

📅 2025년 2월 5일 | 키움증권 리서치센터

## 2월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 우려는 선반영, 그 다음은

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

경제 김유미 helloym@kiwoom.com



# Contents

---

I. **채권**: 우려는 선반영, 그 다음은 ... P. 03

II. **매크로**: 방향성 탐색 구간 ..... P. 22



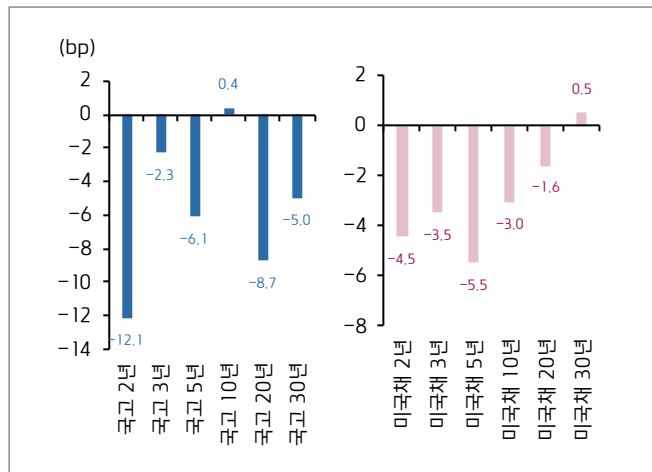
# I. 채권: 우려는 선반영, 그 다음은

▶ 채권전략 안내하 [yhahn@kiwoom.com](mailto:yhahn@kiwoom.com)



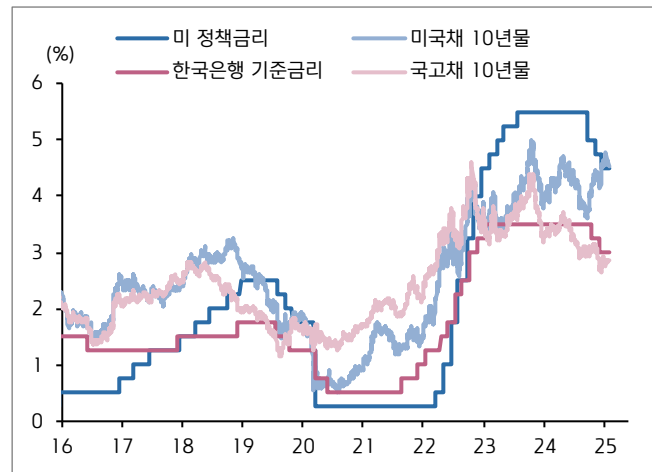
- ▶ 1월 채권시장은 소폭 강세 마감. 미국 트럼프 대통령 취임식 이전까지는 약세폭 심화되다 취임식 이후로 강세 전환하며 거래 마감
  - 국고채 시장은 월 초 하락 후 추가 하락 제한되는 양상이었으나, 전반적으로 강세 흐름은 유지. 한국은행은 1월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.00%로 서프라이즈 동결했으나, 성장률 하향 조정과 향후 인하 가능성을 시사. 이후 미국채 금리 상승세 제한되고 하락 압력 속에 국내 시장도 동반 강세
  - 미국채 시장도 강세 전환 마감. 트럼프 취임 이전까지는 정책 불확실성을 선반영하며 가파른 상승세를 보이며 미국채 10년물 금리가 4.8%에 근접하기도 함. 취임식 당일 곧바로 관세를 부과하지 않았다는 점과 탈석탄 정책으로 석유 생산 확대 속에 에너지 가격 하향 안정화 기대 등이 금리 하락으로 이어지며 4.5% 레벨로 하락. 월 후반 딥시크로 인한 AI 우려에 위험자산 회피 성향이 강화된 점도 채권 강세 요인

2025년 1월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

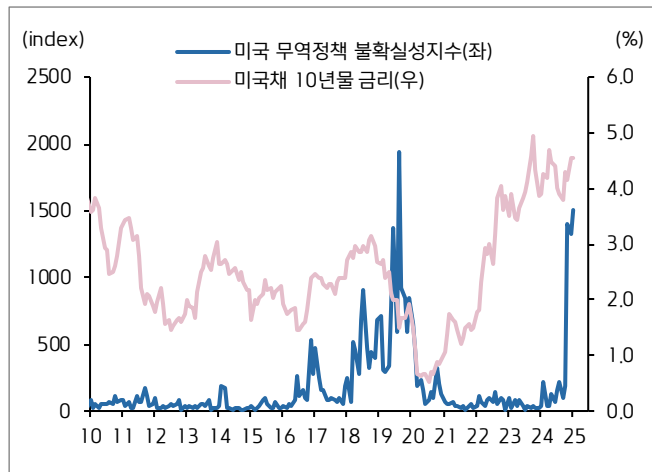
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

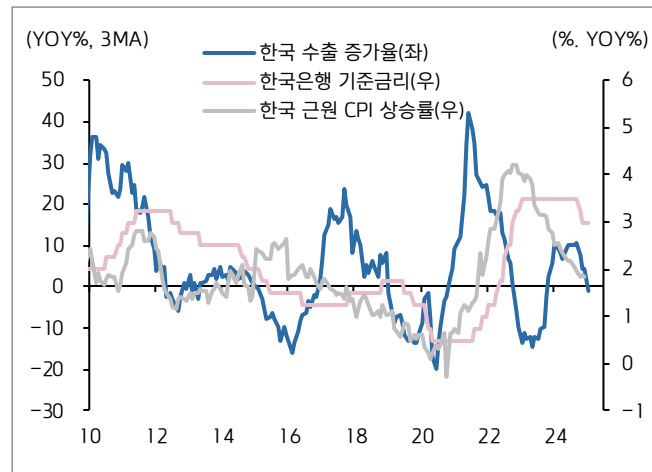
- ▶ 2월 채권시장은 금리 고점을 확인하는 과정을 거치면서 강보합 흐름 보일 것으로 예상. 트럼프 관세 부과로 인한 인플레이 우려는 금리 상방 요인으로 작용하나, 이로 인한 수요 둔화 우려와 분기 초 차입 계획 등이 금리 레벨을 낮추는 요인이 될 것으로 예상
  - 국고채 시장은 상대적 강세 흐름 지속할 것으로 전망. 미 연준은 금리 동결기를 가지는 가운데 한국은행은 2월 이후에도 추가 인하 가능성을 내재할 것으로 판단하기 때문. 트럼프 미 정부의 관세 정책이 가져올 국내 물가 상승 요인보다는 성장 하방 우려 요인에 주목하면서 장기채 중심 강세 압력 예상
  - 미국채 시장 또한 관세 정책으로 인한 물가 상방 요인과 성장 둔화 요인이 모두 상충되면서 강보합 예상. 다만, 미국은 여전히 목표 수준을 상회하는 물가 수준이라는 점과 미 연준의 동결 의지를 확인하고 있다는 점에서 물가에 대한 경계감이 상대적으로 부각되며 금리 상방 리스크 요인이 더 클 것으로 판단

미국 무역정책 불확실성과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

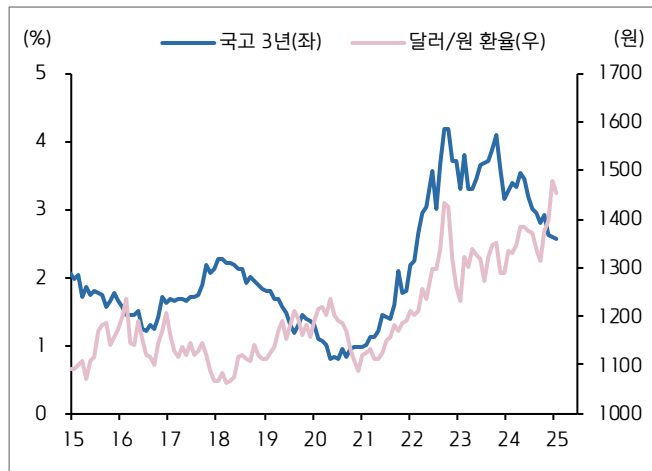
한국 수출, 근원 물가, 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

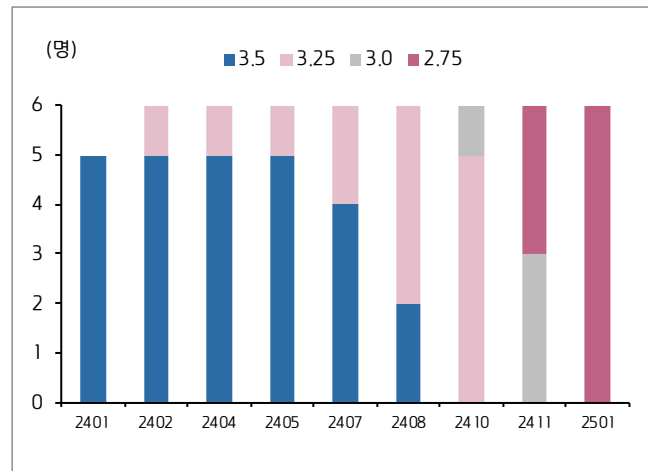
- ▶ 한국은행은 1월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.00%에 동결. 10, 11월 연속 동결 이후 미 트럼프 행정부 정책 영향과 국내 정치 향방을 살펴보기 위해 기준금리 동결. 또한 환율 상승에 대한 부담도 금리 동결 배경 - 11월 금통위 이후 비상계엄과 탄핵 정국 등으로 인한 정치 불확실성 요인이 내수 부진 우려를 가져올 수 있다는 점에서 금리 인하 가능성을 높게 평가했으나, 그보다는 높아진 환율 레벨로 인한 부담이 금리 인하 결정을 뒤로 미루게 된 요인
- ▶ 그럼에도 시장은 강세 흐름 유지. 한국은행이 1월 동결했으나, 2월 인하 가능성을 시사했고, 성장을 전망치도 하향 조정할 것을 예고. 3개월 내 인하 가능성을 예측하는 위원이 6명으로 크게 증가했으며, 성장 둔화 우려가 높아진 상황을 강조했기 때문

달러/원 환율과 국고 3년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국은행 금통위원 포워드 가이드선스

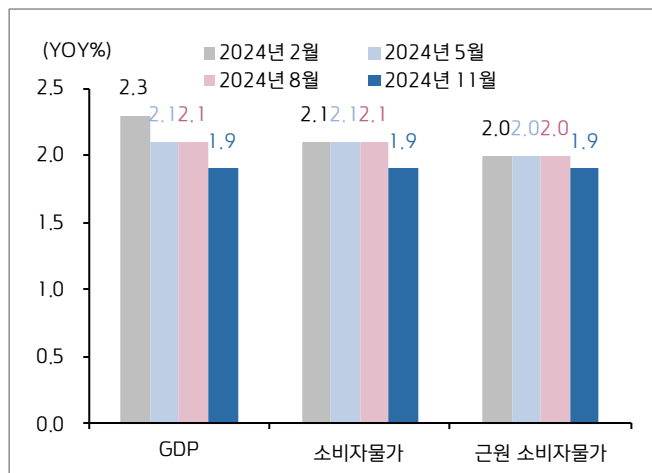


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

## ①국고채: 2) 예고된 금리 인하와 성장을 하향, 그 이후는

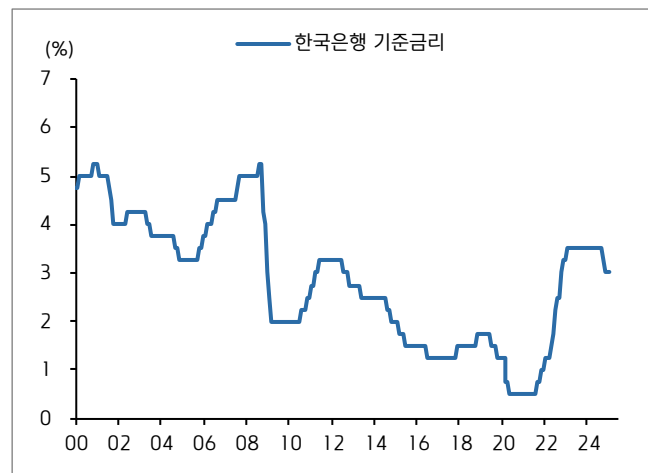
- ▶ 한국은행은 2024년 11월부터 성장률 전망치를 기존 2.1%에서 1.9%로 하향 조정하면서 성장 하방 위험에 대한 우려를 지적. 한국은행의 성장 부담 언급을 반영하면서 11월부터 가파른 하락세를 보인 이후 추가 하락이 제한되는 양상. 2월 수정경제전망에서도 1.6~1.7% 수준으로 하향 조정할 것이라고 예고했던만큼 예고된 수준으로의 성장률 전망 하향이 시장에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단
- ▶ 2월 금통위 금리 인하 이후로 추가 강세의 조건은, 1) 포워드 가이드를 통한 3개월 이내 금리 인하 가능성을 열어두는 위원이 5~6명 수준으로 압도적일 경우와 2) 성장률 전망치 추가 하향 조정 등이 있을 것으로 판단.
  - 한국은행은 성장 하방 위험은 열어두겠으나, 추경 등 재정정책 지원 필요성을 언급해왔다는 점에서 추가 인하에 대해서는 다소 신중한 태도를 보이면서 분기마다 1회 수준의 금리 인하 사이클을 보일 것으로 예상(2, 5, 8월 각 25bp씩 최종 2.25% 예상)

한국은행 성장률 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

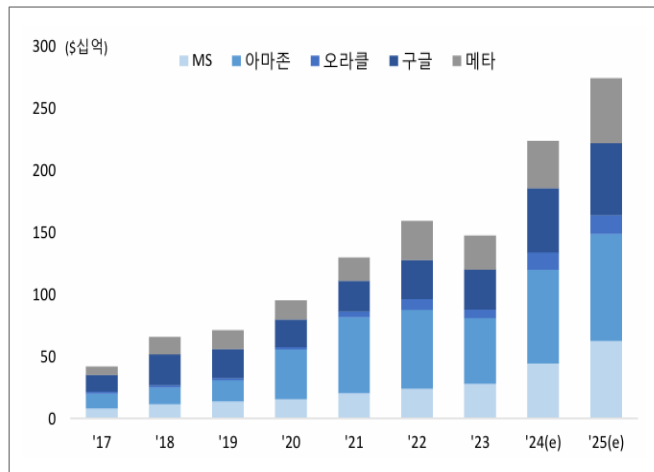
한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

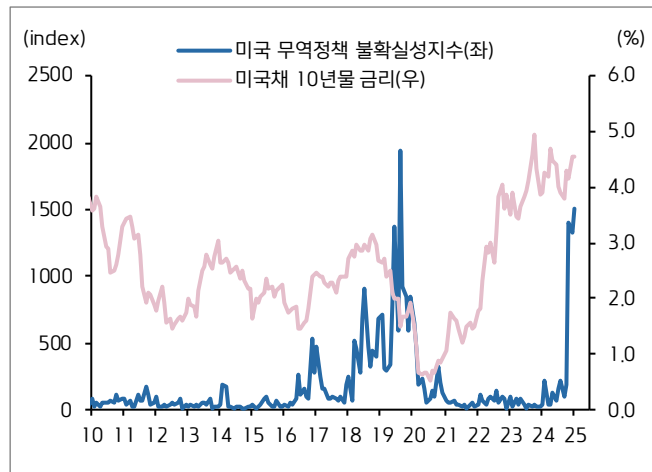
- ▶ 성장률 하방 위험이 선반영되었음에도 불구하고 채권시장 강세 기조가 유지될 것으로 예상하는 배경에는 대외 요인으로 인한 성장 둔화 위험이 수시로 부각될 수 있는 환경이기 때문. 우선적으로는 국내 정치 불확실성으로 인한 내수 심리 위축 등이 성장을 하방 위험이었다면, 최근에는 대외 요인이 부상
- ▶ 최근 딥시크(DeepSeek)발 AI 관련 우려가 부각되는데다 예고했던 대로 트럼프 행정부가 멕시코, 캐나다, 중국에 대해 관세 부과를하기로 행정 명령에 서명
  - 그간 미 증시를 중심으로 한 위험자산 선호심리가 강화된 배경에는 AI가 크게 자리잡았던 가운데, AI 과잉투자에 대한 우려가 부각되면서 그간의 증시 강세에 제동
  - 트럼프 관세 부과는 예고되었던 행보이나, 협상 과정에서 추가 관세 부과 가능성 등이 수시로 제기되면서 경기 심리를 부진하게 만들 수 있는 요인이며, 이로 인한 수요 둔화 가능성 등이 부각될 수 있음

주요 테크 기업들의 AI 인프라 투자



자료: Bloomberg, 국제금융센터 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

미국 무역정책 불확실성지수와 미국채 금리 추이

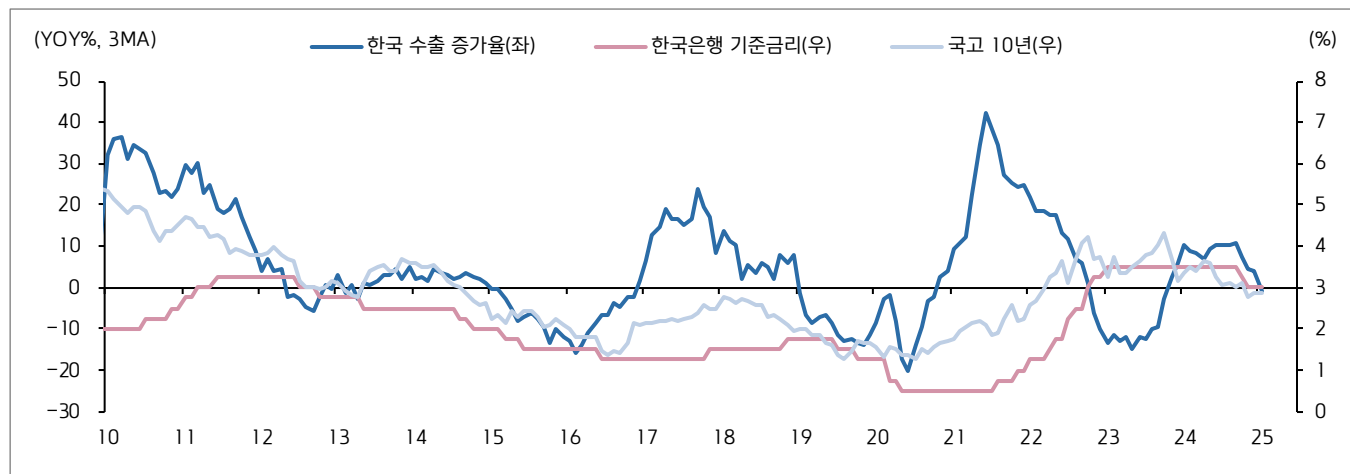


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



- ▶ 딥시크, 무역분쟁 등은 결국 수출 경기 둔화 가능성을 부각시키는 요인으로, 수시로 국내 경기 하방 리스크 요인으로 등장할 것으로 판단
  - AI 칩에 대한 의존도가 낮아지면서 국내 반도체 업황 부진 가능성이 제기. AI 반도체 수요가 계속해서 증가할 것이라는 긍정적인 기대도 있으나 경기 하방 리스크가 수시로 부각되면서 채권시장 매수 요인으로 작용할 가능성 높다고 판단
- ▶ 무역분쟁으로 인한 경기 하강 우려 또한 무시할 수 없음. 미국이 협상카드로서 무역관세를 꺼내들고 있다는 점은 안도감을 주는 요인이거나 협상 과정에서의 노이즈로 인한 수출 둔화 및 경기 심리 부진 요인이 채권 매수 요인으로 작용할 전망

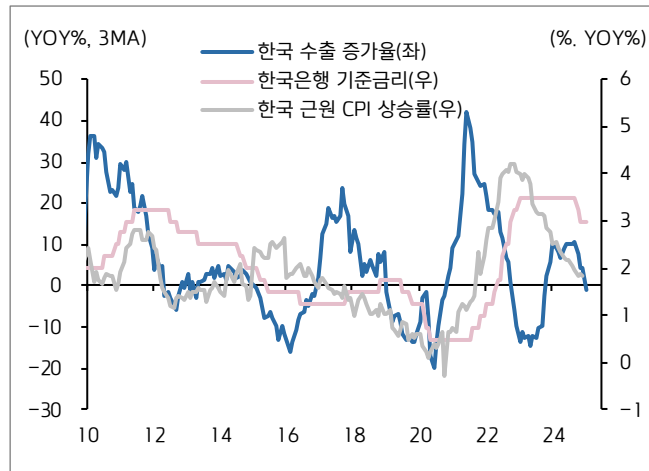
한국 수출과 한국은행 기준금리, 10년물 국채금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

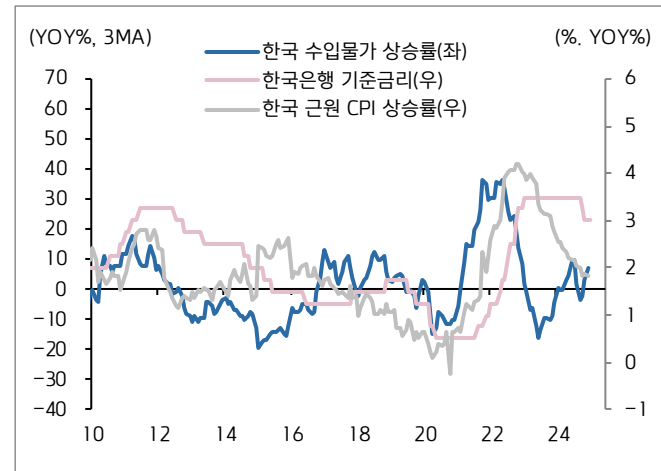
- ▶ 트럼프 1기 정부 당시의 관세전쟁은 1년 여간 이어지면서 전반적인 수요 감소를 불러온 바 있음.  
글로벌 무역량 감소 속에 국내 수출 경기 위축과 근원 물가 둔화를 불러옴
- ▶ 관세 부과가 시작된 2018년 중에는 수입물가 상승 압력이 나타나기도 했으나, 전반적인 수요 감소 속에  
결국 수입물가도 둔화되면서 근원물가 하락세가 이어진 바 있음
- ▶ 트럼프 2기 정부에서의 관세 정책이 협상 카드로만 사용된다면 물가 상하방 리스크가 모두 제한될 것으로  
예상하는 가운데, 관세 정책이 더 강화되는 쪽으로 나아간다면 이는 수요 둔화와 함께 물가 및 경기 하방  
리스크 요인으로 작용할 전망

한국 수출, 근원 물가, 기준금리 추이



자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

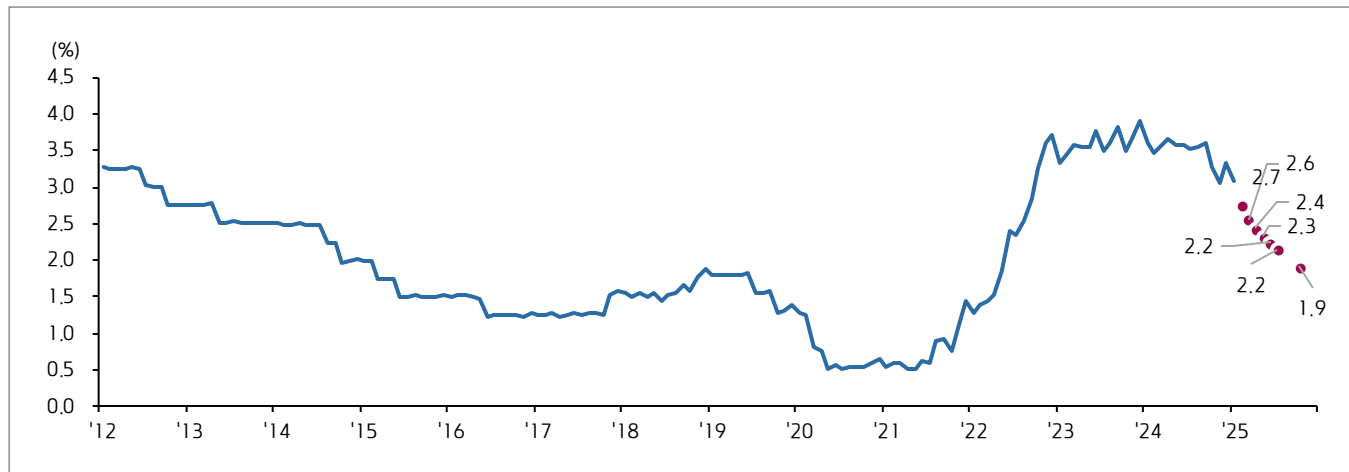
한국 수입물가와 근원물가, 기준금리 추이



자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2월 3일 기준 선도 금리에 반영된 2월 말 금리는 2.74%로, 금리 인하를 모두 반영했으며, 3월 말 기준 2.563%, 6월 말 기준 2.237%로 약 3회 수준의 금리 인하를 모두 반영한 상황이라는 점을 고려할 필요
- ▶ 경기 하강에 따른 금리 인하 가능성을 모두 선반영한 상황 속에서 추경 편성 및 재정 부담에 대한 우려 또한 선반영한 레벨이라고 판단한다는 관점에서 보면, 앞으로 커브는 플랫될 것으로 예상
- ▶ 또한 한국은행의 공격적인 금리 인하 가능성이 환율 부담 등으로 약화된 점을 감안하더라도 추가적인 커브 스티프닝보다는 플랫닝 가능성이 높으며, 5년물 이상의 장기채에 대한 매력이 높아질 것으로 판단

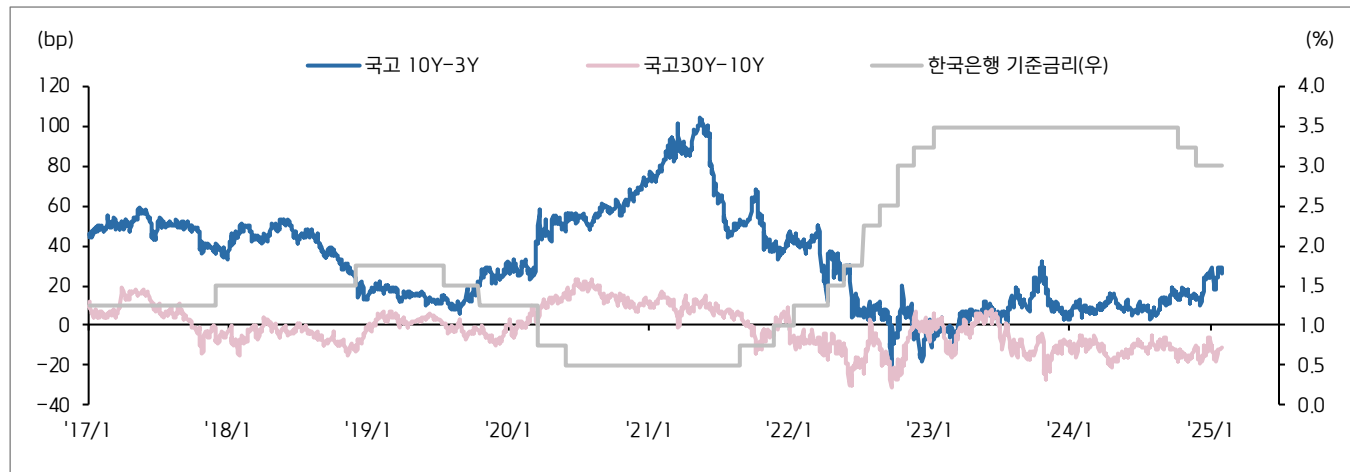
한국 선도금리에 반영된 정책금리 수준



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터  
주) 2월 3일 기준

- ▶ 연초 이후 확대된 3-10 스프레드는 한국은행의 1월 금리 동결 이후로 추가 확대가 제한되는 양상. 추가 금리 인하 예고되고 있으나, 선반영했다는 점과 성장 둔화에 대한 우려가 해소되지 않고 성장 둔화 요인이 가중되고 있다는 점을 감안하면, 볼 플랫으로 접근하는 것이 유리할 것으로 봄
- ▶ 그 가운데 10-30 스프레드는 초장기물 발행 공급 부담에도 보험사의 견조한 수요 등을 감안하면 10년물 금리 하락으로 인한 스프레드 확대보다는 현 수준에서 크게 변화하지 않을 것으로 판단

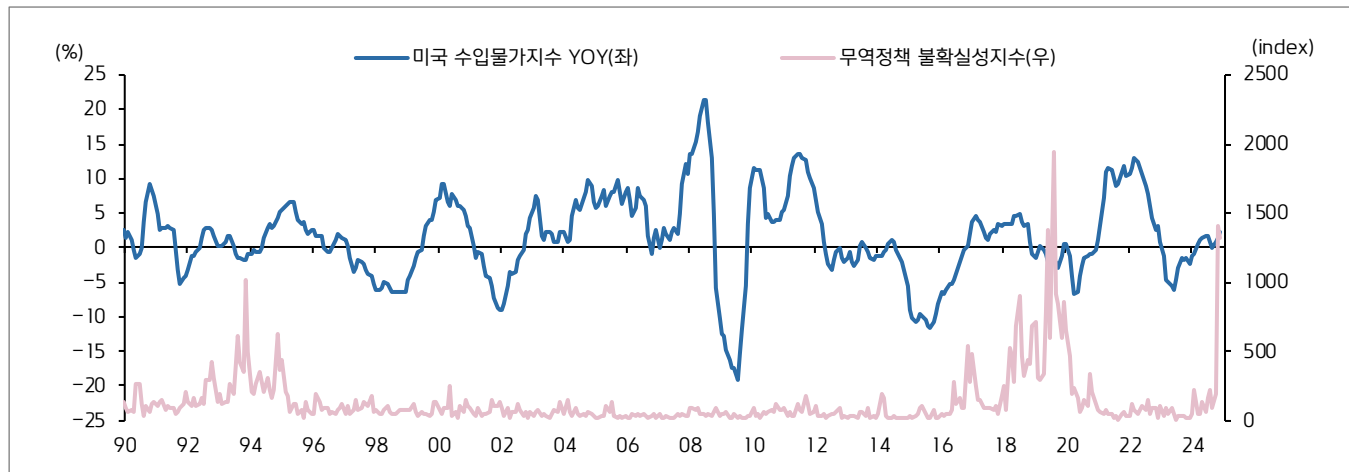
미국 무역정책 불확실성과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1월 FOMC를 소화한 후 미국채 금리는 방향성이 뚜렷하지 않은 상황. 트럼프 행정부의 관세 부과가 시작된 가운데, 이를 둘러싼 영향과 정책 방향성을 파악하기엔 어려움.
  - 멕시코와 캐나다 간의 관세 부과는 협상을 통해 30일 유예하기로 결정함에 따라 관세정책이 협상용 카드로 활용될 가능성이 부각되는 한편,
  - 중국에서는 보복관세를 부과하면서 무역전쟁이 심화될 가능성도 부각되는 양상임
- ▶ 금리 고점을 확인하는 과정으로 판단하나, 관세 정책을 둘러싼 노이즈가 지속될 수 있다는 점은 금리의 하방을 제한시킬 것으로 예상하며, 상방 역시 여전히 열어둘 필요. 2월 미국채 금리는 1월과 비슷하게 하락세를 예상하나 하락폭은 제한될 전망

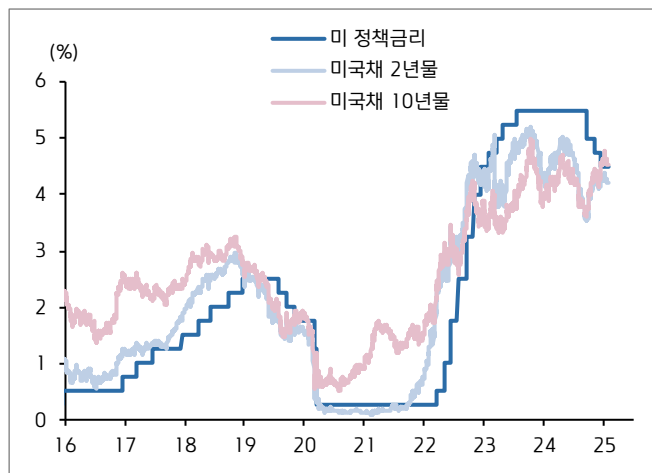
미국 무역정책 불확실성 지수와 수입물가지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

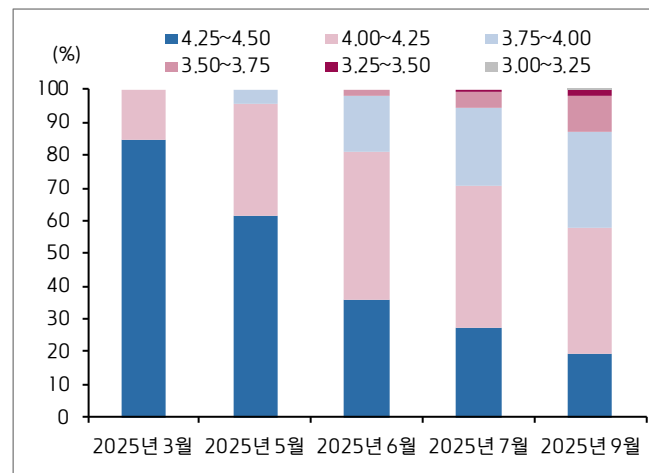
- ▶ 미국채 금리를 크게 단기금리, 기대인플레이, 기간 프리미엄으로 나누어서 볼 때, 단기금리 측면에서 1월 FOMC는 시장에 중립적인 재료로 영향을 미침. 1월 FOMC를 통해 지난 12월의 매파적인 성향을 유지한 가운데, 매파 성향을 더 강화시키지는 않음으로써 시장의 충격은 없었음. 알고 있던 재료를 소화
- ▶ 미 연준은 당분간 트럼프 정책의 영향을 점검하며 동결로 대응할 것이라는 의사를 1월 FOMC에서 밝혔으며, 경기에 급격한 하강 충격이 제한되거나, 물가 급등세가 실현되지 않는 한 2분기 말에나 금리 인하에 나설 것이라는 시장의 컨센서스는 크게 변화하지 않을 것으로 판단함

미 정책금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CME Fedwatch 선도금리에 반영된 정책금리 전망치

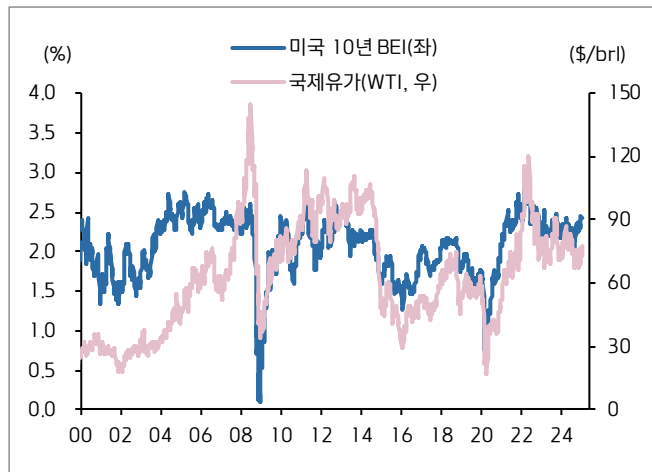


자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

주) 2월 4일 기준

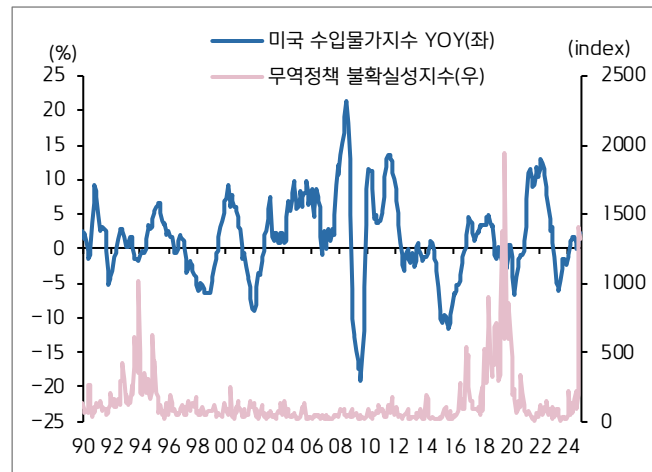
- ▶ 기대인플레이 요인 측면에서 보면 국제유가의 변동 가능성이 제한적인 점도 금리를 추가 상승 압력을 제한시킬 요인임. 트럼프의 탈석탄 정책으로 석유 생산 확대 기대 등이 작용하고 있어 이 부분은 유가의 상단을 막을 것으로 예상되는 점을 고려할 필요. 과거 트럼프 1기 정부 당시에도 국제유가는 트럼프의 입김으로 등락을 보였다는 점을 감안하면, 실제 생산량과 무관하게 국제유가가 하향 안정화될 가능성이 있음
- ▶ 한편 관세 정책으로 인한 미국 수입물가 상승 가능성보다는 하락 가능성이 높아 보임. 과거 무역정책 불확실성이 높아졌던 구간에서 수입물가는 오히려 수요 감소 등에 따라 하락 압력을 보였다는 과거 사례를 감안할 때 현재 국면도 크게 다르지 않다고 판단

미국 기대인플레이와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

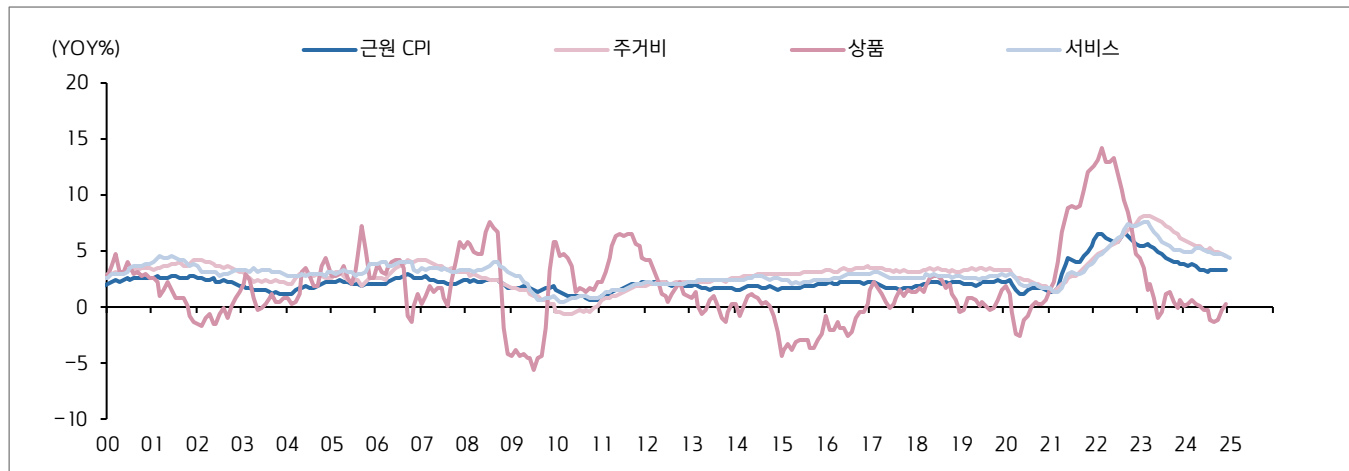
미국 수입물가와 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 물가 둔화 흐름이 유효하다는 점 또한 시장 금리 하방 요인으로 작용할 전망
- ▶ 구조적인 요인 변화로 물가가 더디게 떨어지면서 중물가 흐름이 지속될 가능성에 대해서는 인지해왔던만큼 더디지만 하향 기조가 유효하다는 점은 금리 인하 가능성을 계속해서 유지시키는 주된 배경일 것
- ▶ 물론 트럼프 신정부 하의 재정정책과 관세정책 등에 따른 인플레이 영향을 점검해야하는 상황이나, 관세 정책이 공격적으로 변화하더라도 이는 수요 둔화를 불러올 가능성이 높다는 점 등을 감안하면 이는 오히려 금리 하방 요인으로 작용할 가능성이 높음.
- ▶ 1분기까지는 이같은 환경 속에서 금리 고점을 확인하는 과정을 거치며 점진적 하향 안정 기조를 예상함

미국 CPI 추이

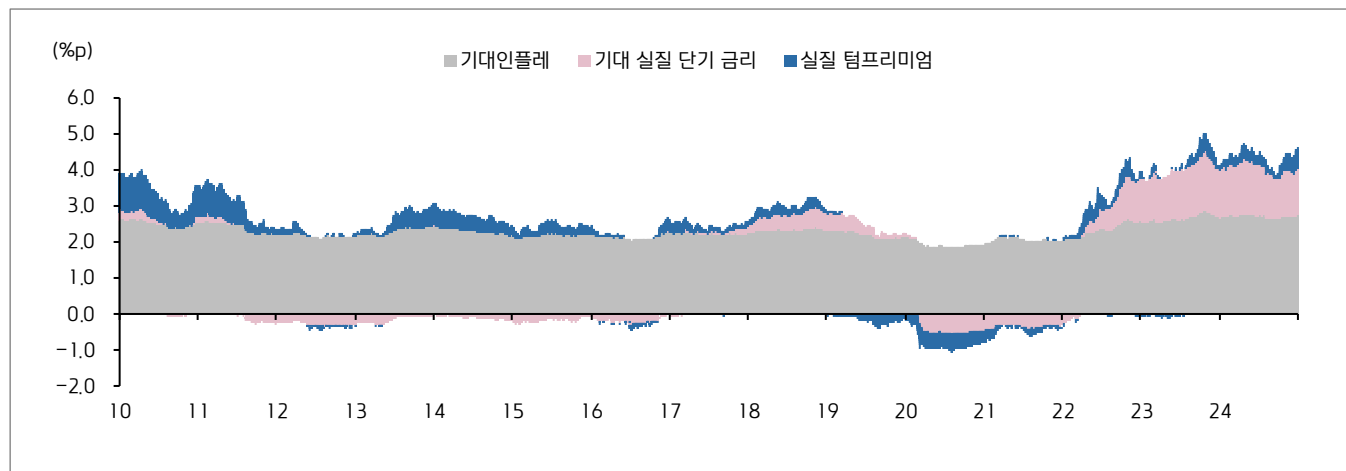


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



- ▶ 그간의 미국채 금리 상승 배경에는 기간프리미엄 요인이 크게 작용한 것으로 나타났다는 점에서 미국채 금리의 하향 안정화의 주된 전제는 기간프리미엄의 하락이 될 것
- ▶ 기간프리미엄의 상승 요인으로서는 미국 재정 영향이 가장 크게 작용하는 것으로 판단함. 미국 트럼프 정부 하에서 재정 확장 정책을 활용할 가능성이 부각되었기 때문. 물론 베센트 재무장관은 재정 매파적인 성향을 가지고 있으나, 여전히 이를 판단하기에는 시간이 필요한 요소임
- ▶ 더 나아가 미 연준의 QT 정책이 지속되고 있는 점도 부담 요인. 금리 인하 기조 속에 QT 정책은 지속되고 있으며 2025년 중에는 중단할 것이라는 시장의 기대가 있기도 하나 미 연준은 관련 시그널을 주고 있지 않다는 점 또한 기간 프리미엄이 계속해서 높게 나타나는 배경임

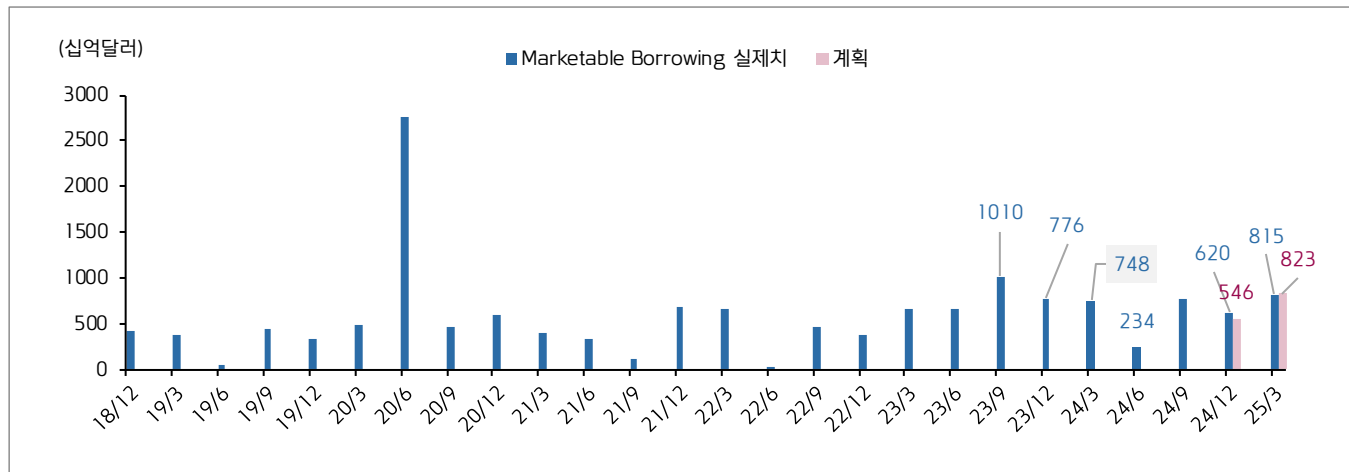
DKW 모델 미국채 금리 분해



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 베센트 재무장관 취임 직후 발표된 차입계획이라는 점에서 아직까지는 베센트의 정책 기조를 확인하기는 어려움. 그 가운데 분기 차입계획 결과 지난 분기에 제시했던 차입량과 큰 차이 없이 소폭 하향 조정
- ▶ 예정되어 있던 수준의 차입량이라는 점에서 시장의 영향은 크게 작용하지 않았음

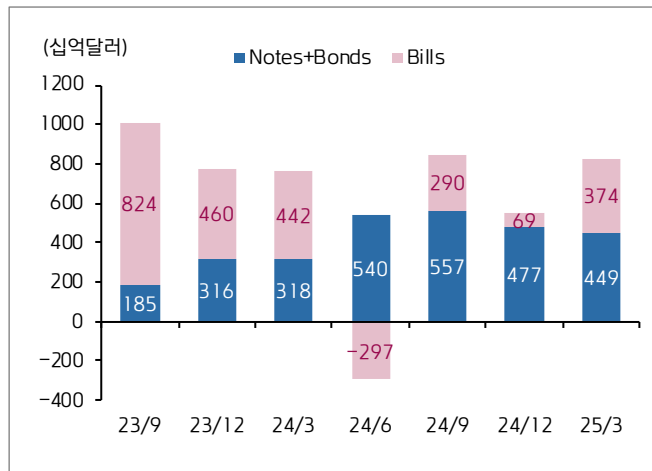
미 재무부 차입 계획



자료: US Treasury, 키움증권 리서치센터

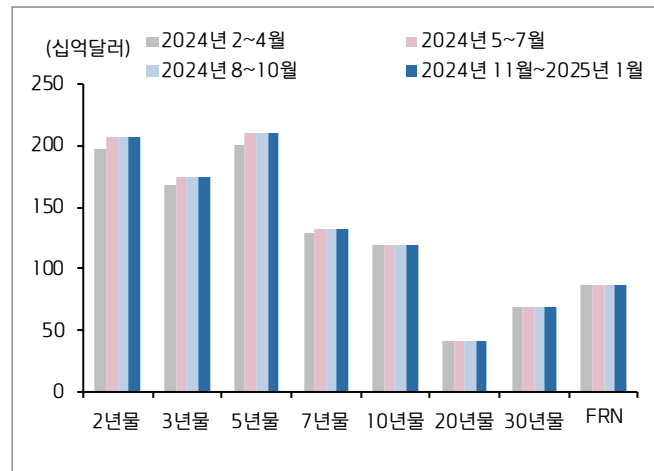
- ▶ 세부 내용에 대해서는 아직 발표가 되지 않은 가운데, 과거 베센트 재무장관의 발언을 감안하면 단기채보다는 장기채 발행을 확대시킬 가능성을 배제할 수 없음
  - 엘런 재무장관의 재정증권 발행 확대를 두고 의도적으로 장기채를 발행하지 않는 것이라 비판해왔다는 점을 감안. 장기채 발행 확대 시 기간프리미엄 상방 요인으로 작용할 수 있음
- ▶ 이번 2월 차입계획은 그간의 기간프리미엄 상승 압력이 완화되거나 홍보하는 모멘텀을 줄 것으로 판단. 2월 계획에서 곧바로 큰 변화를 줄 가능성은 낮으나, 이전 정부 정책에 대한 비판 기조를 감안하면 관련 경계감은 다음 차입계획 발표인 4월말까지 이어질 가능성 높음

미국 재정증권, 미국채 장기 증권 발행 계획 추이



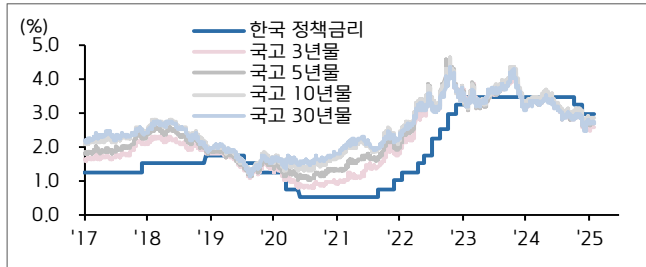
자료: US Treasury, 키움증권 리서치센터

미국채 만기별 발행 계획 추이

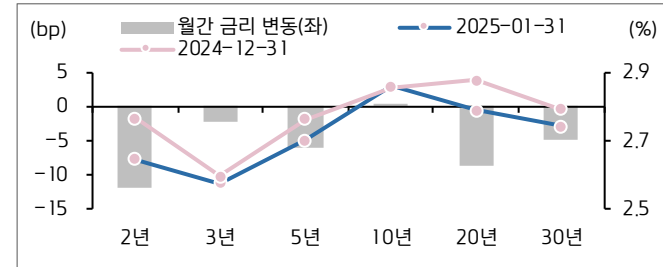


자료: US Treasury, 키움증권 리서치센터

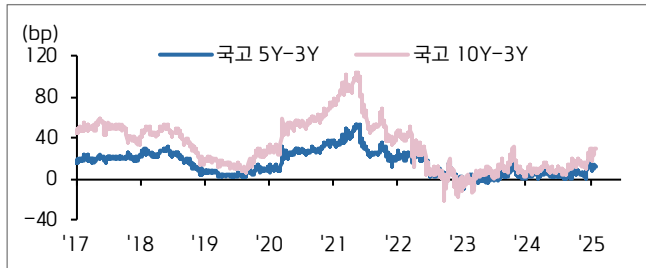
주요 국고채 금리 추이



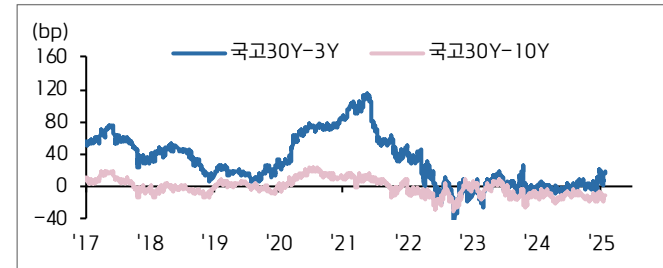
한국 1월 수익률 곡선 변화



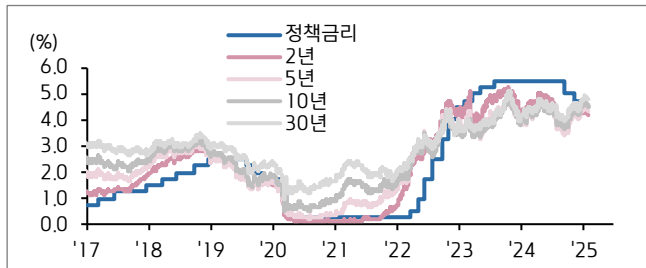
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



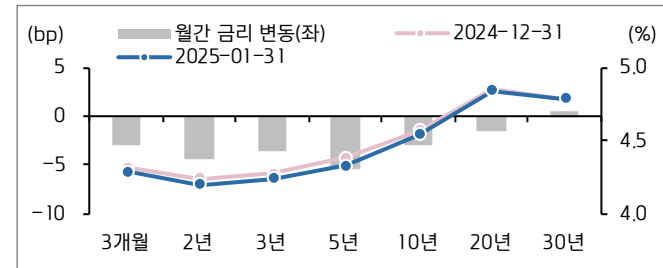
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 12월 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 참고 2월 주요 이벤트 캘린더

MON	TUE	WED	THU	FRI
3	4	5	6	7
한국 1월 수출입동향(1일) 12월 산업생산 중국 1월 Caixin 제조업지수 춘절 휴장 미국 1월 ISM 제조업지수 국고채 2년물 2조원 입찰	한국 1월 금통위 의사록 미국 12월 JOLTS 중국 춘절 휴장  국고채 30년물 5.8조원 입찰	한국 1월 소비자물가동향 중국 1월 Caixin 서비스업지수 미국 1월 ADP 고용보고서 1월 ISM 서비스업지수	영국 BOE 통화정책회의	미국 1월 고용보고서 - 실업률, 신규고용, 시간당임금 미국 2월 미시간대 소비심리지수  물가채 10년물 1,000억원 발행
10	11	12	13	14
중국 1월 생산자물가/ 소비자물가 EU 2월 섀넥스 투자자기대지수  국고채 3년물 3조원 입찰	미국 1월 NFIB 소기업낙관지수	미국 1월 CPI	미국 1월 PPI	한국 1월 수출입물가지수 미국 1월 소매판매 1월 산업생산  국고채 50년물 7,000억원 입찰
17 미국 휴장(Washington Day)	18	19	20	21
EU 12월 무역수지  국고채 10년물 2.9조원 입찰	미국 2월 뉴욕주 제조업지수 2월 NAHB 주택시장지수	미국 1월 FOMC 의사록 1월 주택착공건수  국고채 5년물 2.8조원 입찰	한국 1월 생산자물가지수 1월 소비자동향조사 미국 2월 필라델피아연은 경기전망	한국 ~20일까지 수출/수입 미국 2월 미시간대 소비심리지수
24	25	26	27	28
미국 1월 달러스런은 제조업지수 독일 2월 IFO 기업환경지수	<b>한국 2월 한국은행 금통위</b> 미국 2월 리치몬드연은 제조업지수 2월 CB 소비자기대지수  국고채 20년물 7,000억원 입찰	미국 1월 신규주택판매	미국 4분기 GDP 성장률	미국 1월 PCE 물가

주) 현지 시각 기준

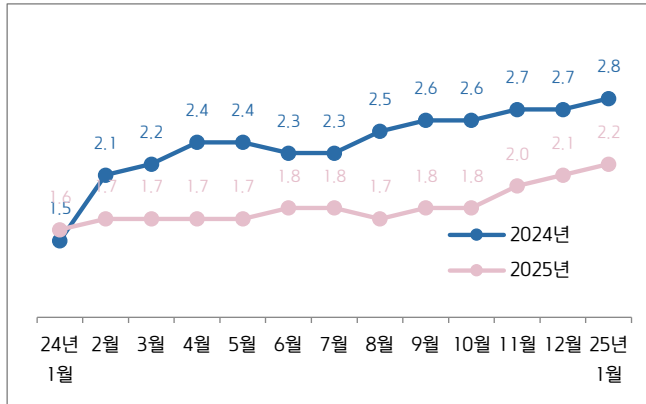
## II. 매크로: 방향성 탐색 구간

▶ 경제 김유미 [helloym@kiwoom.com](mailto:helloym@kiwoom.com)



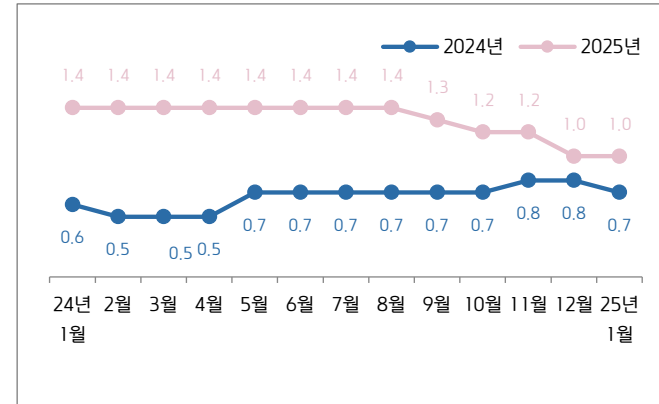
# 01. 주요국 경제성장을 컨센서스 추이

## 미국



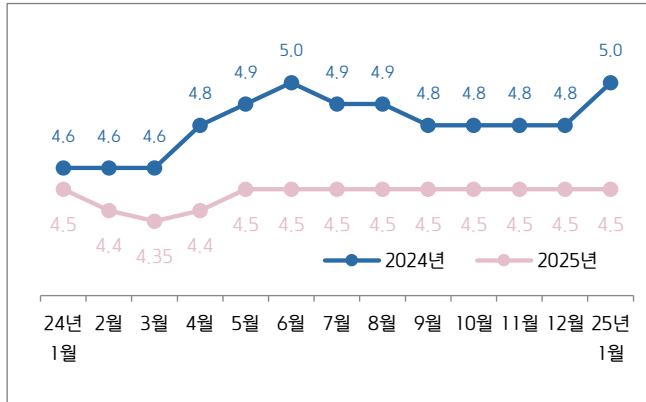
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 유로존



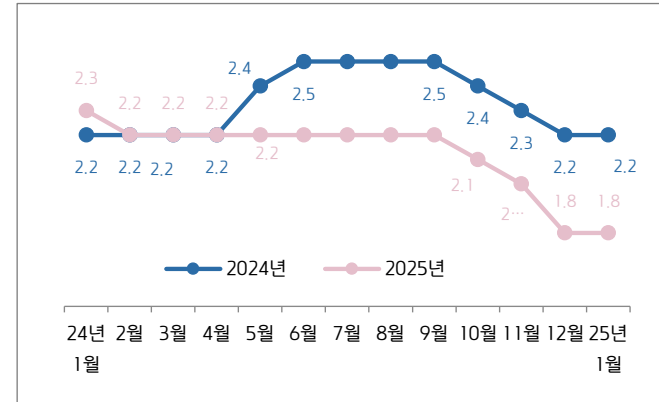
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 중국



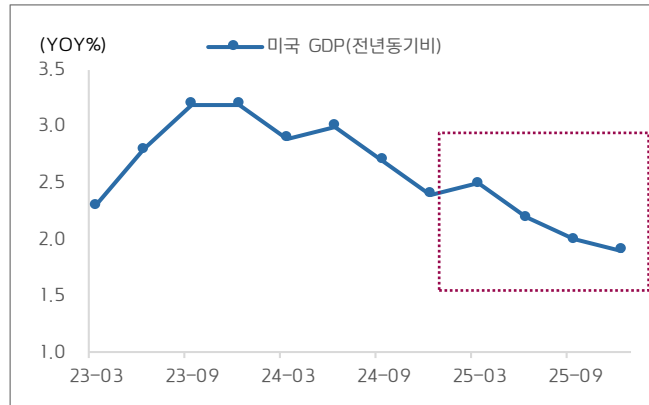
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 한국



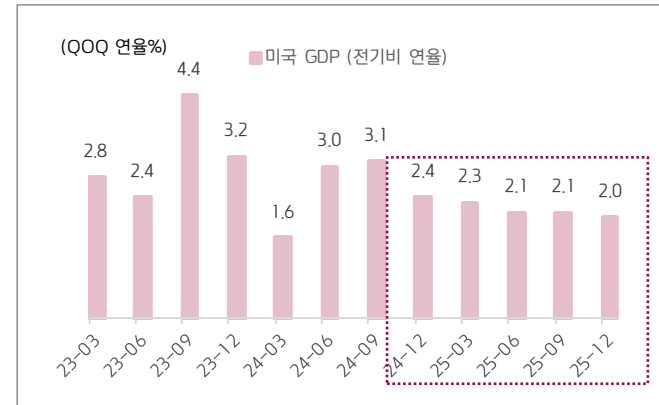
## 02. 주요국 분기 경제성장을 컨센서스 추이

### 미국



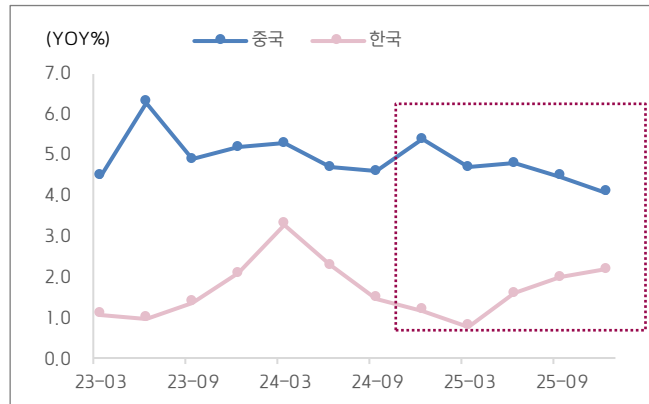
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

### 미국



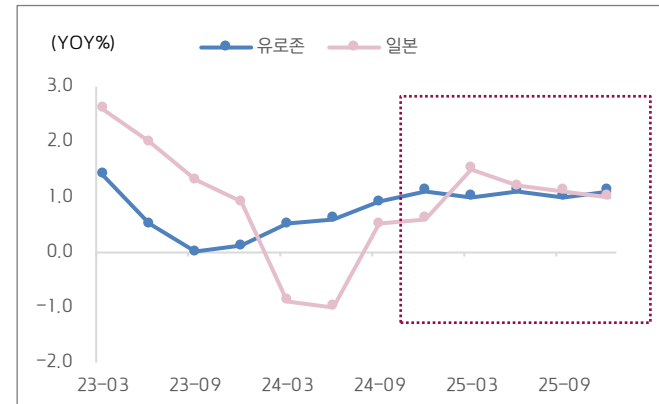
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

### 중국과 한국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

### 유로존과 일본



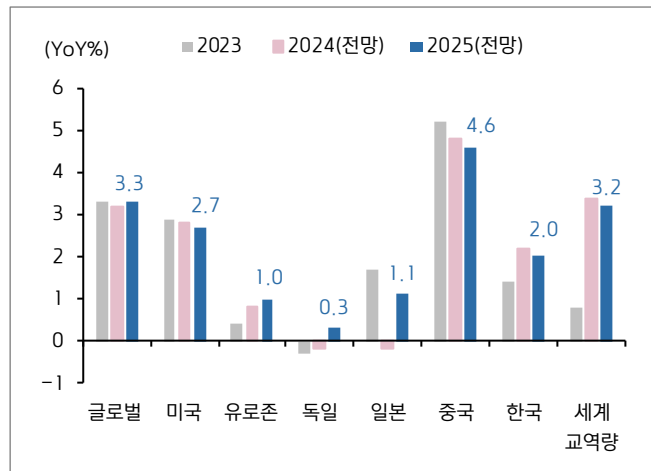
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준



### 03. IMF와 OECD, 주요국 성장 전망치 변화

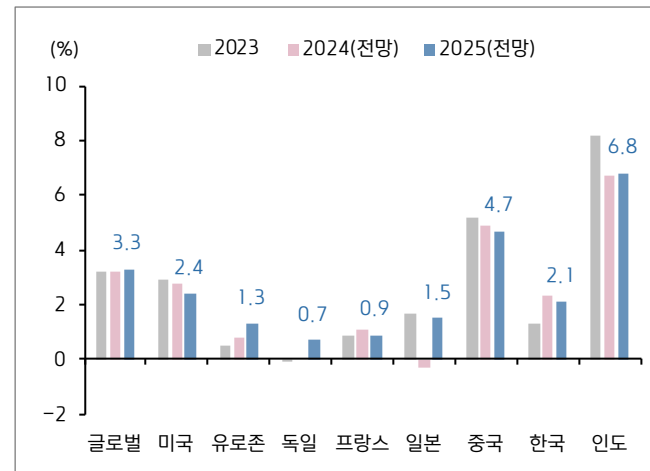
- ▶ 올해 1월 IMF 경제전망보고서 종전 10월 보다 전세계와 미국 경제성장률을 각각 +0.1%p, +0.5%p 상향 조정  
- 2025년 성장 전망치 종전 전망보다 유로존 -0.2%p, 독일 -0.5%p, 한국 -0.2%p, 일본 유지, 중국 +0.1%p 상향
- ▶ 지난 해 12월 OECD 경제 전망 보고서에 따르면 종전 9월 보다 2025년 전세계 경제성장률은 0.1%p 상향 조정  
- '25년 경제성장률에 대해 종전(9월 전망) 대비 미국은 +0.8%p, 일본은 +0.1%p, 중국 +0.2%p, 인도 +0.1%p, 유로존은 유지, 독일 -0.3%p, 프랑스 -0.3%p, 한국 -0.1%p
- ▶ 미국에 대한 성장 전망치 높이며 한국에 대해서는 IMF와 OECD 모두 하향 조정

IMF 1월 전망보고서 경제성장률 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

OECD 12월 전망보고서 경제성장률 전망치 (%)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

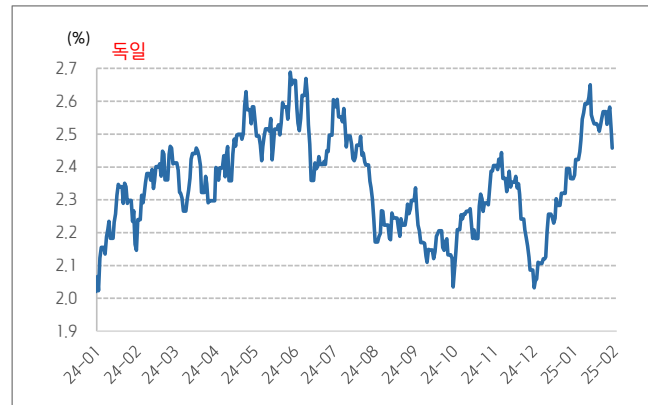
## 주요국 금리 추이

미국 국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



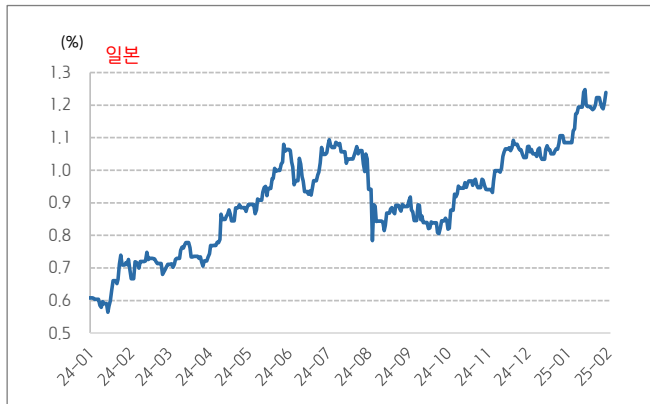
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 주요국 환율 추이

달러인덱스와 달러/원 환율



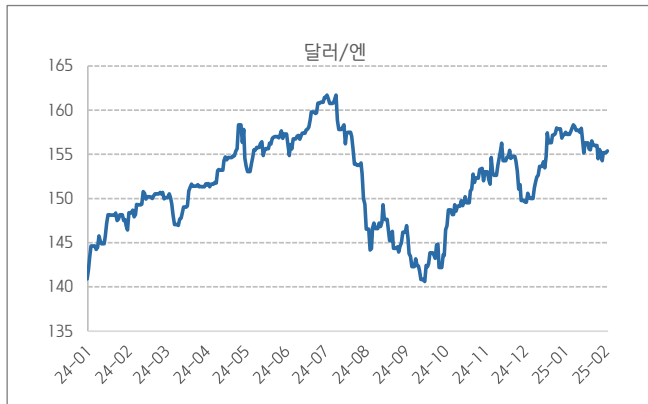
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이



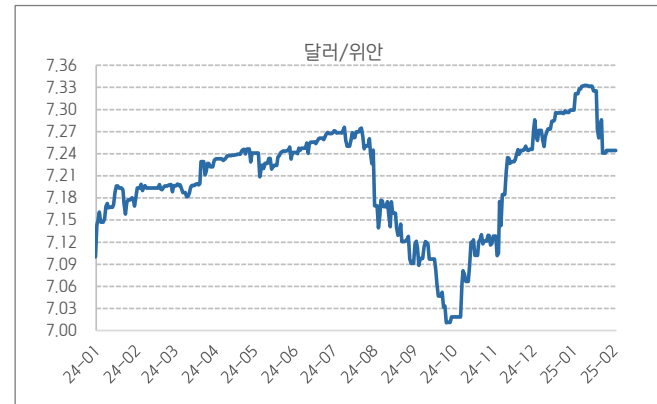
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

위안/달러 환율 추이

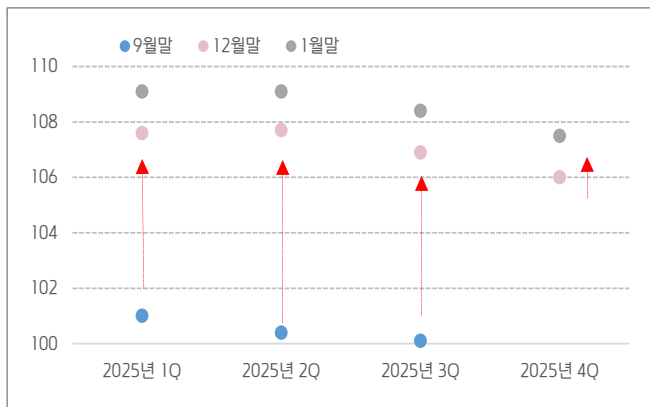


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

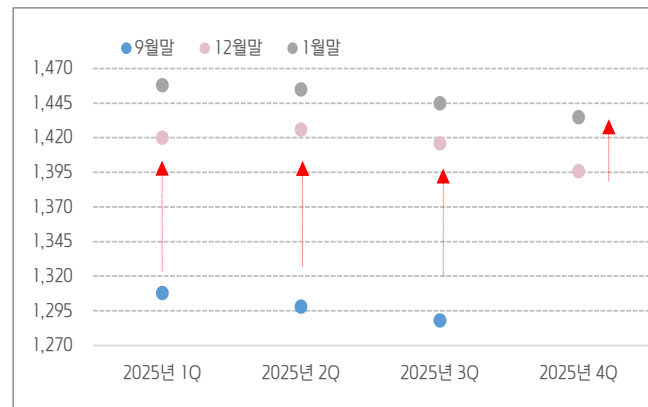
## 주요국 환율 컨센서스 변화

달러인덱스 시장 컨센서스 변화



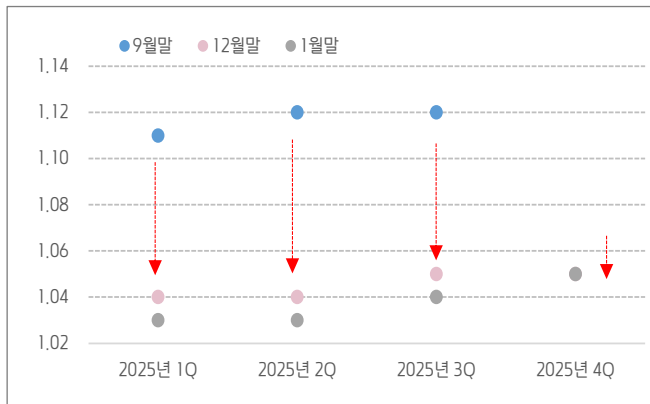
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 평균값 기준

달러/원 환율 시장 컨센서스 변화



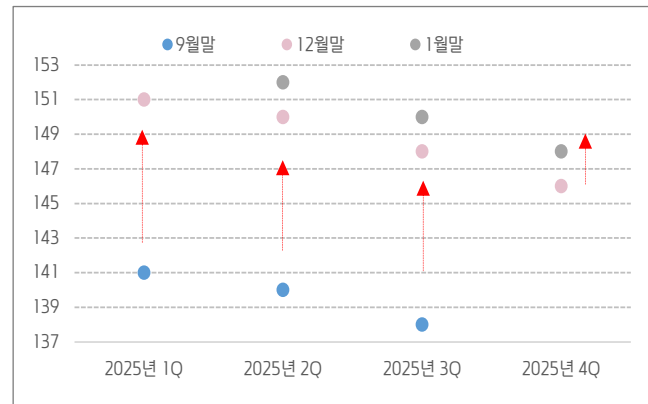
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 평균값 기준

유로/달러 환율 시장 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 평균값 기준

달러/엔 환율 시장 컨센서스 변화



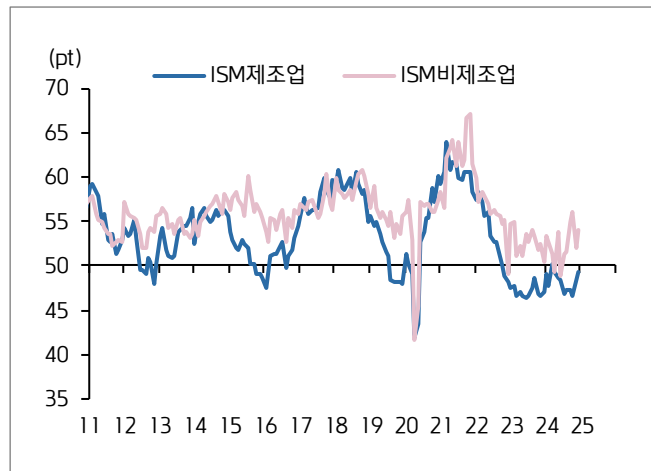
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 평균값 기준

## 07.

## 미국 경기, 양호한 흐름과 낮아진 금리 인하 전망

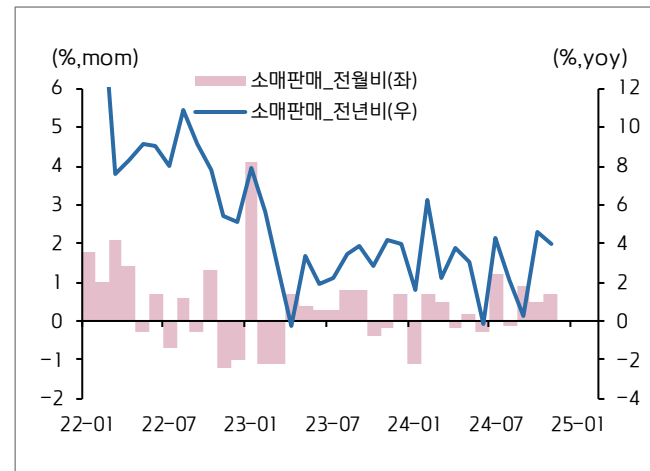
- ▶ 미국 ISM 제조업지수는 12월 49.3으로 개선되며 기준선 상회. ISM 서비스업 지수도 기준선 상회하며 반등
- ▶ 미국 소비 지표도 연말 연휴 시즌에 따른 수요 증가 등을 반영해 예상보다 양호한 흐름 지속
- ▶ 전반적으로 생산 및 소비, 기업 체감경기 전반적으로 개선되면서 시카고FED워치 3월 금리 동결 확률은 1월 현재 72.4%로 한달 전(51.2%)에 비해 높아진 상황

미국 ISM제조업과 비제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소매판매 추이

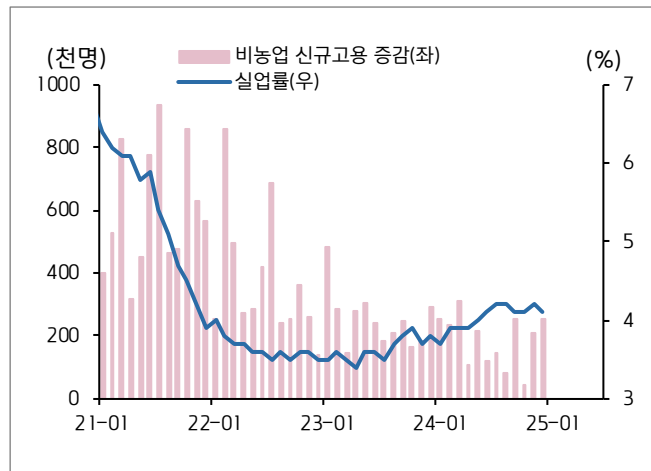


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 08. 미국 노동시장도 예상보다 견고

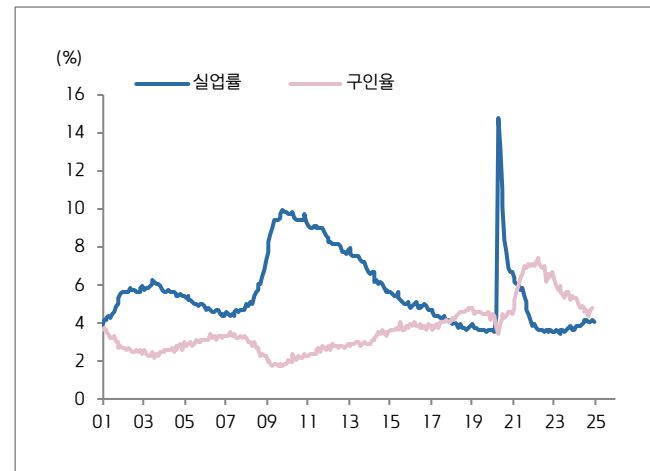
- ▶ 미국 12월 비농가 신규고용이 25.6만명을 기록하며 시장 예상보다 양호했던 가운데 실업률도 4.1%로 소폭 하락하며 안정적
- ▶ 하지만, 연말 연휴 시즌에 따른 계절적인 요인과 트럼프 2기 출범을 앞두고 선제적인 고용 증가 가능성도 고려, 고용 증가세의 지속 여부를 확인할 필요
  - 12월 고용은 교육 및 보건, 정부 및 사회복지, 레저·접객업 부문에서 주로 늘어났으며 소매, 전문 및 사업 서비스 업종에서도 증가. 반면 제조 생산부문 고용은 감소

미국 비농가 신규고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

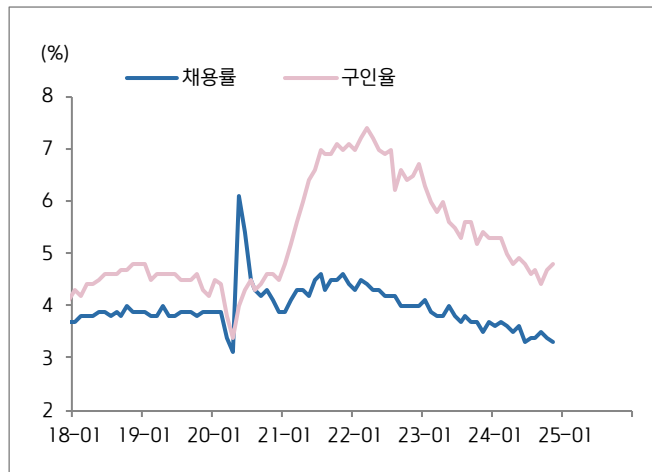
미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

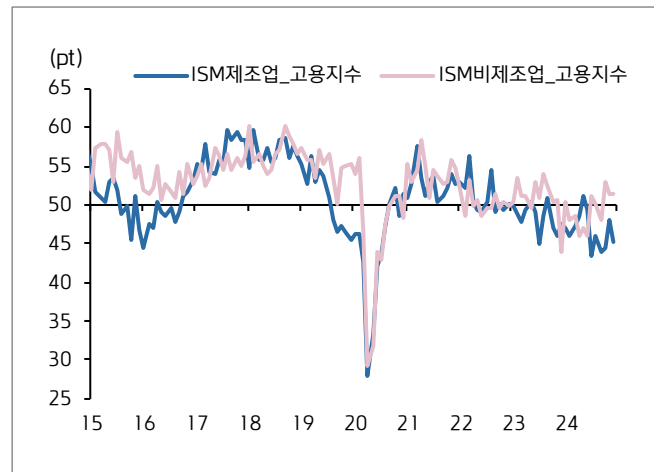
- ▶ 주간 신규실업수당청구건수는 감소하고 있지만 연속실업수당청구건수는 증가, 노동 수요의 둔화 가능성 시사
- ▶ 미국 노동시장의 둔화는 연준의 금리 인하 사이클에 주된 명분, 당분간 통화정책의 주요 변수가 될 전망
  - 고용의 수요-공급이 균형점에 도달함에 따라 구인율의 점진적인 하락은 실업률의 상승 압력을 높일 수 있는 상황
  - 자발적 퇴직율과 채용률의 하락세 역시 노동시장 내에서 수요가 약화되고 있다는 신호
- ▶ 노동시장의 급격한 위축 가능성은 낮으나 경기 대응 차원과 과잉 건축의 정상화 측면에서 연준의 금리 인하는 2025년 상반기에도 가능할 것으로 전망

미국 채용률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업과 서비스업 고용지수



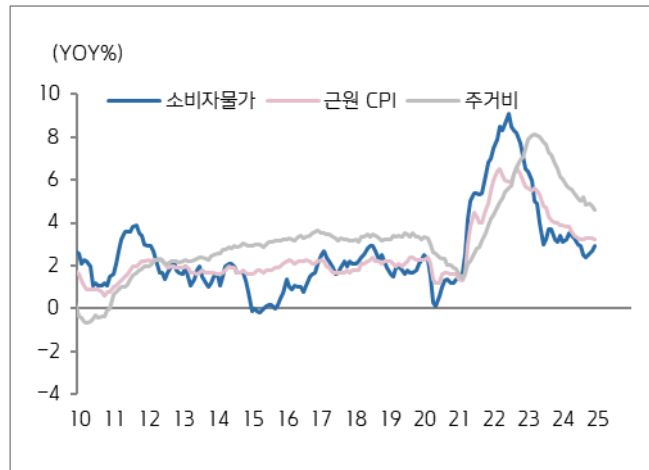
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 미국, 더디지만 유효한 근원 물가 둔화 추세

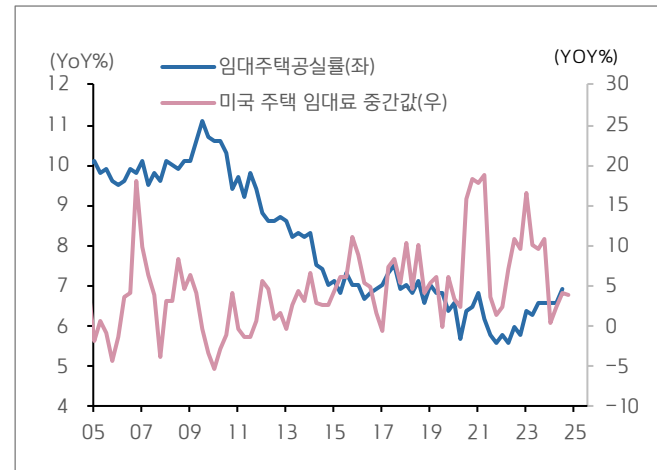
- ▶ 미국 헤드라인 물가지수는 기저효과 등을 고려할 때 추가 하락보다는 제한될 수 있으나 근원물가는 주거비의 하락 등을 고려할 때 둔화 추세 유효
  - 국제유가의 변동성 확대를 고려할 때 헤드라인 CPI의 둔화세는 제약될 수 있음
- ▶ 주거비 부문에서 임대료 가격의 상승세가 둔화되고 임대주택 공실률이 늘어나는 등 임대료 하락의 지연효과가 점차적으로 근원물가의 둔화에 기여할 것으로 전망

미국 소비자물가와 근원CPI, 주거비 물가



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 임대주택공실률과 주택임대료 중간값



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

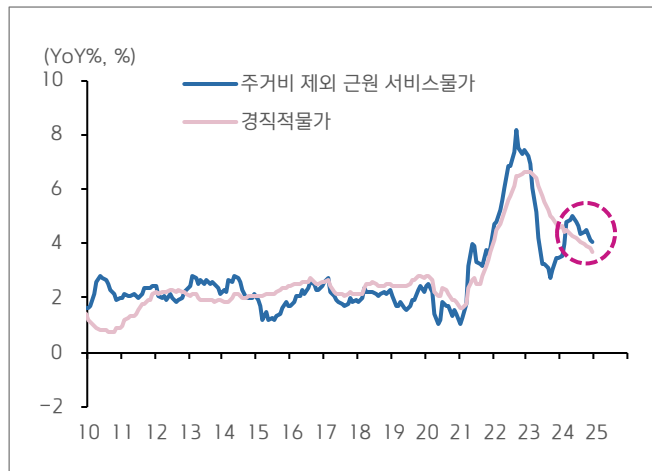


## 11.

## 비용 측면의 인플레이션 압력도 아직 제한적

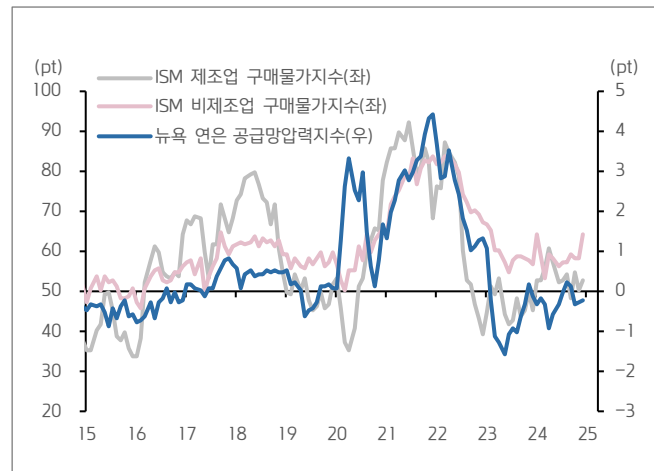
- ▶ 미국 주거비 제외한 근원 서비스물가 및 경직적 물가의 둔화세추세가 유효하다는 점은 디스인플레이션 경로가 지속될 수 있음을 시사
  - 시간당평균임금 상승률도 둔화세를 이어가고 있어 노동시장의 둔화 흐름이 지속될 경우 근원물가의 하향 안정화 흐름도 유효할 것으로 예상
- ▶ 기업들의 비용 부담이 높아지며 인플레이션 기대 심리가 재불거지고 있으나 연준 공급망 압력지수는 아직 마이너스 권에서 등락을 보이며 비용 인플레이션 우려 완화

미국 경직적 물가와 주거비 제외 근원서비스물가



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 구매물가지수와 연준 공급망 압력지수



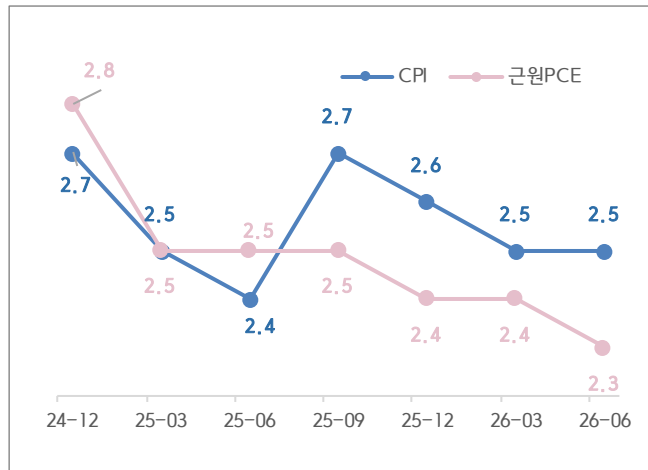
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 연준 기준금리 인하 전망

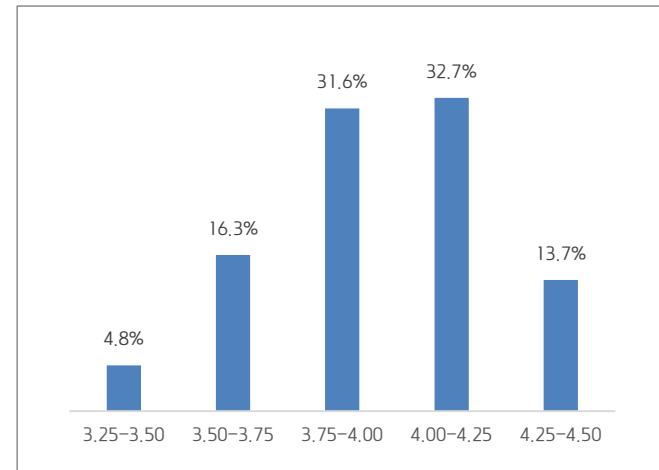
- ▶ 분기별 미국 물가 전망치는 헤드라인 물가 지표는 등락을 보이며 높은 수준을 유지하나 근원물가는 점진적이지만 둔화 추세 전망
- ▶ 12월 FOMC에서 현 수준보다 금리는 낮을 것으로 전망하며 한 차례 정도는 적어도 낮출 것으로 기대하는 중

미국 분기별 물가 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

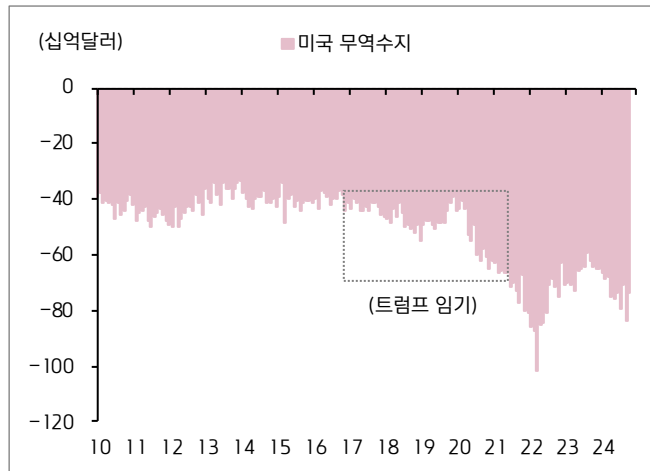
CME FedWatch 12월 FOMC 금리 확률

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 2월 3일 기준

## 13. 트럼프 2기 출범, 정치 불확실성과 선반영

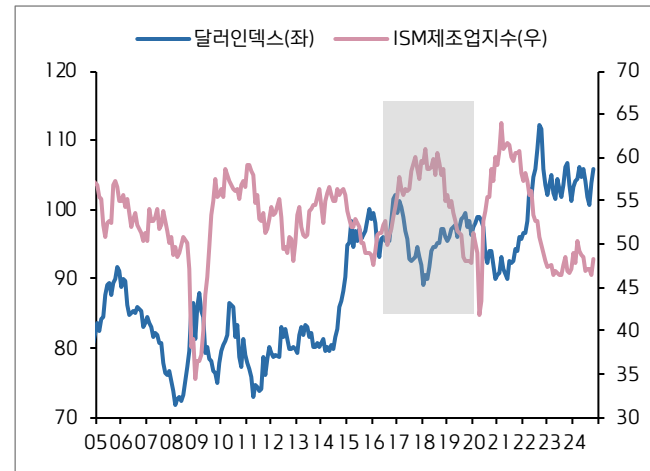
- ▶ 2025년 1월 20일 트럼프 2기 행정부 출범, 고강도 관세에 대한 우려 높지만 과거 1기 당시에도 관세가 미국의 무역적자 폭을 축소시키지 못했던 사례가 있음
  - 버냉키 전 연준의장은 트럼프 2기 행정부의 관세·감세·이민정책이 인플레이션에 미치는 영향이 제한적일 것으로 평가  
다만, 연준의 독립성이 침해될 경우 인플레이션과 시장에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 경고
- ▶ 이를 고려할 때 고강도 관세가 모두 단행되기 보다는 협상의 카드로 활용될 가능성이 높음. 정치 불확실성이 수시로 금융시장에 불안을 자극할 수 있지만 학습효과를 고려할 때 점차 부정적인 영향은 완화될 듯

미국 무역수지



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미국 ISM 제조업지수



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 공화당의 레드 스윙 달성에도 상원(100명 중 53명)과 하원(435명 중 220명) 모두 절반을 살짝 넘는 수준  
트럼프 대통령 당선인이 원하는 대로 주요 정책을 밀어붙이기 쉽지 않을 것이라는 전망
- 지난 해 12월 19일 19일(현지시간), 부채 한도 적용을 2년간 더 유예하는 안이 담긴 다소 축소된 예산안이 하원 표결에  
표결, 하지만 38명의 공화당 의원이 대부분의 민주당 의원과 함께 반대표를 던지면서 이 예산안은 부결

## 공화당이 추진하는 정책 패키지 주요 내용

항목	내용
선거 규제 강화	연방 선거에서 투표 시 시민권 증명을 요구하도록 국가유권자 등록법 개정
이민자 통제	- 성범죄자 및 폭력 전과 외국인 입국 금지 및 추방 - 국토안보부가 절도 혐의 외국인 구금 가능
세일가스 채굴 지원	프래킹(수입파쇄 공법) 금지 조치 철폐
낙태 및 성별 관련 규제	- 낙태시도 후 생존 아동 진료 의무화 - 트랜스젠더 여성의 여성 스포츠 참가 제한

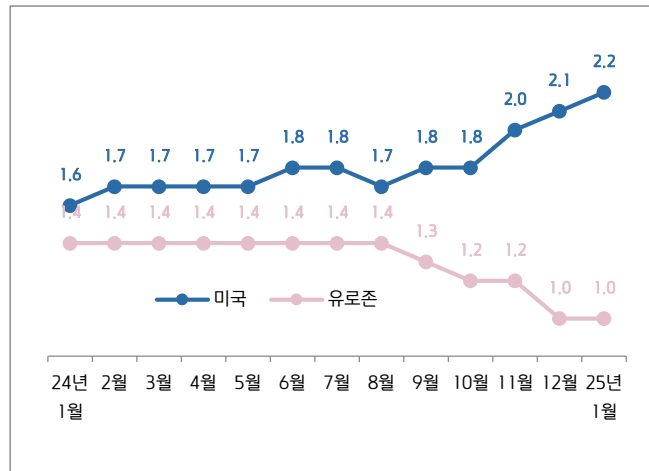
자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 미국 높아진 성장 기대치, 컨센서스 하회 가능성도 염두

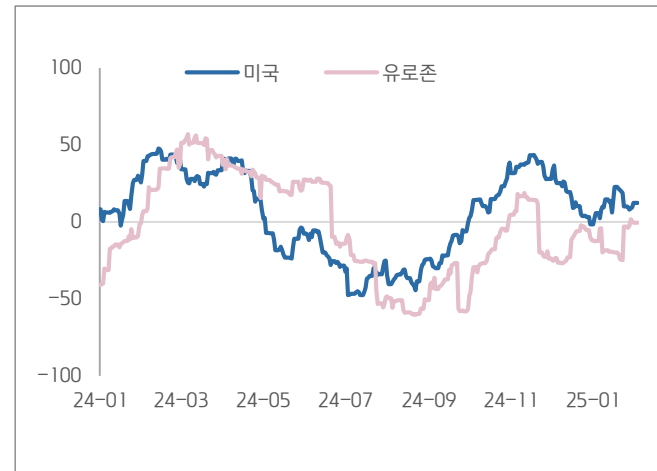
- ▶ 미국 성장에 대한 시장의 기대치는 지속해서 높아진 상황. 하지만 최근 시장 컨센서스를 하회하는 지표들이 발표. 최근 연준의 매파적인 태도를 보이면서 금리 급등 등 기업 및 가계의 심리에 부담으로 작용
- ▶ 단기적으로 미국 지표가 시장 컨센서스를 하회할 가능성이 있으며 그런 경우 성장 둔화에 대한 우려로 연준의 기준금리 인하에 대한 기대가 다시 조성될 가능성도 있음
- ▶ 반면, 유로존에 대한 경기 기대치는 낮아진 상황으로. 그 만큼 지표가 시장 예상치를 상회할 가능성 높아짐. 이는 미 달러화의 강세를 주춤하게 만들 수 있는 요인

2025년 미국, 유로존 경제성장률에 대한 컨센서스 변화



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 유로존 서프라이즈 인덱스 추이



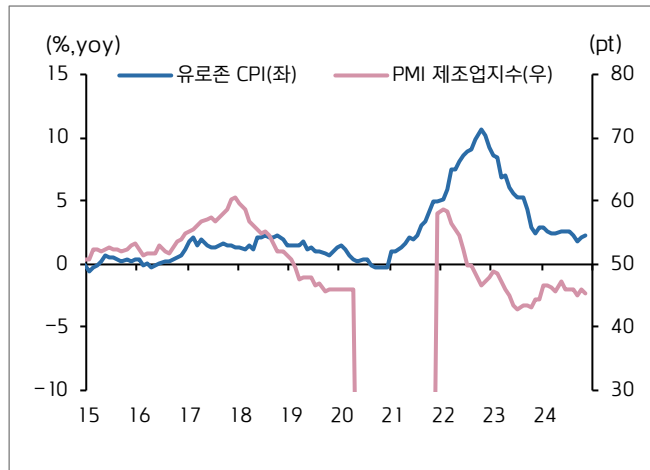
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16.

## 유로존 경기 부진 우려 높지만

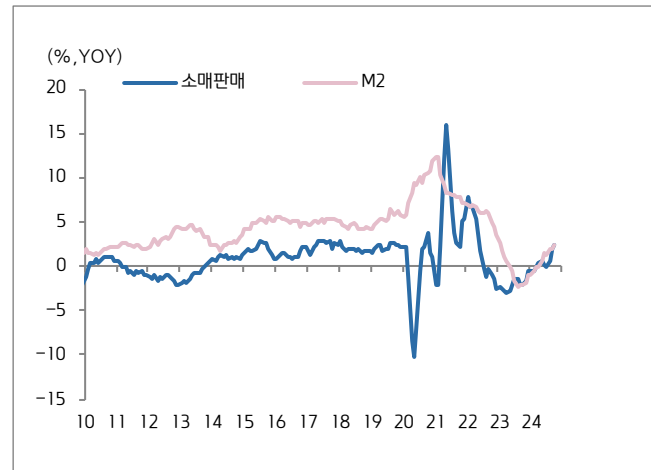
- ▶ 유로존 경기는 부진. 제조업PMI 지수는 기준선(50)을 지속해서 하회하고 있는 상황
- ▶ 다만, 금리 인하와 유동성 공급 등을 통해 점진적으로 소비의 개선 여지도 열려있어
  - 우크라이나가 러시아산 가스의 유럽 공급을 중단하면서 EU의 에너지 가격 상승 우려 잔존. 하지만, 우크라이나를 통한 공급은 유럽에서 필요한 가스 규모의 5%에 불과. 꾸준히 낮춰온 만큼 과거에 비해 충격은 제한될 전망

유로존 CPI와 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

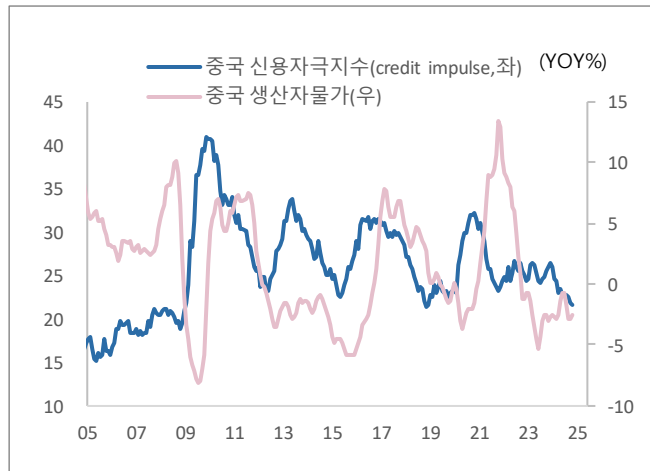
유로존 소매판매와 M2증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

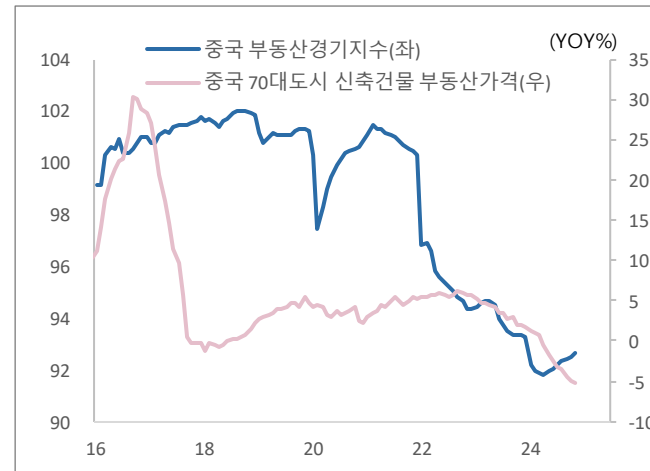
- ▶ 중국 제조업PMI지수 및 부동산 경기 더딘 회복. 유동성 개선 효과 아직 제한적
- ▶ 12월 중앙경제공작회의 이후 중국 경기에 대한 중국내 기대감이 다소 커진 가운데, 단기적으로는 트럼프 대통령 취임 전후 대외 리스크 확대 여부와 중국정부의 경제정책 등에 주목
  - 적극적인 재정 및 통화 정책 시행, 전방위적인 내수확대 정책 등에 따른 경기 개선을 기대하는 가운데, 국채 발행 확대, 계절적유동성 수요 등에 따라 춘절(1.28일~2.4일) 이전에 금리를 인하할 가능성도 제기
  - 중국 인민은행, 기술 혁신 및 소비 촉진에 금융지원을 강화할 방침이라고 발표. 언론에 따르면 정부는 각지의 공무원과 노동자에게 300~500위안 규모의 기본급 인상에 나서고 이를 춘제 연휴 전에 적용할 전망이라고 밝힘

중국 신용자극지수와 생산자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 부동산경기지수와 부동산 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

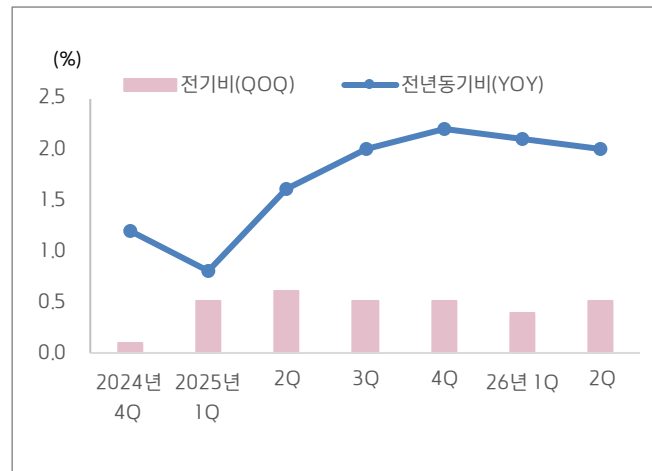
- ▶ 최근 1% 중후반대로 낮아진 올해 경제성장률 전망치는 하향 조정중
  - 트럼프2기에 대한 정책 불확실성 반영. 미국 정책에 대한 한국의 산업 의존도가 커지면서 민감도 높아짐
- ▶ 다만, 수출 증가율이 둔화되나 한 자릿수 초반은 유지되고 추경 가능성 등을 고려할 때 성장 전망치의 상향 조정도 가능
  - 기재부의 1분기내 추경 편성 가능성(규모 약 20~30조원)도 제기. 이로 인한 경제 성장 기여율은 약 +0.2%p로 추정

주요기관의 2025년 한국 경제성장률 전망치

전망기관	전망치	전망시기
정부	1.8%	2025년 1월
한국은행	1.9%	2024년 11월
한국개발연구원	2.0%	2024년 11월
국제통화기금(IMF)	2.0%	2025년 1월
아시아개발은행(ADB)	2.0%	2024년 12월
경제협력개발기구(OECD)	2.1%	2024년 12월
현대경제연구원	1.7%	2024년 12월

자료: 각사 전망치, 키움증권 리서치센터

한국 경제성장률 전망치 경로



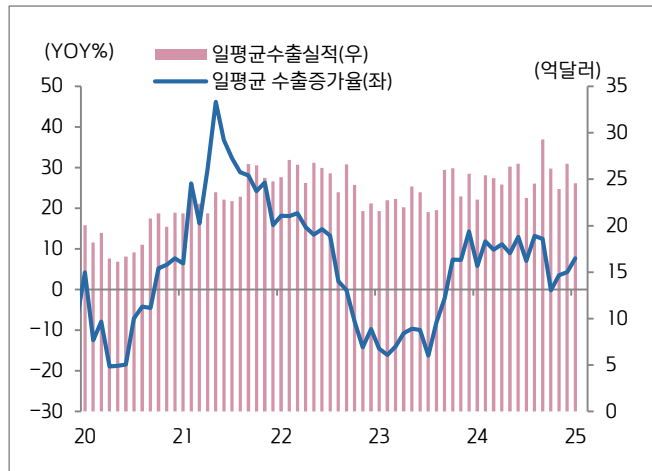
자료: Bloomberg 주요 IB 컨센서스 기준, 키움증권 리서치센터



## 19. 한국 수출, 급격한 위축 가능성도 낮아

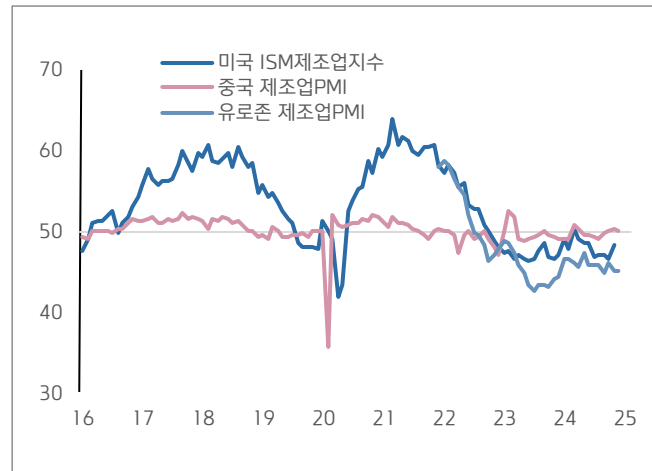
- ▶ 1월 한국 수출 증가율은 설 연휴에 따른 조업일수(-4일)가 줄어들면서 -10.3%(YOY)로 감소. 다만, 일평균 수출액은 24.6억 달러로 7.9%(YOY)증가
- ▶ 주요국의 제조업 PMI지수가 불안정하면서 수출 수요에 대한 우려는 당분간 이어질 수 있으나 중국 부양 조치에 따라 관련 수요 등을 고려할 때 급격한 위축 가능성도 낮아
  - AI 투자 확대와 조선업 호황 등으로 '25년 상반기에도 수출이 한국의 주요 성장 동력이 될 전망이지만 연간 증가율은 '25년 한 자릿수 초반대로 둔화될 전망
  - 자동차, 일반기계, 석유화학 수출은 글로벌 수요 약화와 미국 정책 변화의 영향을 크게 받을 것으로 예상

한국 일평균 수출 실적과 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

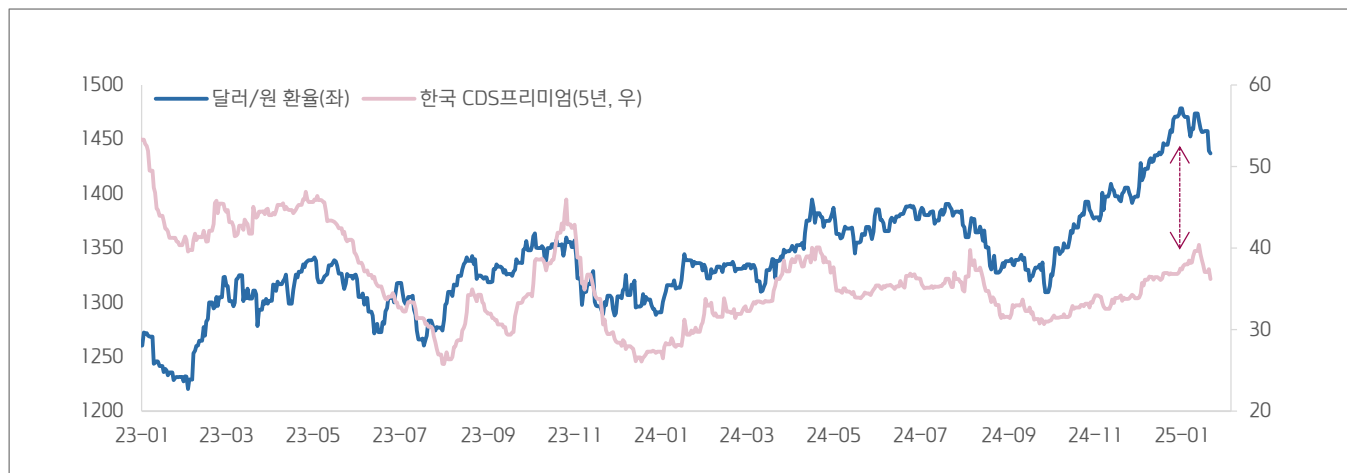
미국 ISM제조업지수와 중국, 유로존 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국내 탄핵 이슈에 대한 결론과 만약 조기 대선이 이어질 경우 국내 정치 불확실성 완화 및 경기 회복 기대 조성
  - 윤석열 대통령 계엄 선포 전 달러/원 환율은 1,390~1,400원 이었으나 국내 정치불확실성이 높아지면서 1,420~1,430원대로 높아짐
  - 한은총재, 환율 급등과 관련 1,470원을 기준으로 하면 계엄으로 인해 30원정도 추가 상승했다고 언급. 계엄이 없었다면 1,440원 정도에서 멈췄을 것이라고 발언
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 조치 불확실성 잔존하나 과격하게 진행되지 않는다면 최악의 시나리오는 피할 것으로 예상. 인플레이션 우려 및 정책 불확실성 완화되며 미 달러화 달러/원 환율 급등세는 마무리 국면에 접어들 듯

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄



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.