀이 아니라 그냥 노멀로 회귀한 것

미국 장기금리는 장기 평균 수준



자료: NBER, CEIC, 대신증권 Research Center

인플레이션도 장기 평균 수준



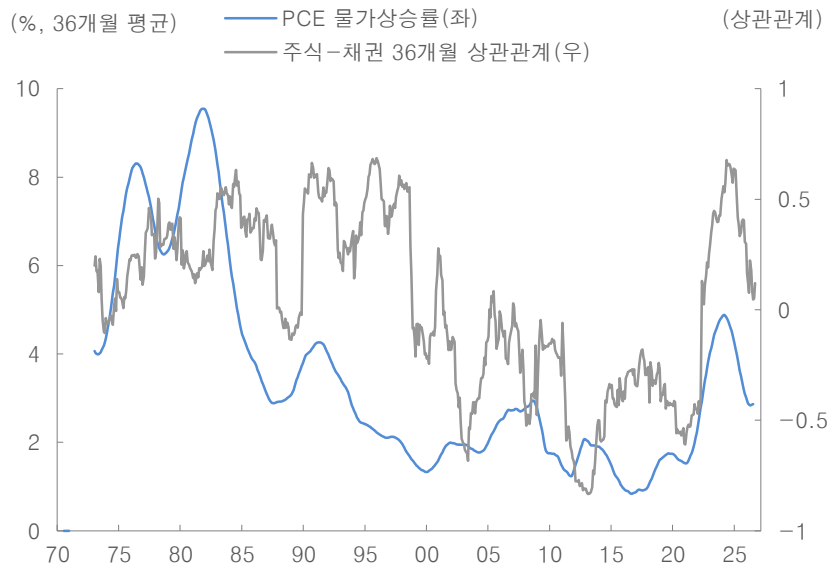
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

더 이상 주식의 헷지 자산이 아니라는 논리

채권의 헷지 역할 축소 → 채권 수요 감소(?)

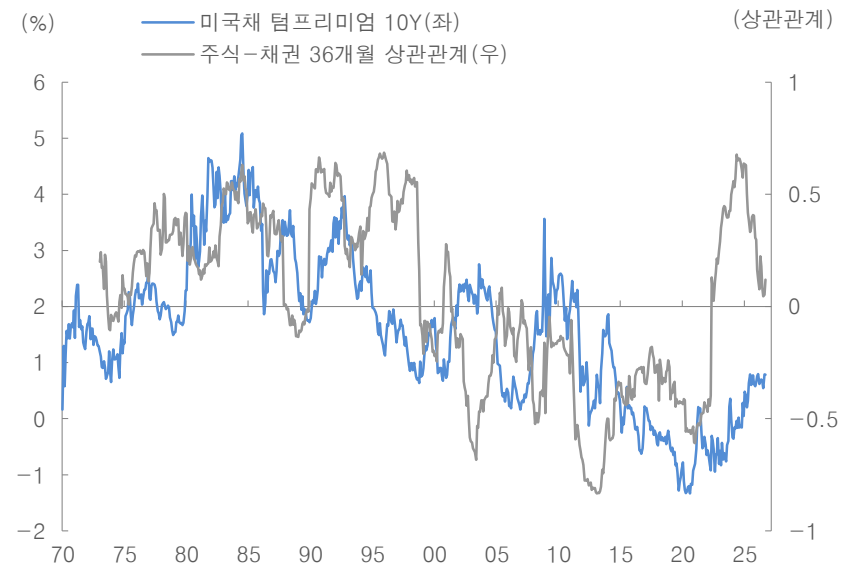
- 장기 금리의 구조적 상승을 주장하는 논리 중 하나로 주식과의 상관관계 반전도 존재
- 팬데믹 이후 글로벌 인플레이션 국면이 찾아오면서, 주식과 채권의 상관관계가 양(+)으로 반전되며 자산 배분 관점에서 채권의 헷지 역할이 축소됨
- 이는 채권 수요를 감소시키고, 감소한 헷지 역할을 충당하기 위해 장기채에 더 많은 기간 프리미엄을 요구하게 됨

팬데믹 이후 인플레이 국면에서 주식-채권 상관관계 (+) 전환



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

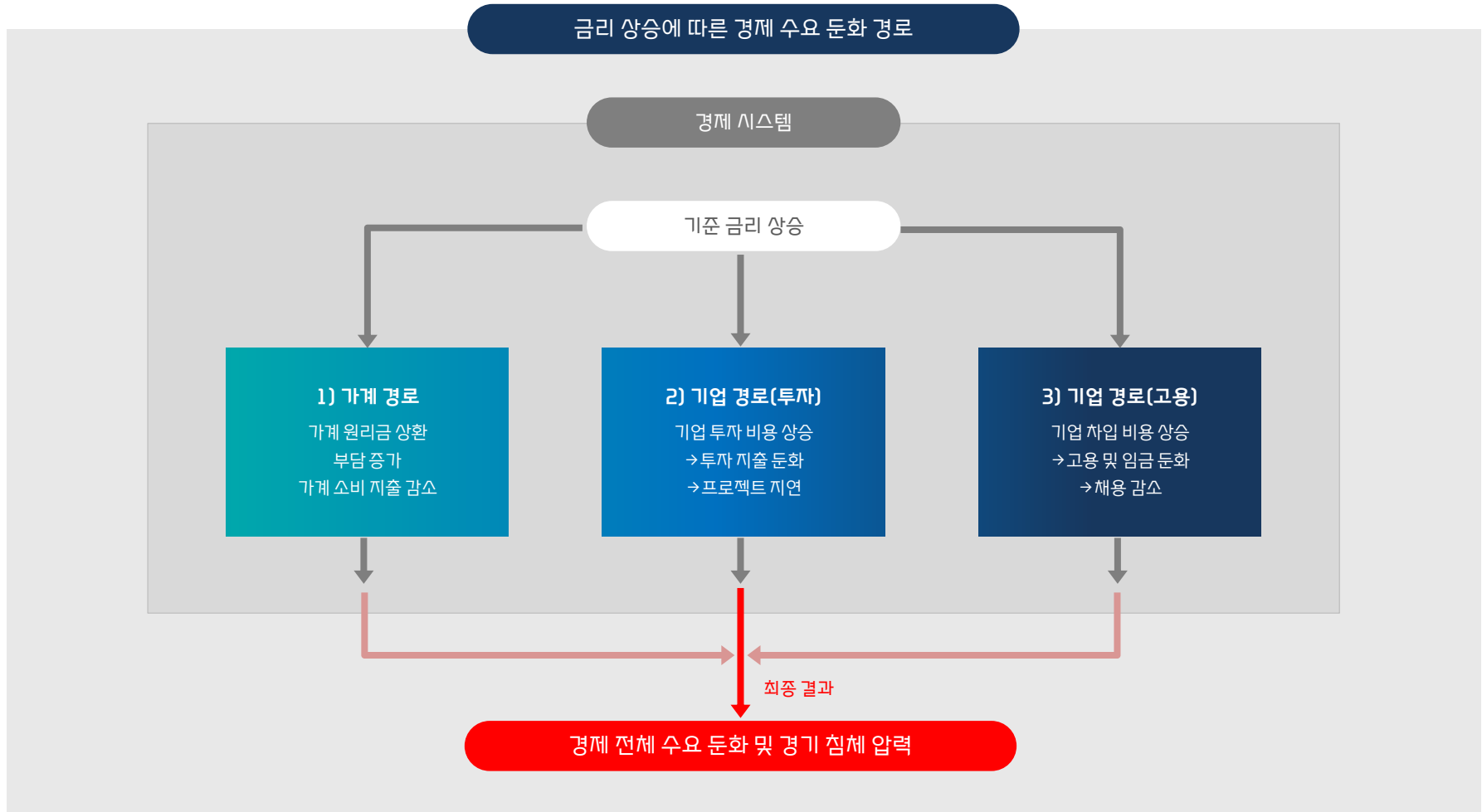
이는 텀 프리미엄 확대와도 맞닿아 있어



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

II. 고금리를 버텨낼 미국

금리 상승은 어떻게 경제를 둔화시킬까?

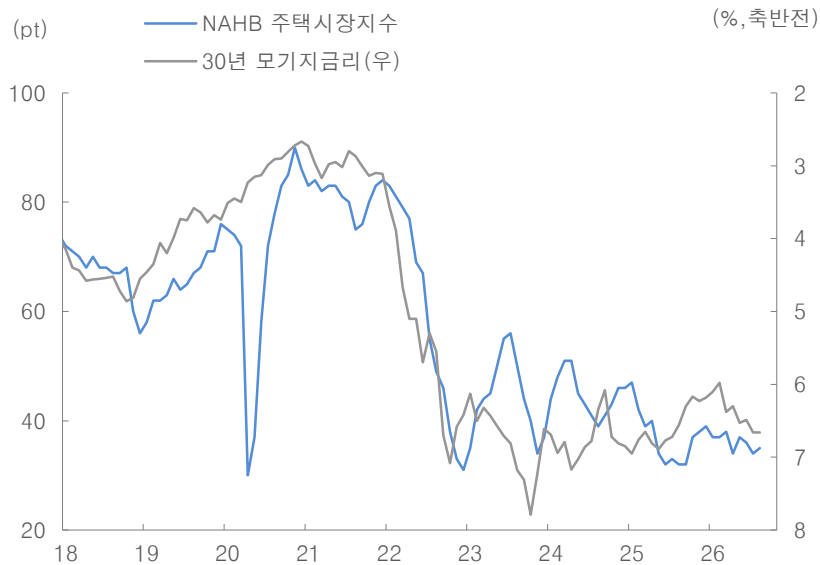


이미 나쁜 주택시장

모기지 금리 7%가 심각한 '추가' 충격은 아님

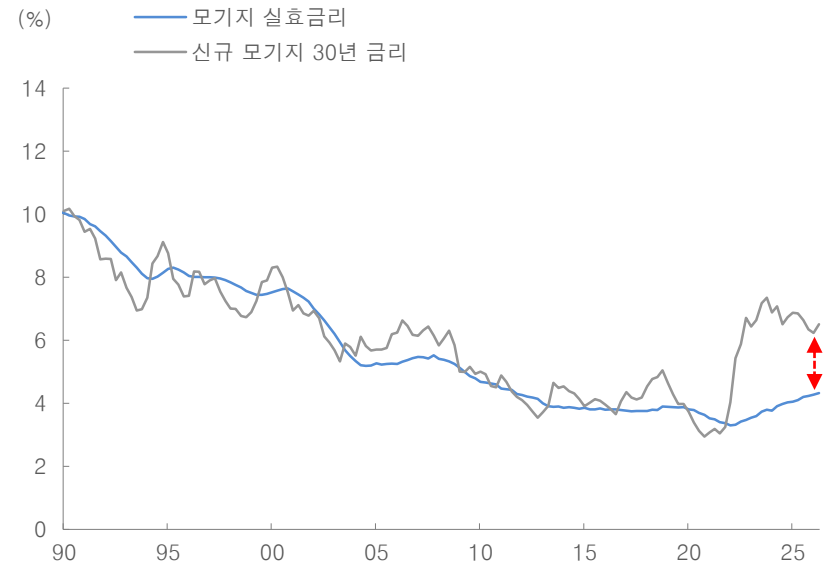
- 장기금리 상승으로 가장 쉽게 떠올릴 수 있는 분야는 주택시장. 하지만 최근 장기금리 상승이 주택시장에 악재는 맞지만, 심각한 '추가' 충격은 아님
- 미국 주택시장은 이미 2023년 이후 장기 침체 국면에 머물러 있음. 그 원인은 1) 공급 부족과 2) 고정금리 차입에 따른 거래 부족임
- 모기지론의 실효금리는 2021년을 저점으로 상승 중이나, 시장 금리에 비해 그 속도는 매우 완만함. 아직도 많은 대출이 팬데믹 전후 저금리에 고정됨
- 모기지 금리가 다시 7%로 올라선다고 해서, 주택 투자가 더 심하게 나빠지거나 가계의 이자 부담이 기존 보다 급격하게 늘어날 가능성은 희박함

2023년부터 이미 나뉘었던 주택시장



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

가계 이자부담이 갑자기 빠른 속도로 상승하지는 않을 것



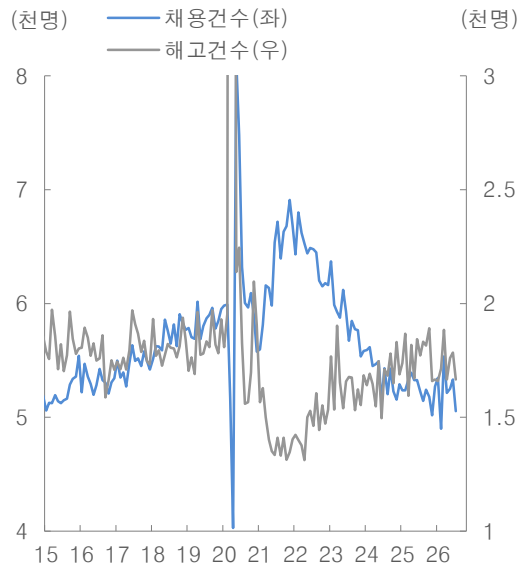
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

고용 시장도 여전히 견고

식은 것은 맞지만 나쁜 것도 아냐

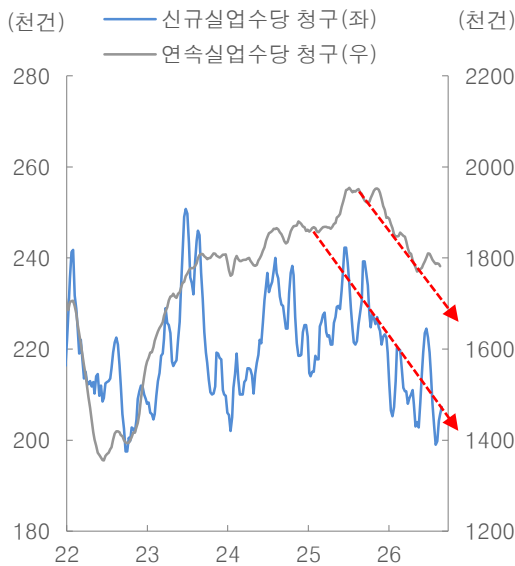
- 고용 시장도 아주 강하다고는 볼 수 없으나, 저고용-저해고 상태에서 나름의 균형을 이루고 있음
- 여기에 올해 들어 해고 관련 데이터들이 눈에 띄게 개선됨. 이민자 통제로 양적인 지표가 부진한 것을 제외하면 뚜렷한 위축 신호는 없음
- 특히 미국 고용 중 가장 시클리컬하다고 볼 수 있는 제조업/건설업 부문의 고용은 데이터센터 열풍 등에 오히려 호조를 보이는 중

여전히 저고용 저해고



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

실업수당 청구건수는 오히려 감소 추세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

감원계획도 테크 빼면 오히려 줄어



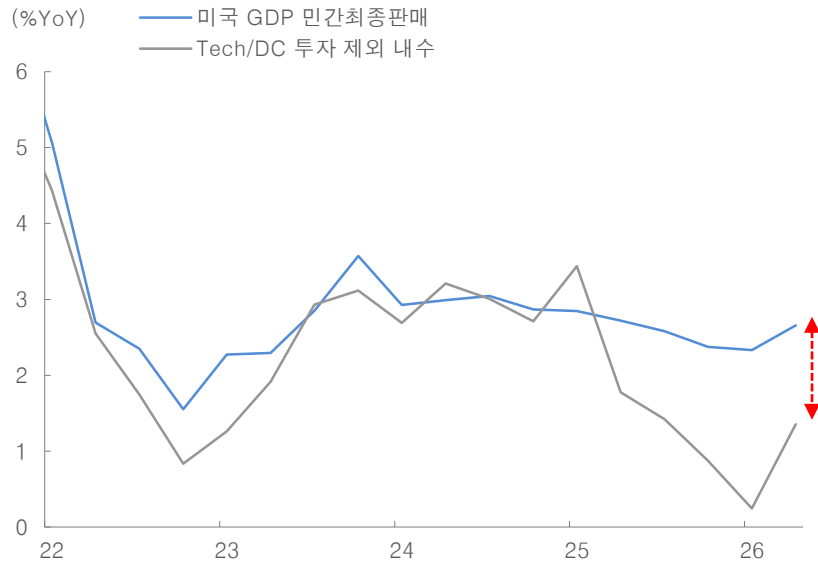
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

AI가 성장을 주도하는 데 동의한다면

지금 미국 경제를 이끄는 것은 금리에 민감하지 않은 섹터

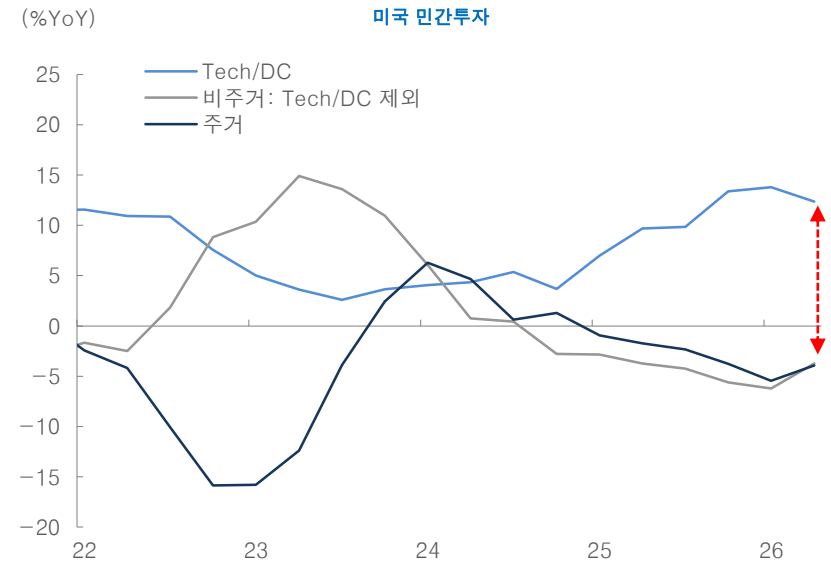
- 미국 민간 부문은 2~3% 수준의 성장을 꾸준히 유지하고 있지만, 지난해부터 AI 관련 투자를 제외하면 성장 모멘텀이 눈에 띄게 약화됨
- 특히 투자를 부문별로 나누어 보면 양극화가 더 뚜렷함
- 즉 지금 미국 경제 성장을 주도하는 부문, 특히 AI는 금리에 민감한 섹터가 아님. 금리에 민감한 섹터는 이미 부진했음. 최근 시장금리나 정책금리 인상으로 미국 경기가 당장 꺾일 리스크는 낮음

민간의 성장 동력은 Tech 제외 시 미진해



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

투자도 Tech – Non Tech 간 양극화 심화



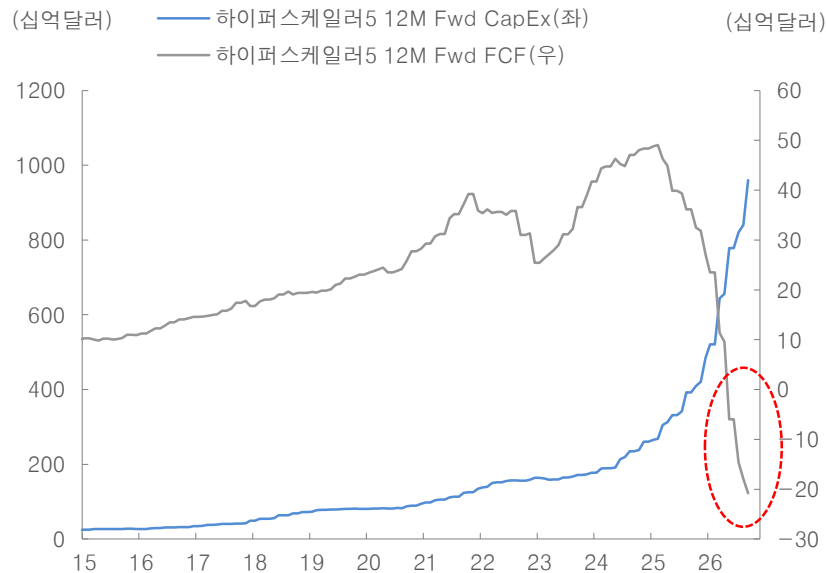
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

금리와 AI 투자

채권 발행 확대에 갑자기 금리가 중요해진 빅테크

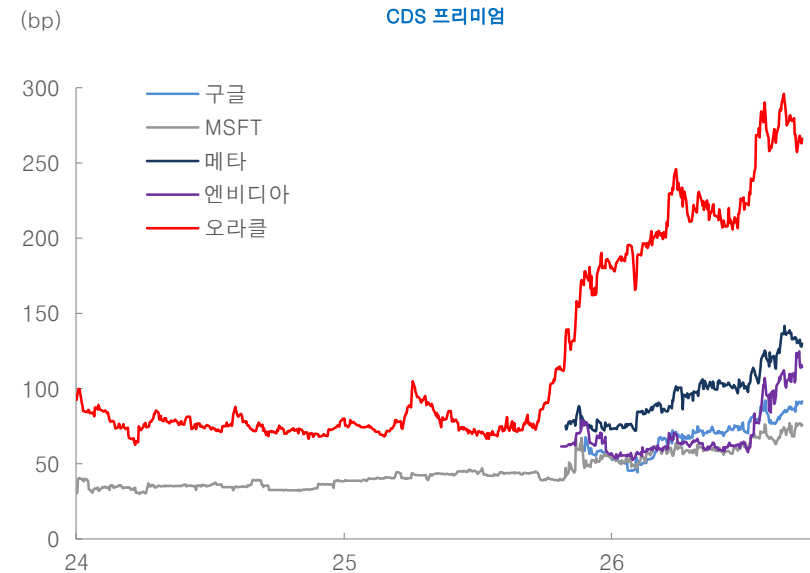
- 장기금리 상승이 주식시장의 불안을 키웠던 원인 중 하나는 빅테크 업체들의 AI 투자 지속 가능성 여부임
- 하이퍼스케일러들이 잉여 현금흐름을 넘어서는 수준으로 투자에 나서면서 올해 들어 채권을 적극적으로 발행하고 있음
- 우량 기업들의 이러한 대규모 채권 발행이 시장 금리를 밀어 올리는 영향도 있겠으나, 동시에 금리 상승이 지속될수록 해당 기업들의 이자 부담이 증가하고 결국 투자에 영향을 미칠 수 있다는 우려도 작용함

하이퍼스케일러 잉여현금흐름 마이너스(-) 전환



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

AI 관련 주요 기업들의 CSD 프리미엄은 올해 들어 상승세



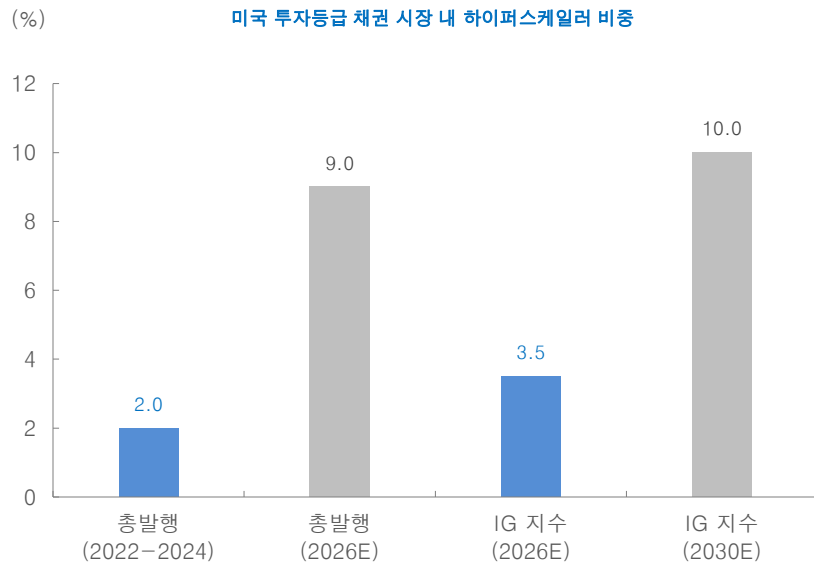
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리 수준 보다는 쏠림의 문제가 더 커

빅테크의 금리 부담보다는 채권 시장의 소화력이 문제

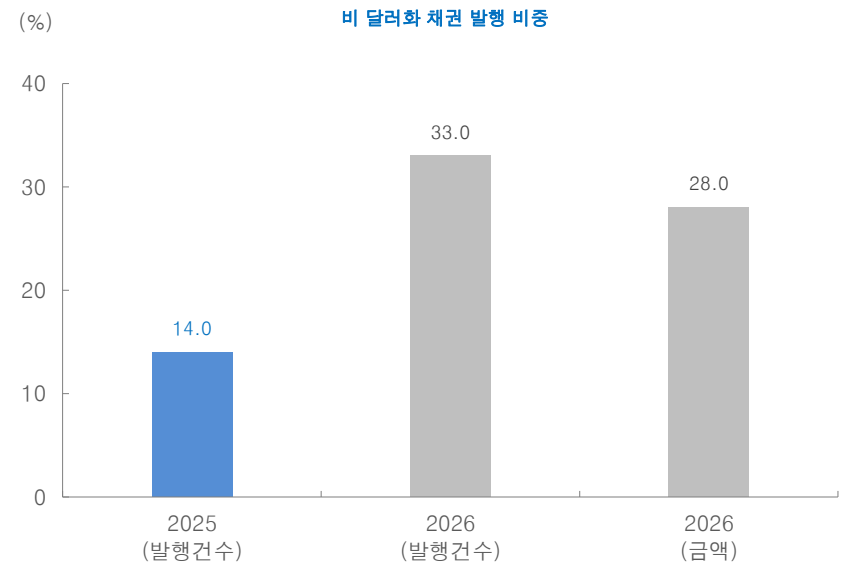
- 그러나 오라클을 제외한 하이퍼스케일러들의 재무 건전성과 막대한 현금 창출 능력을 감안하면, 일정 수준의 시장 금리 상승이 이들의 재무 상태에 심각한 부담으로 이어질 가능성은 낮음
- 채무상환 능력 보다는 미국 채권 시장 내에서 하이퍼스케일러를 비롯한 AI 기업들의 집중도가 너무 커지는 것이 문제. 즉 최근 AI 기업들의 청약 배수 하락이나 스프레드 확대 등은 발행자의 건전성 우려 보다는 시장 소화력의 부담이 더 크게 나타나는 것으로 볼 수 있음
- 이에 아마존/구글 등을 비롯한 AI 기업들은 비 달러화 시장이나 사모 시장 등으로 자금 조달 방법을 다변화 중

미국 채권 시장 내 하이퍼스케일러들의 비중 빠르게 상승



자료: JP Morgan, 대신증권 Research Center

비 달러화 발행 비중을 확대 중



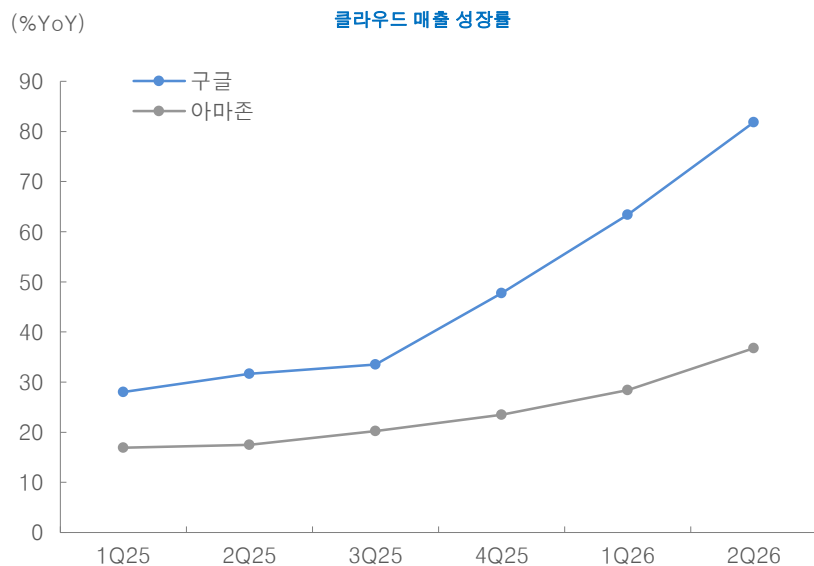
자료: TwentyFour AM, JP Morgan, 대신증권 Research Center

금리는 계속 높아, 결국에는 수익으로 보여줘야

결국 기업들이 수익성을 증명해야

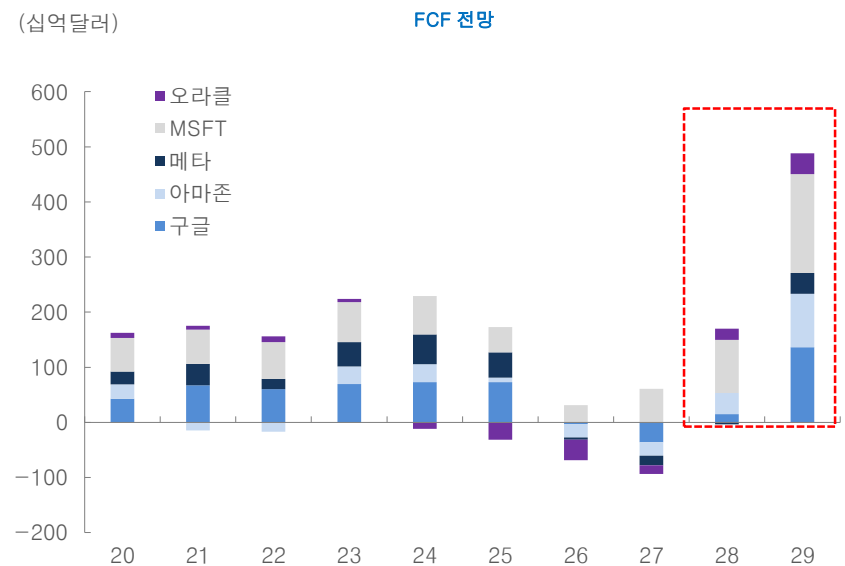
- 빅테크 업체들의 채권 발행이 장기 국채 시장 규모의 10%에 육박하는 수준임을 감안할 때, 이들의 재무 부담과 별개로 채권 공급에 의한 기저의 장기금리 상승 압력은 쉽게 사라지지 않을 것
- 하지만 단순히 생각해 보면, 금리가 높아진다고 하더라도 기업은 투자를 통해 차입 비용을 넘어서는 이익을 창출할 수 있으면 돈을 빌리는 것이 합리적
- 결국 주식시장 입장에서는 산업의 성장성과 수익성이 중요함. 아직까지 AI 산업은 매우 높은 성장성을 보여주고 있음. 6~7%로 조달해 30%의 마진을 남기고 매출 성장 속도는 오히려 더 빨라짐
- 금리가 어느 정도 안정을 찾고 나면, 시장의 관심은 AI 생태계가 높은 성장성과 수익화 능력을 증명할 수 있는지로 다시 이동할 전망

구글/아마존 클라우드 매출 성장률은 오히려 가속화



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

시장 컨센서스는 잉여 현금흐름은 2028년부터 다시 (+) 전환



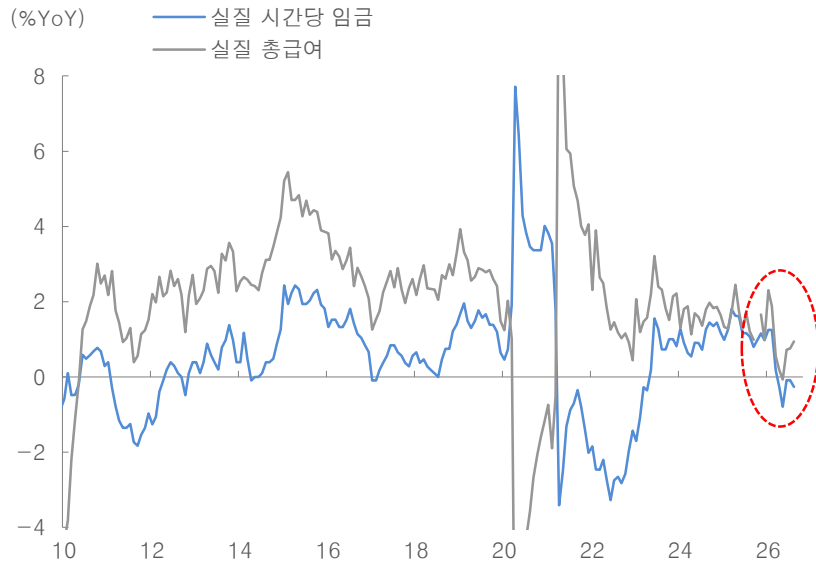
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

지금은 유가가 제일 중요

유가가 경기와 장기금리를 결정

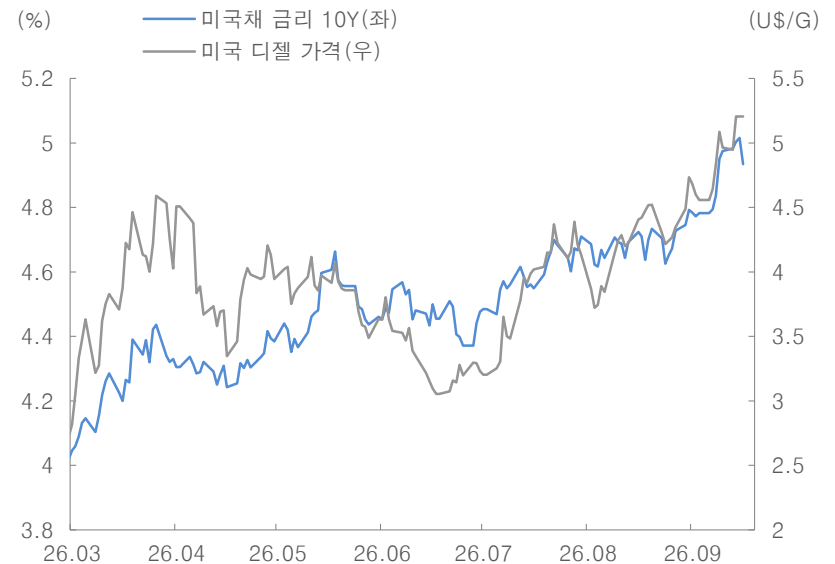
- 미국 소비는 아직까지 양호한 증가세를 유지 중이나, 마냥 안심할 수 있는 상황도 아님
- 3월 이란 전쟁 발발 후 에너지 가격이 상승하면서, 미국 노동자들의 실질소득이 빠르게 둔화됨. 미국 가계는 이미 2년 동안 소득이 증가하는 속도보다 더 빨리 지출을 늘리고 있음
- 정책금리 인상은 신용카드, 오토론 등을 통해 소비에 영향을 줄 것. 하지만 유가가 더 급등할 경우 가계의 소득 잠식과 추가 금리 인상 위험이 커짐. 현 시점에서 소비 모멘텀이나 장기금리 향방을 가로짓는 것은 오히려 에너지에 달려있음

노동자들의 실질소득 증가세 둔화 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 총급여는 취업자 수 x 노동시간 x 시간당 임금

전쟁 발발 후 에너지 가격에 연동된 미국채 금리



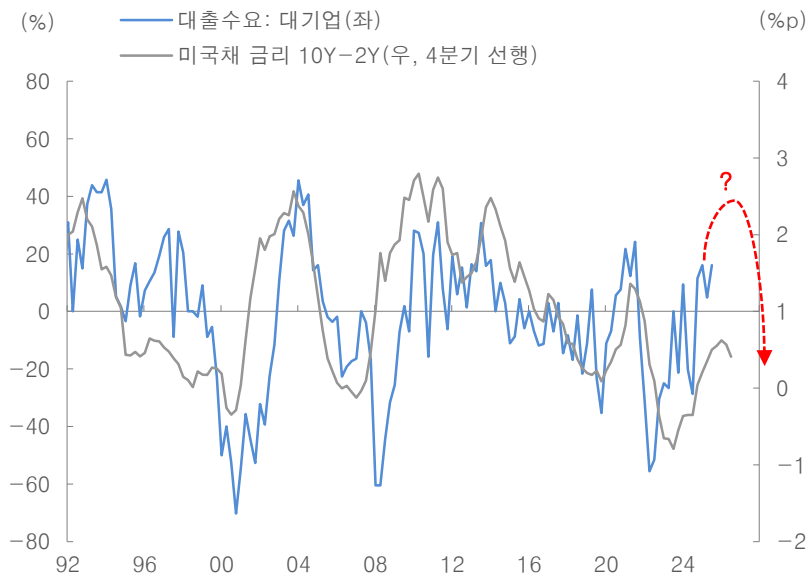
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

어쨌든 Slow down

경기 하강 보다는 모멘텀의 완만한 둔화

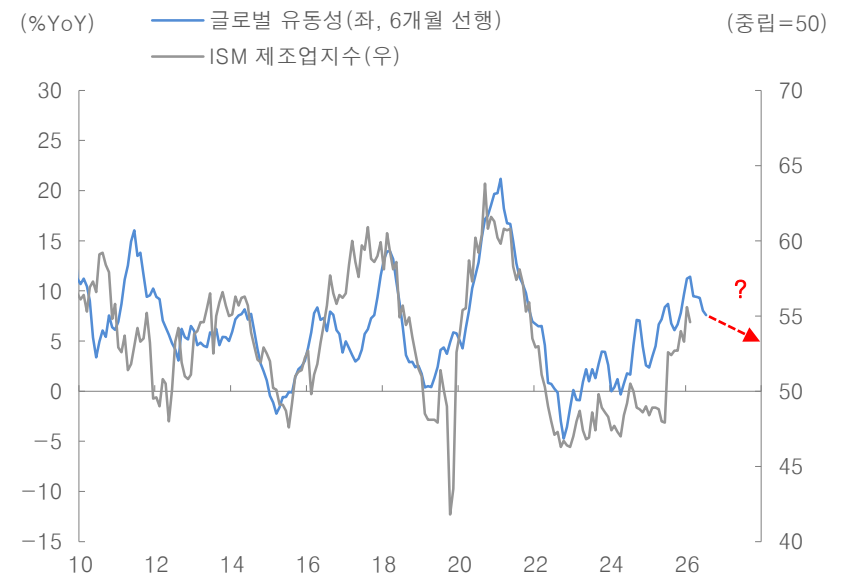
- 연준이 인플레이 대응을 위해 연말-연초까지 50-75bp의 금리 인상을 단행한다면, 이는 결국에는 시차를 두고 경기를 일부 둔화 시킬 것
- 연준 외에도 글로벌 중앙은행들이 일제히 긴축에 나서면서, 유동성 환경도 점차 고점을 통과할 전망
- 그러나 기본적으로 정책금리 인상 폭이 과도하지 않음을 감안하면, 경기 하강 보다는 모멘텀의 완만한 둔화 가능성이 높다고 판단함

대출 수요는 시차를 두고 둔화 예상



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

유동성 사이클 고점 통과 조짐, 제조업 경기도 점차 따라갈 가능성



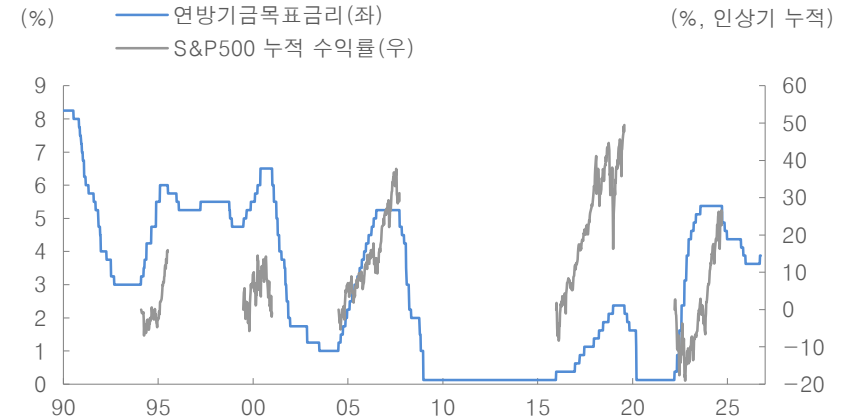
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그렇다고 경기 둔화가 즉각적인 하락장을 의미하지는 않아

침체가 아닌 둔화 국면에서는 주가 상승 유지

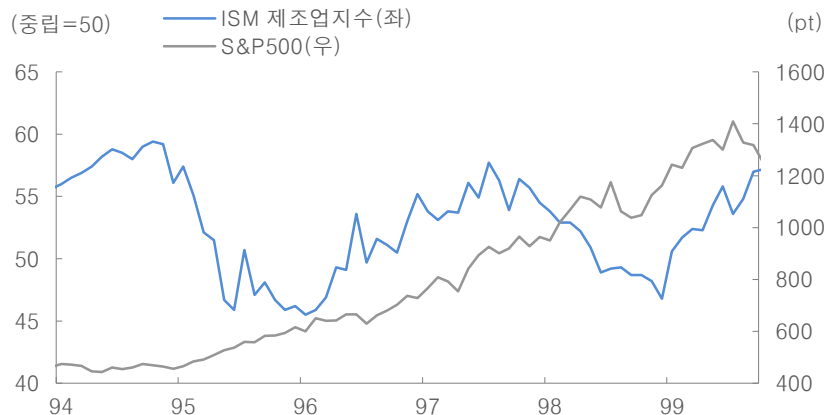
- 그러나 경기 둔화가 즉각적인 반드시 즉각적인 증시 하락을 의미하는 것은 아님
- 연준의 금리 인상은 기본적으로 경제의 수요가 강한 상태에서 시작함. 과거 금리 인상 사이클 막바지까지 주가는 대부분 상승세를 이어감
- 경기 사이클을 보더라도 경기 둔화가 리세션으로 이어지지 않는 한 미국 주가는 상승세를 이어갔음

과거 금리 인상 사이클 후반까지 주가는 대부분 상승



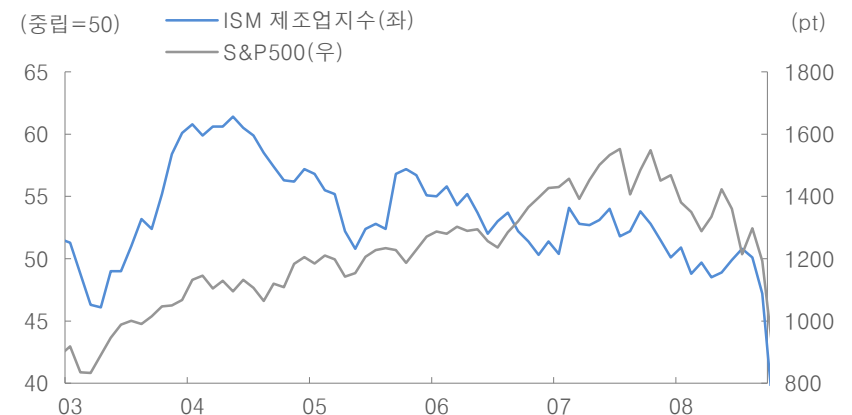
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

90년대 중후반 경기 사이클 둔화에도 상승장 유지



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2000년대 중반도 마찬가지



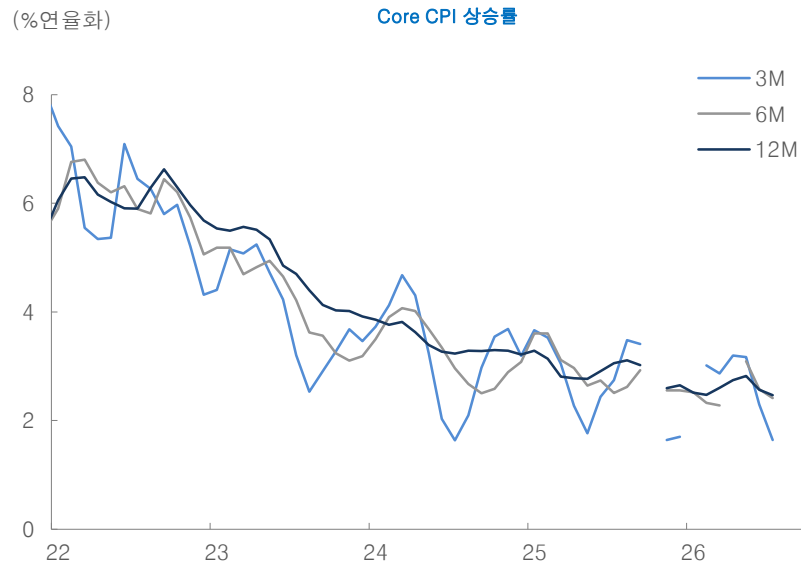
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

인플레이션, CPI vs PCEPI

CPI와 PCEPI의 괴리는 여전

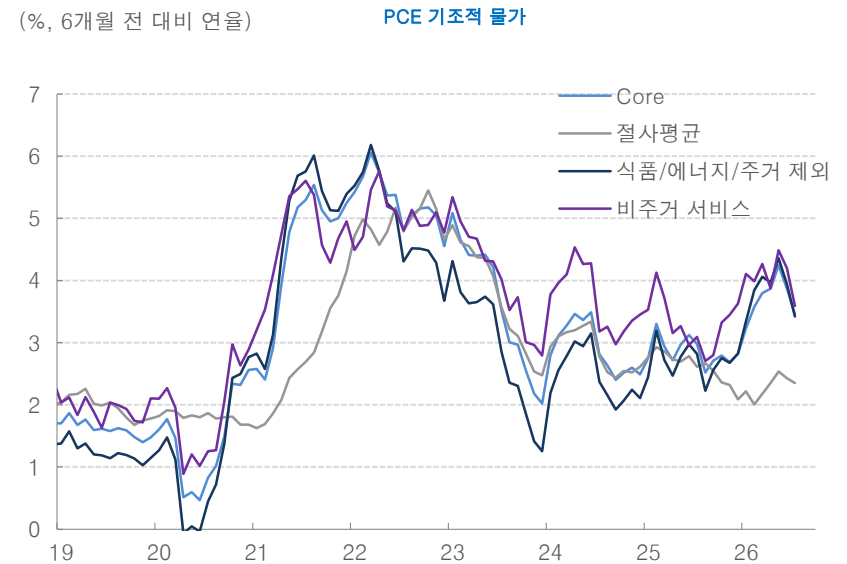
- Core CPI는 8월 +2.4%YoY까지 둔화해 디스인플레이션 추이가 뚜렷함. 우려했던 에너지 가격 상승에 따른 파급효과는 아직(?) 나타나지 않았음
- 반면 연준의 공식 타겟팅 지표인 PCE물가를 보면 최근 모멘텀이 약화된 것은 맞지만, CPI 만큼 매끄럽게 둔화되지 못함
- 지난 8월 잭슨홀 미팅에서 워시 의장은 그간의 어물쩍한 스탠스를 버리고 연준의 인플레이션 목표는 PCE 물가임을 재확인
- 연준이 CPI에 가중치를 두었다면 이번에 금리를 굳이 인상할 이유가 없었음. 지금은 PCE물가에 집중해야 함

안정 추세가 뚜렷한 CPI 인플레이션



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

PCE 물가 기준으로 보면 다름



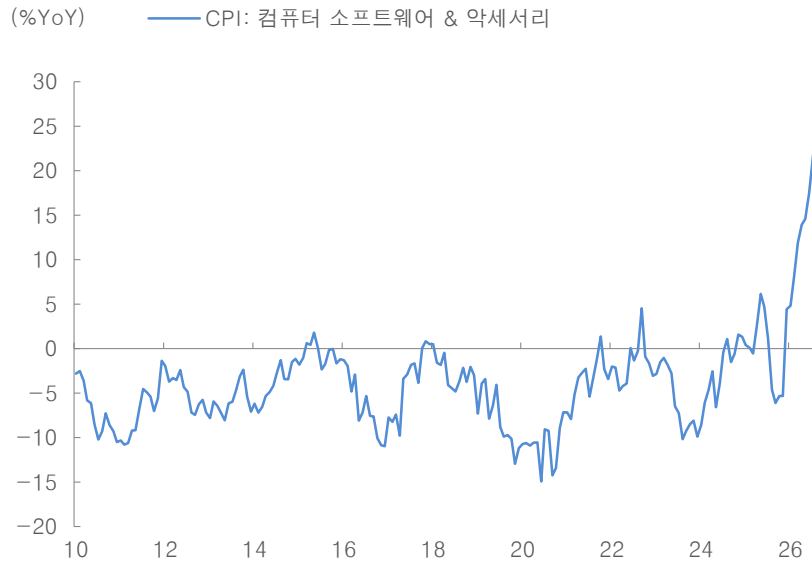
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

PCE 물가 왜곡은 곧 해소

통계 측정 방식 변화로 PCE 인플레이션 추세 안정화

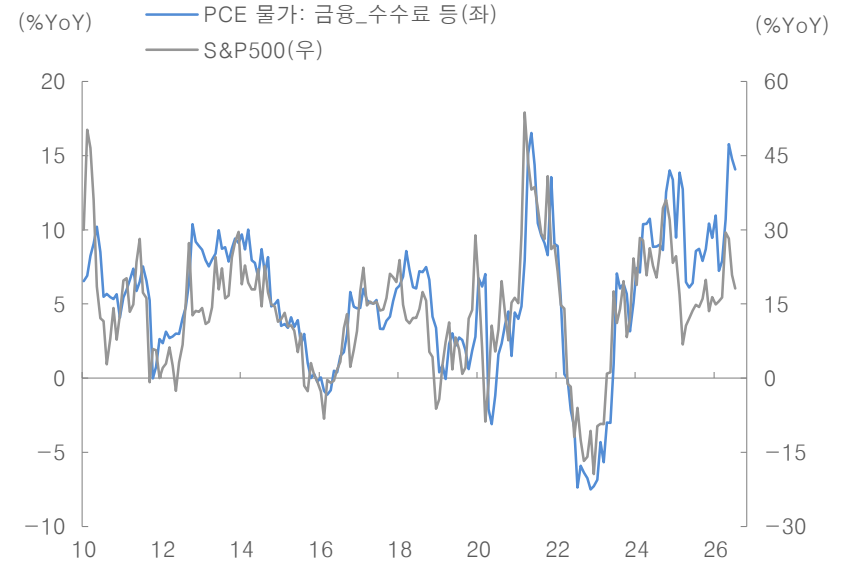
- 일반적으로 CPI 인플레이션은 PCE 인플레이션보다 낮게 측정되나, 최근 들어서는 PCE 인플레이션이 더 높은 현상이 장기화
- 이는 집계 품목들의 범위나 가중치 때문인데, 가장 대표적인 것은 올해 들어 전년비 +25% 가량 급등하고 있는 소프트웨어 물가임. 이 품목은 CPI에서는 극히 미미한 비중만을 차지하나, PCE에서는 훨씬 높음
- PCE물가에서 자주 언급되는 '비주거 서비스' 물가를 밀어올리는 대표적인 품목은 금융 수수료. 이는 비시장성 품목인 탓에 주가가 오르면 따라서 상승함
- 오는 9월 30일 BEA는 PCE 물가 내에서 이러한 품목들의 왜곡을 수정할 예정. 이로 인해 Core 인플레이션이 20~30bp 하락할 가능성이 제기됨

칩플레이션을 반영 중인 컴퓨터 소프트웨어 물가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주가 오르면 따라 오르는 금융수수료 물가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

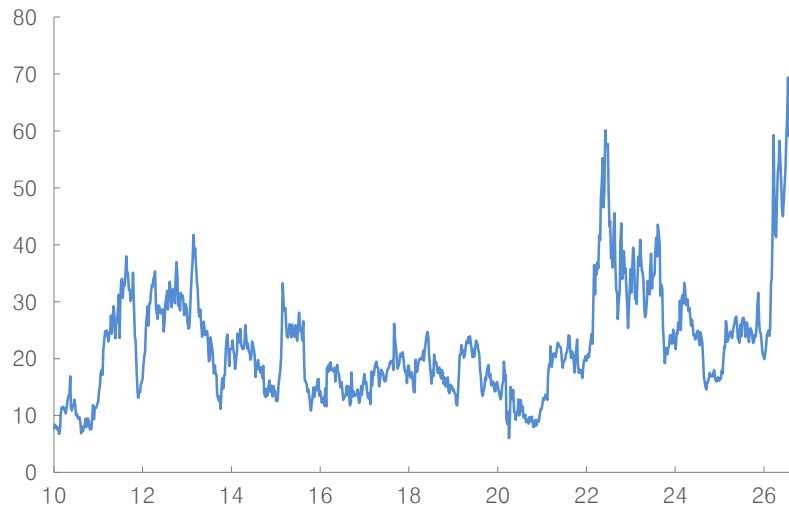
너무 안심해서도 안돼

전쟁의 파급효과 전혀 없을 거라 단정지을 수는 없어

- 9월 말 통계 수정이나 관세 영향의 감소 등을 고려하면, 인플레이션은 속력의 문제일 뿐 방향은 위보다는 아래를 향할 가능성이 높음
- 하지만 전쟁의 파급효과가 없을 것이라고 단정지을 수도 없음
- 예컨대 정유시설 생산 차질 탓에 크랙 스프레드는 러-우 전쟁 당시를 넘어섬. 유가가 하락해도 에너지 소매가격은 예상보다 크게 안정되지 않을 수 있음
- 마찬가지로 중동 전쟁에 따른 공급망 차질이 장기화되는 점도 결국에는 시차를 두고 인플레이션에 영향을 미칠 수 있음

러-우 전쟁 당시를 넘어선 크랙 스프레드

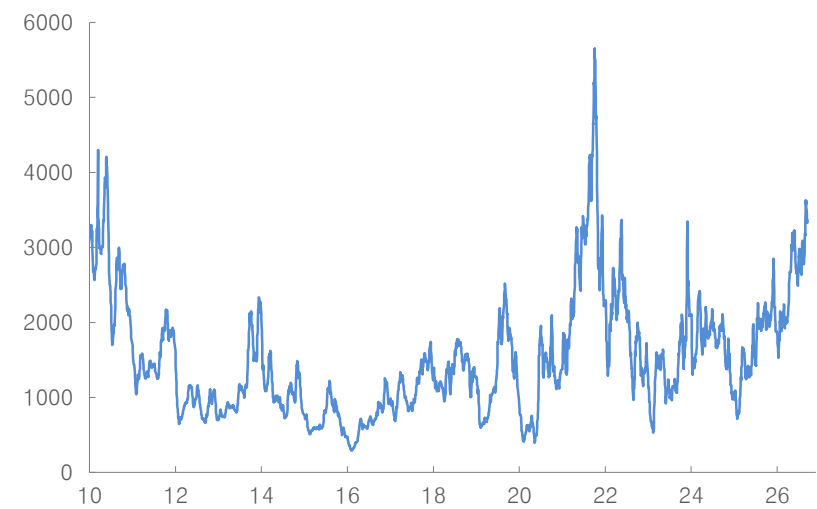
(달러) — 321 크랙 스프레드



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

물류비용도 빠르게 상승 중

(Index) — BDI



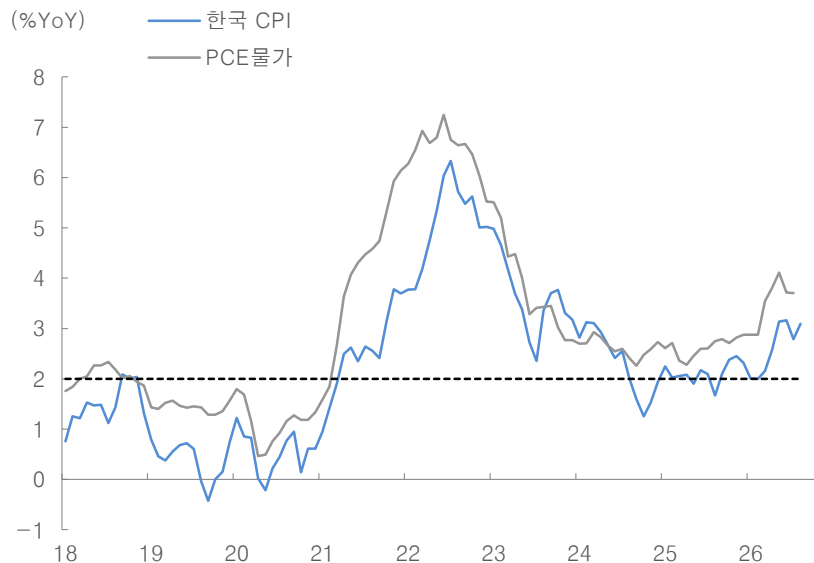
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

연준의 완화 편향은 정말 사라졌나

2.6%에 선제 대응하는 한국, 2.8%도 나쁘지 않다는 미국

- 신현송 한국은행 총재는 8월 기준금리 백투백 인상 후 인플레이션 압력에 선제적 대응을 강조. 당시 한국 Core CPI 상승률은 +2.6%YoY 였음
- 반면 월러 연준 이사는 9월 초 조건부 금리 동결 가능성을 언급하며 Core PCE 물가가 3개월 연율 기준 +2.8% 상승도 나쁘지 않다고 발언함
- 물론 인플레이션의 추세가 다소 다르긴 하나, 워시 의장 말대로 연준은 2021년 이후 물가 목표를 달성한 적이 없음
- 이는 이번 금리 인상에도 불구하고 연준 내 여전히 완화 편향이 남아 있음을 보여줌

한국은 미국과 달리 팬데믹 이후 목표 물가 달성



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

신현송 총재와 대비되는 월러 이사의 발언



"마침내 디스인플레이션의 징후들을 보기 시작..."

"8월 Core PCE물가 3개월 연율 +2.8% 상승도 괜찮아"



"선제적 대응 통해 물가 확산 방지할 필요..."

"호미로 막을 것을 가래로 막는다... 이번엔 호미로 막은 것"

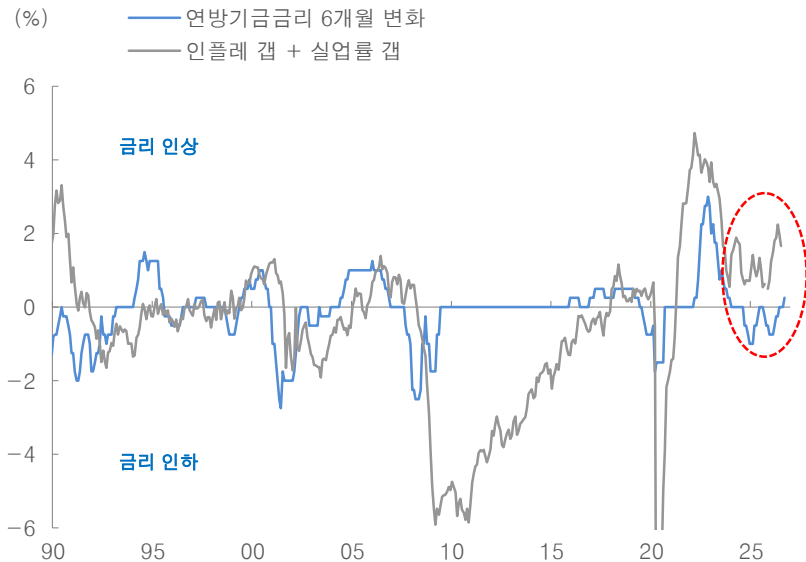
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

연준 스탠스 변화 기준을 짐작해보기

Core PCE 물가 6개월 상승률 2%대 진입

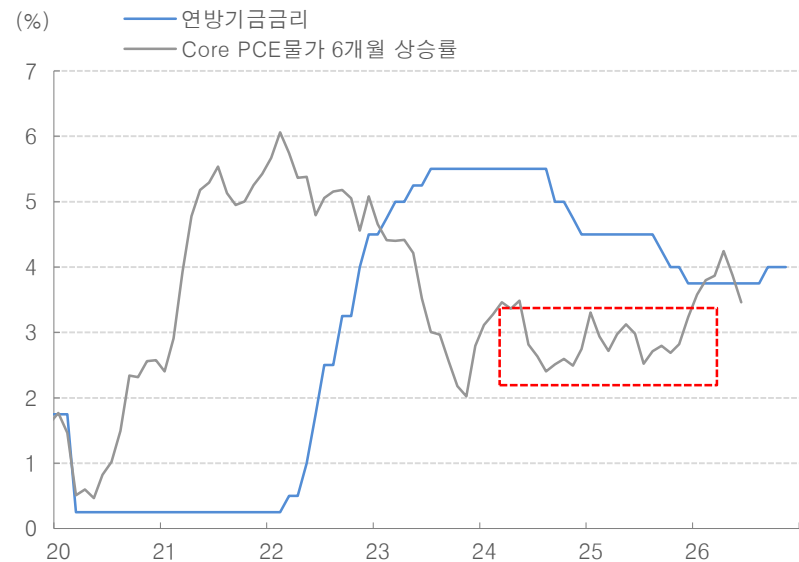
- 지난해 연준은 인플레이와 실업률을 고려할 때 금리를 인하할 이유가 없었으나, 고용 지표의 양적 둔화에 반응해 75bp 인하 단행
- 연준이 단기적으로는 인플레이션 대응을 위해 매파로 돌변했지만 그간의 모습을 보면, 2% 인플레이를 위해 침체를 각오할 의지는 없어 보임
- 지난 2024-2025년 Core PCE 물가의 6개월 상승률이 2%대 중후반까지 둔화되었을 때, 연준은 고용 악화를 근거로 완화 편향을 보여 왔음
- 이러한 패턴은 향후에도 반복될 가능성. 따라서 미국 Core 인플레이션 6개월 상승률이 2%대에 진입할 때 연준의 매파 선택도 약해질 것으로 기대. 유가만 안정된다면 빠르면 내년 1분기 2%대 진입도 가능할 전망

지난해 세 차례 금리 인하는 실수였을 가능성



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

Core PCE 물가 6개월 상승률 2%대 진입이 관건



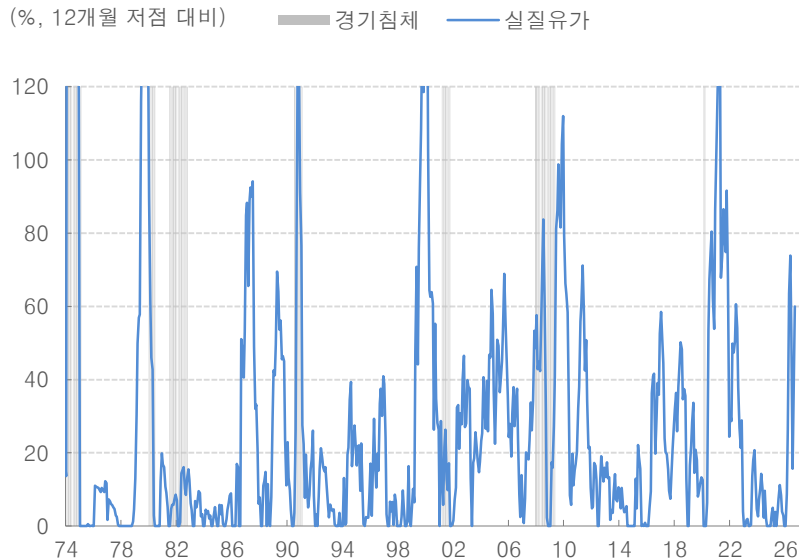
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

무엇을 보아야 할까(1) : 유가와 일드 커브

유가와 수익률 곡선 역전 여부

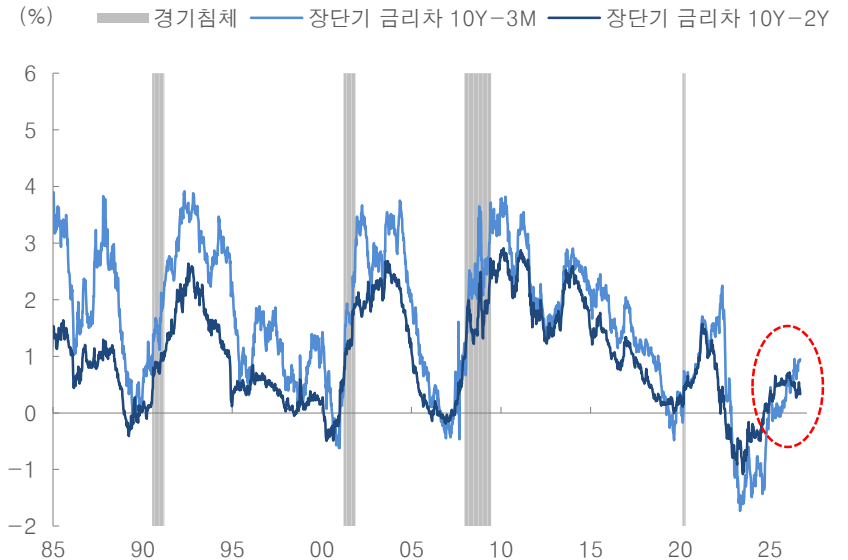
- 앞서 언급했듯 핵심은 향후 '경기 둔화'와 '경기 침체' 중 어디로 가느냐임. 침체의 명확한 트리거는 없지만, 현 국면에서 몇 가지 주목할 만한 지표들은 있음
- 가장 쉽게 생각할 수 있는 것은 유가임. 올해 전쟁 초기 브렌트유는 120달러 수준까지도 상승했으나 장기화되지는 않았음. 글로벌 경제의 원유 의존도가 낮아졌다고는 하나, 브렌트유 기준 120~130 달러 수준이 지속되면 연준의 최종금리 수준은 상승하고 경기는 빠르게 둔화할 위험이 높아짐
- 또 다른 지표는 장단기 금리차임. 미국 10Y-2Y 금리차는 한 달만에 30bp 가량 축소됨
- 장단기 금리 역전이 무조건 침체로 이어지는 것은 아니며, 금융위기 이후 커브 자체가 플랫해진 측면도 있음. 하지만 장단기 금리 역전이 발생하는 순간 적어도 시장의 침체 '걱정'은 한번 정도 부각될 수 있음

브렌트유 기준 120~130 달러 지속될 시 경제 부담 커질 전망



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

일드 커브 역전 시 침체 '우려' 심화 가능성



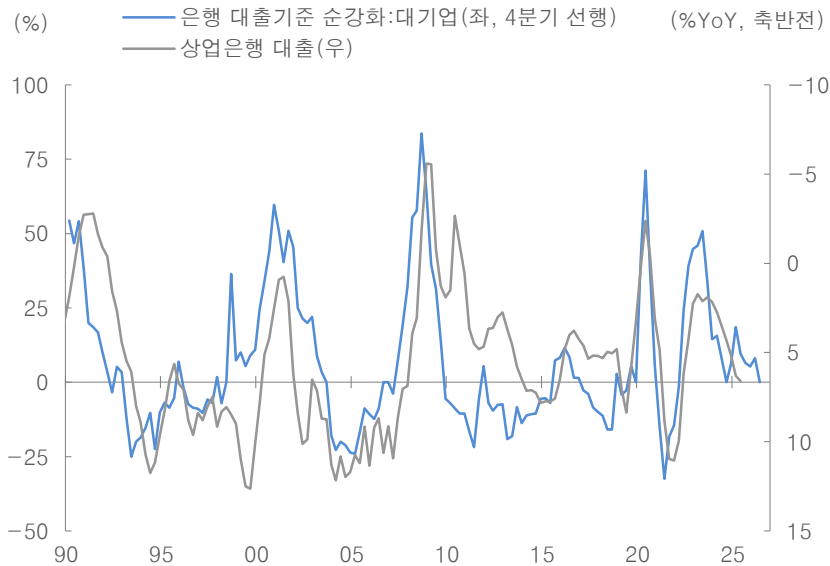
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

무엇을 보아야 할까(2) : 신용 여건

앞으로도 돈을 잘 빌려줄 것인가

- 금리 인상 후 주의 깊게 보아야 할 또다른 지표는 신용 여건의 변화임
- 그간 미국은 절대적으로는 낮지 않은 금리 수준에도 불구하고 신용 팽창이 꽤 강하게 나타났음. 결국 금융 상황의 완화/긴축을 결정하는 것은 신용 여건
- 연준이 금리를 인상하면 위험 선호 심리가 후퇴하면서 신용 여건이 위축되는 것 자체는 자연스러움. 하지만 그 속도가 지나치게 빨라지는 것은 침체 위험을 높이는 쪽으로 작용함
- 은행들의 대출 태도는 최근 중립 수준까지 개선되었고, 크레딧 스프레드는 Tech 부문에 가산 금리가 높아진 것을 빼면 역사적 호황을 지속 중. 두 지표가 둔화되는 속도에 주목할 필요가 있음

그간 은행 부문의 신용 여건은 완화되는 추세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

Tech 제외하면 크레딧 스프레드는 아직 매우 안정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

III . 원화, 길게 보면 여전히 하방 우위

180도 달라진 원화

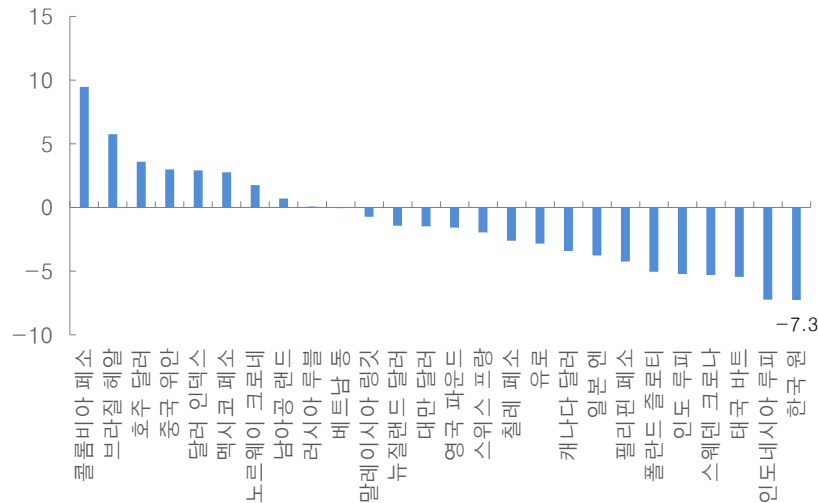
상반기 꼴찌에서 하반기 1등으로

- 올해 상반기와 하반기 원화는 전혀 다른 흐름을 보여줌
- 상반기 원화는 달러 대비 -7.3% 절하되며 주요국 통화 중 최하위권의 성적을 기록함. 고점 1,560원으로 금융위기 이후 최고치 기록
- 반면 하반기 들어서는 달러 대비 +10% 넘게 절상. 주요 통화 중 가장 큰 폭의 절상을 기록함

올해 상반기 원화 가치 변동은 주요국 중 가장 부진한 축

(%, 달러대비)

2026 상반기 통화가치 변동

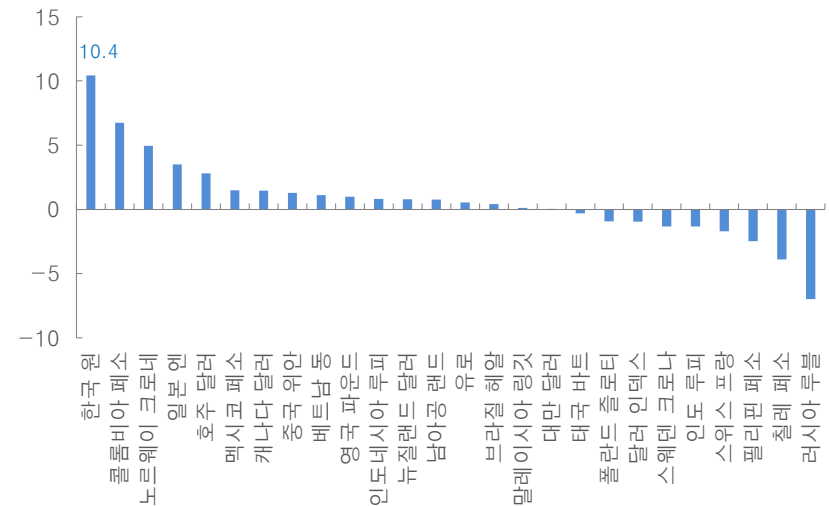


자료: LSEG, 대신증권 Research Center

하반기에는 주요국 중 압도적 성과

(%, 달러대비)

주요국 통화가치 변동



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

한국 성장이 강해졌다

노이즈를 걷어내고 보면 펀더멘털은 큰 폭 개선

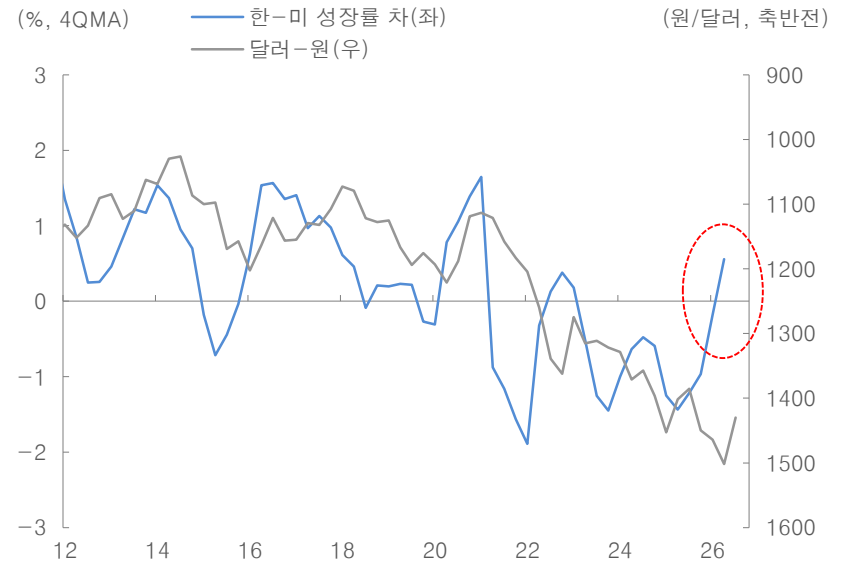
- 한국의 펀더멘털은 빠르게 개선 중. 상반기 경제성장률은 +3.8%로 팬데믹 이후 리오프닝이 전개되었던 2021년 이후 최고
- 한국은 팬데믹 이후 미국과의 성장 격차가 계속해서 확대되었으나, 올해 이러한 상황이 반전됨. 한국은 2026-2027년 연속으로 3% 내외의 성장을 이어가며 미국 보다 더 높은 성장률을 기록할 전망
- 상반기 중동 분쟁 등 지정학적 불안이나 외환시장 수급 여건 탓에 원화 약세가 심화되었으나, 한국의 펀더멘털이 개선되고 있는 것은 분명

올해 상반기 한국 경제성장률은 3.8%



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국과 성장률 격차 축소, 원화 가치 절상 요인



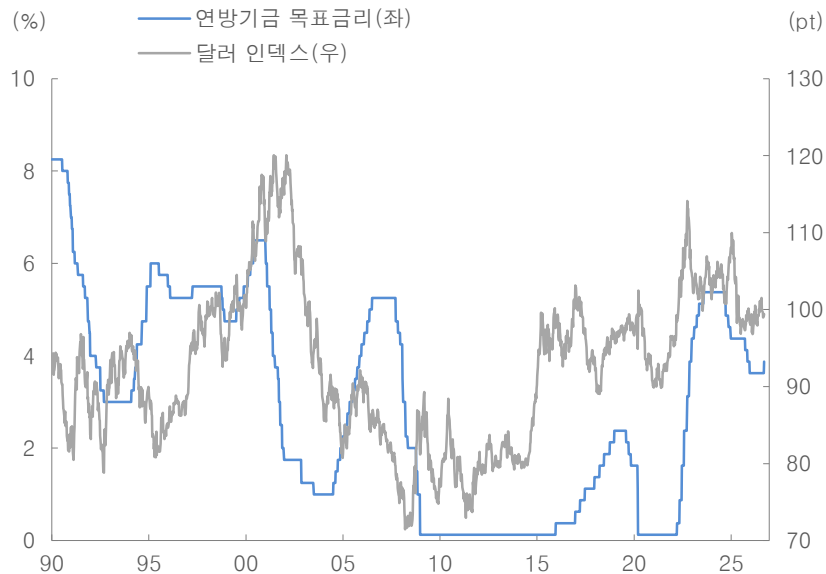
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달러 강세 장기화되지는 않을 듯

과거 인상기 달러는 대부분 먼저 고점 형성

- 9월 연준이 3년 만에 금리 인상을 재개함. 이는 일회성 인상이 아니라는 점에서 달러는 당분간 강세 압력이 나타날 전망
- 그러나 과거 연준의 금리 인상기 중반 무렵 달러 인덱스는 선제적으로 고점을 형성함
- 현재 연준 점도표에 적힌 2-3회 선에서 금리 인상이 마무리된다면, 달러 강세 폭과 기간 모두 제한될 것으로 예상
- 달러-원도 연준 금리 인상이 진행되는 내년 초까지 단기적으로 상방 압력을 받을 수 있으나, 1,400원 초반을 넘어설 가능성은 아직 높지 않아 보임

미국 정책금리 및 달러 인덱스 추이



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

과거 달러는 대체로 인상기 중후반에 고점 형성

인상 시기	인상 기간	인하 시작 (첫 인상 후)	DXY 고점 (첫 인상 후)	DXY 고점/ 인상 기간
1994~1995	364일	518일	0일	0%
1999~2000	322일	553일	476일	148%
2004~2006	728일	1,176일	497일	68%
2015~2018	1,099일	1,323일	364일	33%
2022~2023	497일	917일	189일	38%
평균	602.0일	897.4일	305.2일	57%

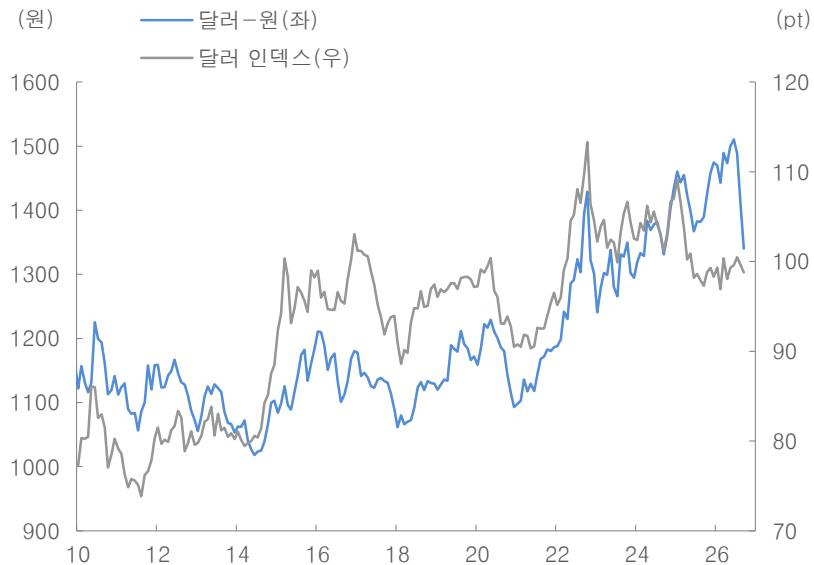
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2020년대 원화 약세 복습

원화가 진짜로 약해진 것은 2024년부터

- 달러-원 환율은 2020년 코로나19 확산 이전 1,100원대 중반에 머물렀으나, 2020년을 기점으로 우상향 흐름을 지속함
- 그러나 2020년대 초기 환율 상승은 대부분 달러 강세 자체에 연동됨. 즉 원화가 유독 약했던 것은 아님
- 원화 가치와 달러 인덱스 간 괴리가 본격화한 것은 2024년이며, 2025-2026 상반기까지 더욱 심화됨

2020년대 초반 환율 상승은 사실 대부분 달러 강세 영향



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반면 2024년부터 달러 인덱스와 괴리 심화



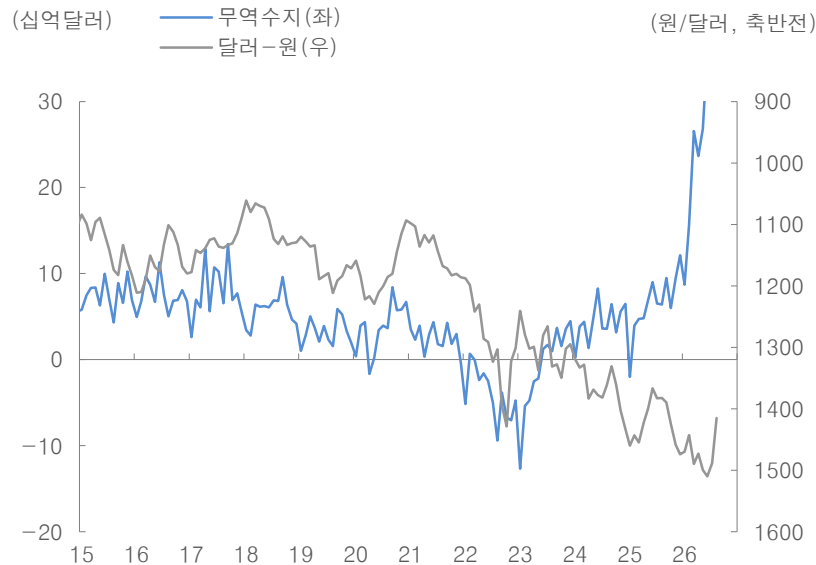
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

무역수지도 작동하지 않아

무역흑자는 환전 안하고, 자본은 유출

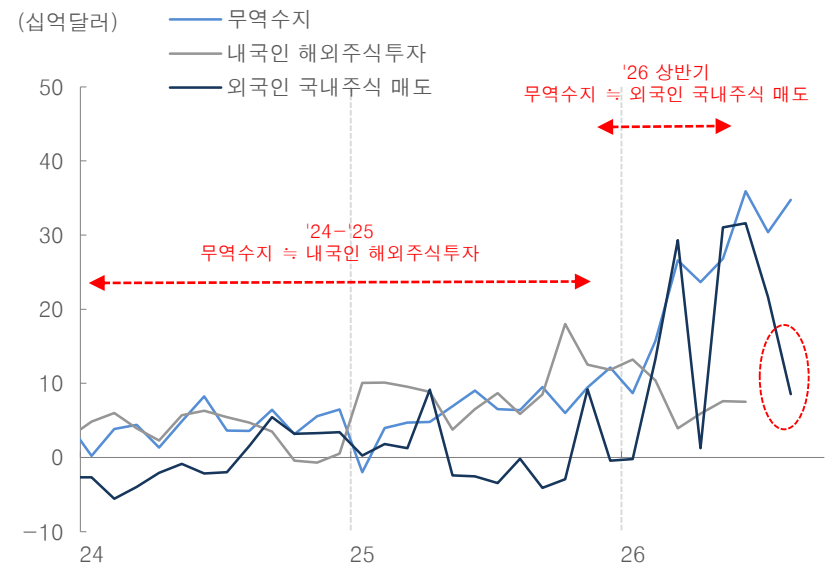
- 원화 가치는 마찬가지로 2023~2024년 경부터 무역수지와 괴리가 상당히 심화됨
- 이유는 두 가지임. 1) 기업들이 적극적으로 환전하지 않았고, 2) 무역흑자의 상당 부분을 자본유출 압력이 상쇄함
- 자본유출 압력의 경우 2024~2025년에는 내국인들의 해외투자가 중심이었던 반면, 올해 상반기에는 외국인들의 국내주식 매도가 집중됨
- 그러나 이러한 현상 또한 7월 이후 외국인들의 주식 매도가 급감하면서 반전됨

그간 무역수지와 지속적인 괴리 보여온 원화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

지난 2~3년 간 무역수지를 상당부분 상쇄했던 자본유출 압력 진정



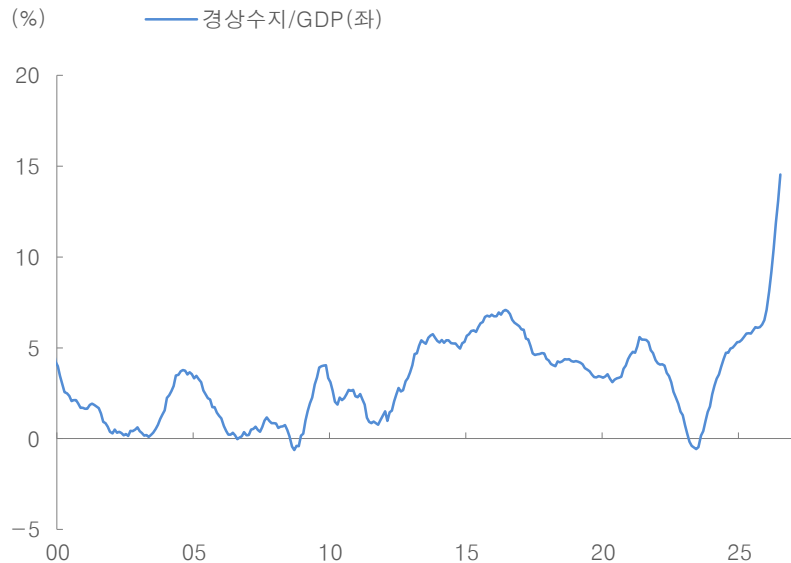
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

수급이 바뀌었다

자본유출을 압도하는 외환공급(경상수지)

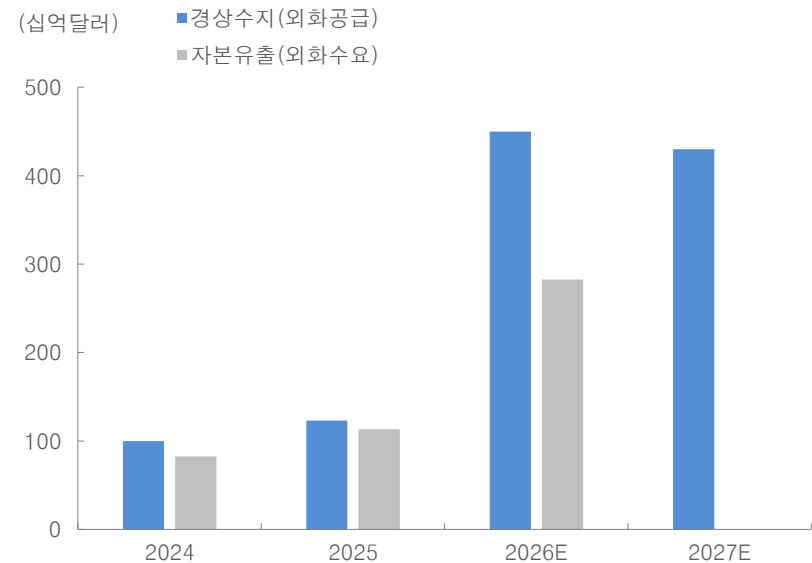
- 현재 매크로 여건을 보면 원화 강세는 내년까지도 지속될 가능성이 높아 보임
- 메모리 반도체 공급 부족이 심화되면서 한국은 내년에도 GDP 대비 20% 수준의 경상수지 흑자가 지속될 전망
- 경제 전반의 외환 공급 - 수요 여건을 보면, 막대한 경상수지 흑자 덕에 외환 공급이 자본유출 압력을 상쇄하게 됨. 이는 팬데믹 이후 형성된 외환 수급의 지형이 바뀔 수 있는 지점임
- 특히 반도체 기업들이 대규모 주주환원과 국내투자 확대를 계획하고 있어, 환전 성향도 더 높아질 수 있음

단 한번도 본 적 없는 수준의 경상수지 흑자



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

외화 공급이 자본유출을 압도, 올해부터 초과 공급 전환



자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 자본유출 = 직접투자 + 증권투자 순유출
2026/2027년 경상수지는 한국은행 전망치, 2026년 자본유출은 기존 속도를 감안해 추정

이번 환율 하락은 학습으로 끝날까 망각으로 끝날까

올해 환율 급락 사태로 가계/기업의 환 위험 전략이 바뀔 수 있을까

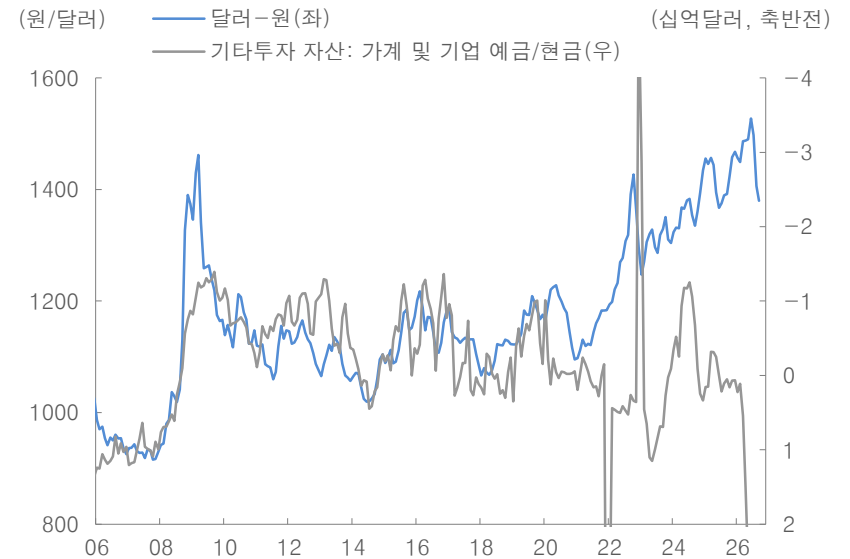
- 최근 환율 급락이 한국의 가계와 기업의 외환 위험 관리 전략에 변화를 일으킬 가능성도 있음
- 팬데믹 이후 환율은 장기 상승 추세를 이어왔고, 그 과정에서 경제 주체들의 환율 상승에 대한 기대가 매우 만연
- 이는 기업들의 환전 수요를 지연시키고 가계와 기업들의 저가 매수 전략을 통해 하방을 지지하는 역할을 해왔음
- 그러나 달러-원 환율은 최근 장기 추세를 이탈. 그간 만연했던 상승 기대 심리가 약화된다면 팬데믹 이후 형성된 환전 행태의 변화를 가져올 수도 있음

팬데믹 이후 장기 상승 추세를 이탈한 달러-원



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

팬데믹 이후 구조적 달러 수요 증가



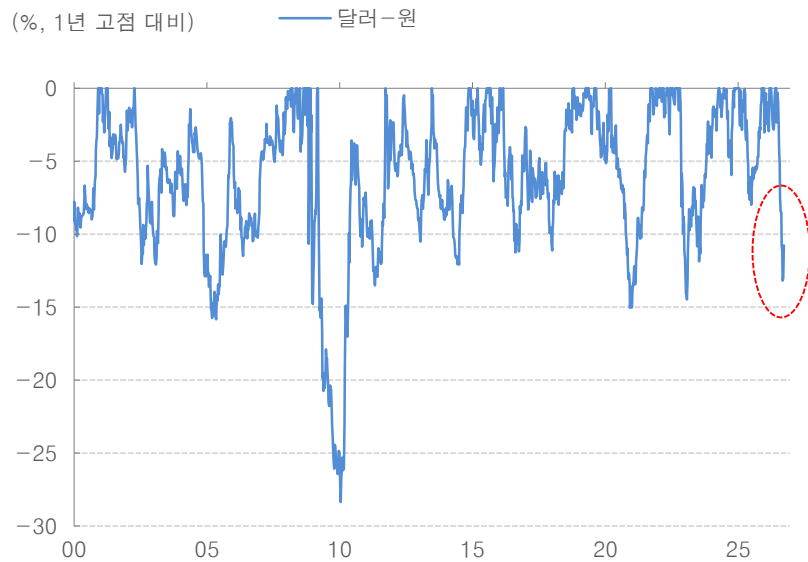
자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 기타투자 자산 증가는 12개월 누적

1,300원 초반이 저항이나, 1,200원대가 불가능은 아냐

정말 구조적인 충격이 맞다면, 1,200원대 진입도 가능

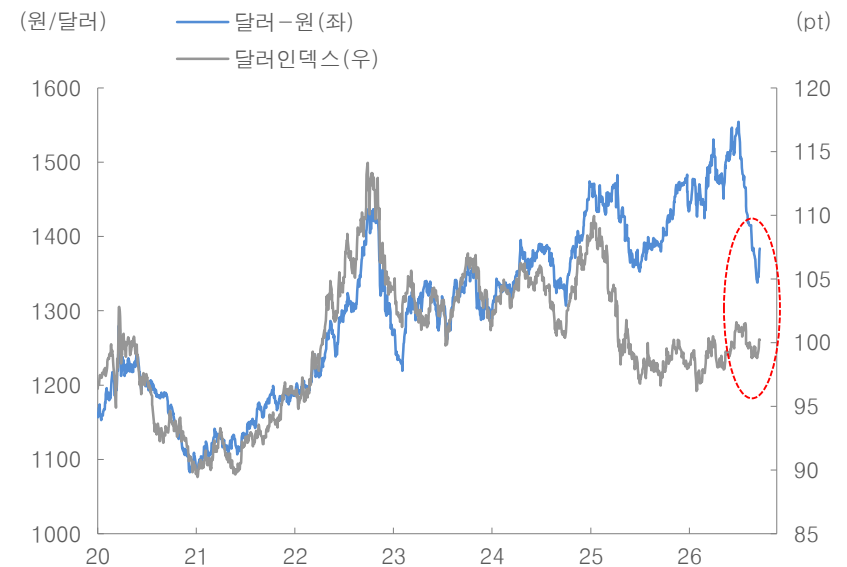
- 과거 달러-원의 단기 조정은 최대 -15%에서 마무리됨. 올해 고점 대비 -15%는 1,320원
- 여기에 9월 초 달러-원이 1,330원대에 진입했을 당시 국민연금의 환헤지 중단 소식이 나온 점을 감안하면, 1,300원 초반에서의 저항이 꽤 강할 수 있음
- 그러나 현재 한국이 기록 중인 무역흑자가 일시적인 사이클이 아닌 중장기적 흐름이라면, 원화 강세도 이를 따라 장기화될 가능성을 배제할 수는 없음
- 1,300원대 중반에서는 원화가 더 이상 '유의미한' 저평가 상태라고 보기 어렵지만, 팬데믹 이후 벌어진 달러 인덱스와의 괴리가 여전히 남아 있음
- 팬데믹 이후 구조화되었던 한-미 간 성장/금리 역전이 뒤집히는 것이라면 1,200원대 진입이 불가능한 시나리오는 아닐 전망

과거 달러-원 단기 하락은 대략 -15% 수준에서 마무리



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

아직 팬데믹 이후 괴리를 완전히 매우지는 못함



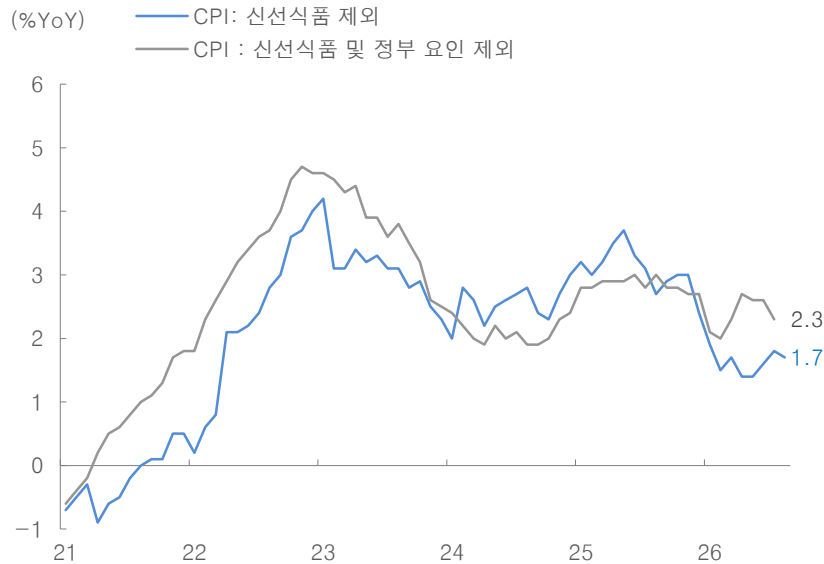
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

일본, 금리 인상은 일단 더 해야 한다

환율 외에도 예상 외 만만치 않은 물가 압력

- 달러-엔은 BOJ가 9월 금정위에서 3개월 만에 금리를 추가 인상했음에도 약세 압력이 좀처럼 해소되지 않고 있음
- 현재 엔화는 통화정책 외에도 다카이치 총리의 진퇴양난에 빠진 재정정책이 모두 약세 요인으로 작용
- 일단 BOJ는 추가 금리 인상 기조를 이어가야 함. 현재 정부의 에너지 지원정책을 제외하고 보면 인플레이션이 2%를 지속적으로 상회함
- 그러나 통화정책 측면에서 엔화가 약한 이유가 '금리 차 축소/확대'가 아니라 '금리 역전' 그 자체에 있다면, 쉽게 해결될 문제는 아님

일본 Core 인플레이션은 정부 지원 제외하면 여전히 2% 위



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

얼마나 더 올려야 비로소 강해질 수 있을까



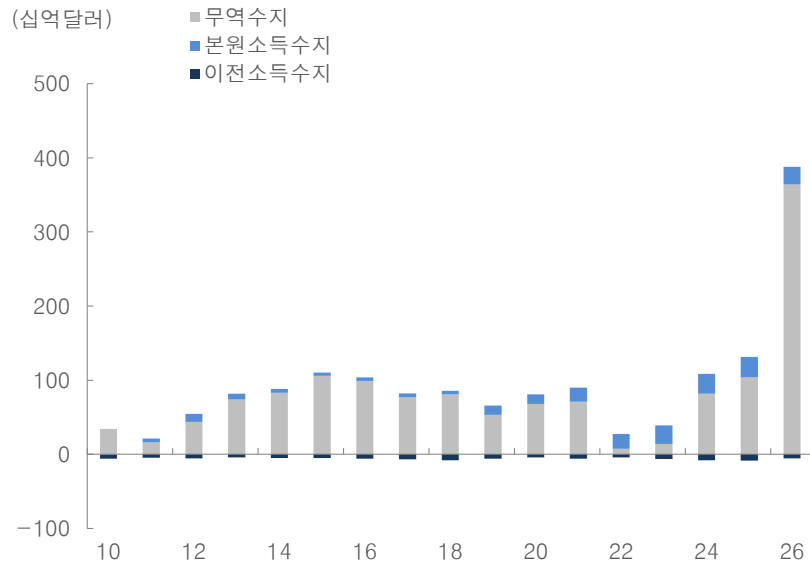
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

한국과 일본의 차이 : 무역수지

동조화 되었다고 다 똑같지는 않아

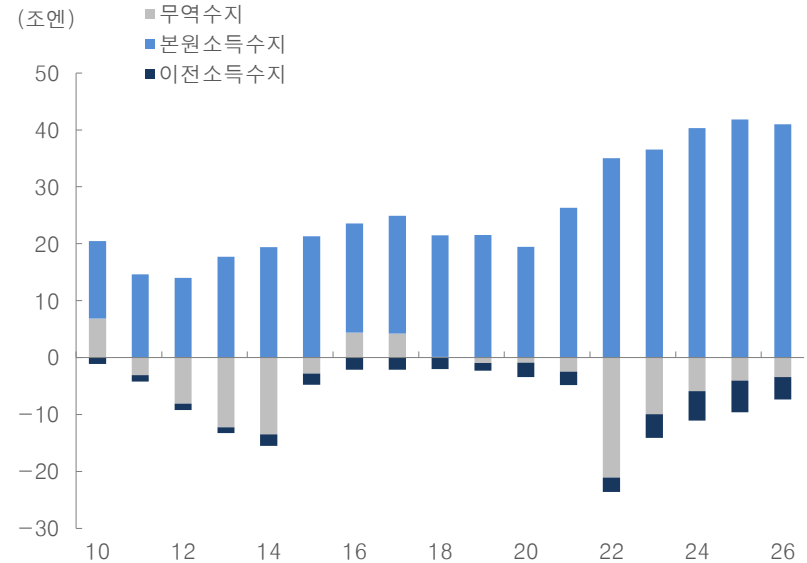
- 지난 수 년간 원-엔 간 동조화가 심화됨. 그 이유로는 같은 아시아 국가로서 유사한 경제구조와 해외투자 압력 등이 제기됨
- 그러나 모든 것이 같지는 않음. 적어도 한국은 올해 압도적인 무역흑자로 그간 원화를 괴롭혔던 자본 유출 압력을 상쇄하고 있음
- 반면 일본은 2010년대 이후 무역으로 돈을 벌지 못함. 결국 엔화 강세를 위해서는 해외로 유출된 자금이 환류되어야 하나, 해당 시점이나 조건이 어디가 될 지는 모호함

한국 경상수지는 무역흑자가 대부분



자료: LSEG, 대신증권 Research Center
주: 2026년은 상반기 누적을 연환산

무역으로는 돈 못 버는 일본



자료: LSEG, 대신증권 Research Center
주: 2026년은 상반기 누적을 연환산

동조화가 끝난 것은 아니지만

단기적으로는 원화가 강해질 여력이 더 많다

- 하반기 원화가 급격한 강세를 보였다고 해서 엔화와의 동조화가 완전히 끝났다고 보기는 어려움. 여전히 엔화는 원화에 중요한 영향을 미치는 통화임
- 하지만 향후 1-2년만 본다면 두 국가 간 펀더멘탈 차이가 꽤나 극명함. 원화에 비해 엔화는 추가적으로 강해질 수 있는 여력이 많지 않음
- 내년까지 본다면 그간 견고한 하단으로 여겨지던 850원 레벨을 하회할 가능성도 있음

원과 엔의 동조화가 완전히 끝났다고 보기는 어렵지만



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

펀더멘탈 차이 감안 시 850원 하회할 가능성 있어



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이정훈)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.