

| 리서치센터 투자전략팀 | 2025년 1월 3일



KIWOOM 투자전략

# 채권 및 매크로 이슈 점검: 금리 인하 지속 가능성 확인하는 시기

채권전략 안예하  
yhahn@kiwoom.com

경제 김유미  
helloym@kiwoom.com

Absolute return

Income

Liquidity

키움증권





## I. 채권: 미국은 동결, 한국은 인하?

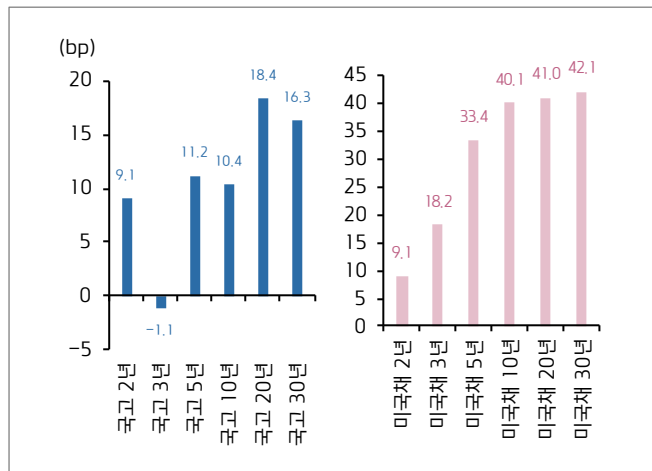
채권전략 안예하  
yhahn@kiwoom.com

## 01.

## 12월 채권시장 리뷰: 미국 장기채 중심 약세폭 확대

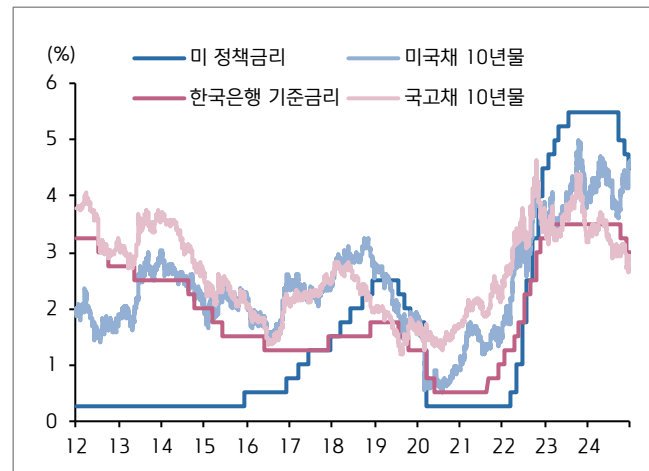
- ▶ 12월 채권시장은 약세 마감한 가운데 미국과 한국은 일부 엇갈리는 양상. 미국채 금리 상승폭 확대 속 국내 시장금리 상승은 제한되었음
  - 국고채 시장은 국내 정치 불확실성 이슈로 인해 약세폭 제한. 정치 불안과 연말 여객기 사고로 인한 경기 심리 부진 우려가 한은 금리 인하 기대를 높였음
  - 미국채 시장은 장기채 중심으로 약세폭 심화. 12월 미 연준 FOMC가 시장 예상보다 매파적으로 나타난 영향. 미 연준 1월 정책금리 동결 기대가 높아지면서 장기채 중심 상승. 미국 4분기 GDP 성장률 확정치 또한 잠정치보다 상향 조정되었으며, 미국 고용시장이 여전히 견조하다는 점을 근거로 미 연준 금리 인하 속도 조절 필요성 대두

2024년 12월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국고 및 미국채 금리 추이



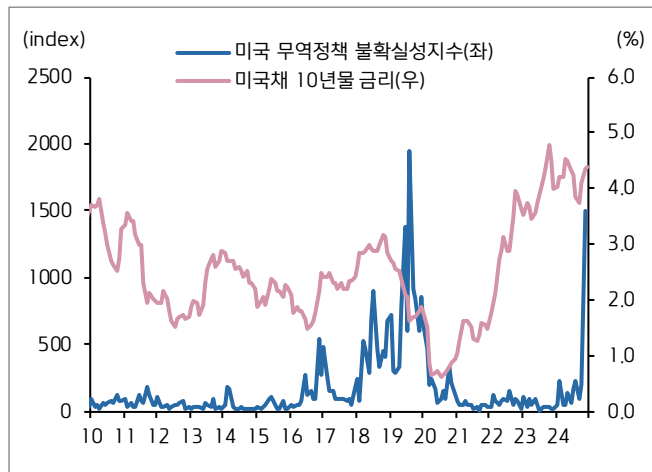
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

## 02.

## 1월 채권시장 전망: 상하방 요인 상충

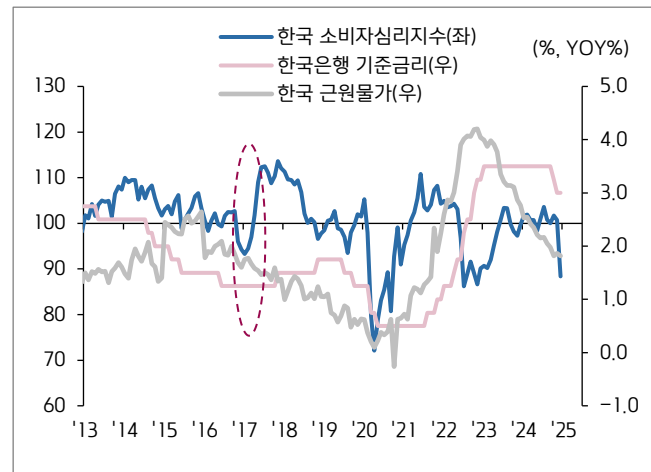
- ▶ 1월 채권시장은 상하방 요인이 상충되면서 보합권을 보일 것으로 예상하는 가운데, 국내 시장은 강보합, 미국채 시장은 약보합 수준일 것으로 전망
- ▶ 국내 시장은 한은 금리 인하 기대에도 대외 금리 상승 압력과 환율 부담 요인이 작용하면서 강세폭이 제한될 수 있는 요인이 상충될 것으로 예상. 1분기 추경 편성에 대한 가능성 또한 수급 부담으로 작용하면서 금리 하락폭을 제한시킬 요인
- ▶ 미국채 시장은 미 연준 1월 금리 동결 가능성과 트럼프 정책 불확실성 요인이 상충되면서 약보합 예상. 금리를 하락 반전시킬 만한 모멘텀이 부재하다는 점이 약보합 흐름을 유지시키는 요인이 될 것. 그럼에도 고점 부근 인식으로 인한 저가 매수세 유입과 트럼프 정책 불안은 채권 매수 심리를 유지시킬 것으로 예상

미국 무역정책 불확실성과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

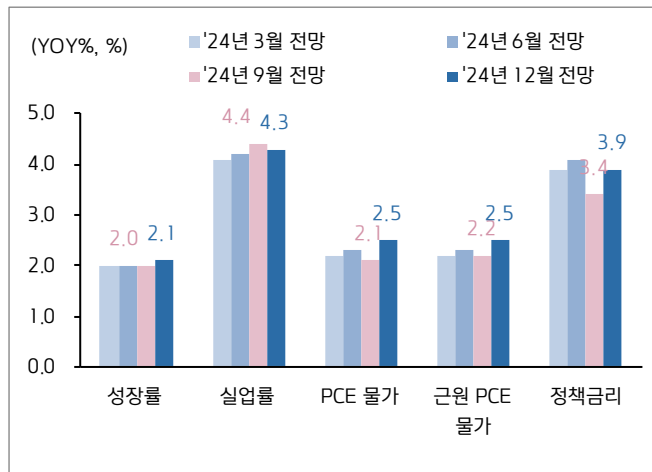
한국 소비자심리지수와 한국은행 기준금리, 근원 소비자물가 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

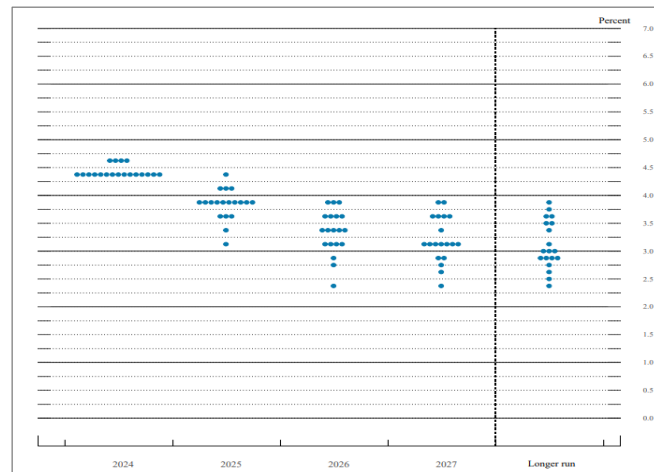
- ▶ 12월 FOMC는 매파적인 인하 결정이었음
  - 금리 동결 소수의견 1명 등장. 클리블랜드 연은 총재 해택이 금리 동결 주장
  - 2025년 헤드라인 PCE 물가와 근원 PCE 물가를 모두 2.5%로 상향 조정했고, 실업률도 추가로 둔화되지 않을 것이라고 주장
  - 내년 금리 인하 횟수를 4회에서 2회로 축소. 물가 둔화 흐름이 더디질 것으로 예상치를 제시함으로써 미 연준 위원들 또한 인하 횟수가 제한적일 것으로 예측
  - 성명문에서는 추가 조정의 '정도'와 '시기'를 고려한다는 문구를 추가해 정책 결정에 신중할 수 있음을 시사

미 연준 2025년 미국 경기 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

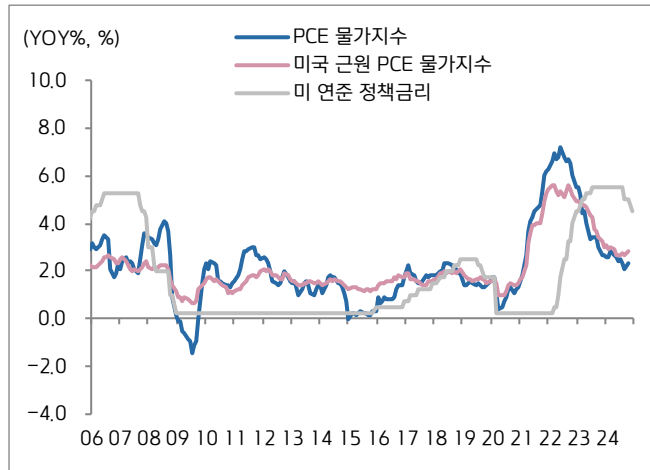
미 연준 12월 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

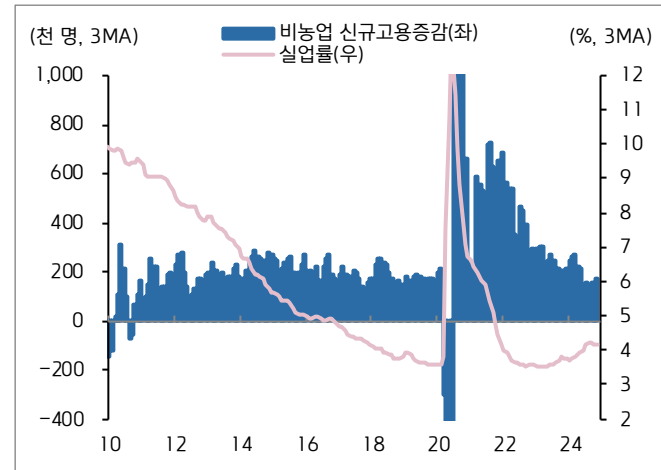
- ▶ 이와 같이 미 연준의 전망이 변화한 배경에는 미국 물가 둔화세가 제한적인 수준에 있다는 것이 가장 큼
  - 미국 근원 PCE 물가는 6월 2.63% 상승률을 기록한 이후 최근 10월 물가는 2.79%까지 반등한 것으로 나타남
  - 미국 PCE 물가 상승률 또한 2.3% 수준에서 추가 하락 제한중
- ▶ 고용시장 둔화세 또한 더 확대되지 않고 횡보하는 양상. 미국 7월 실업률이 4.3%를 기록한 이후 4.1~4.2% 수준으로 둔화되어 추가 상승 제한. 이러한 경기 상황을 감안 미 연준은 추가 인하에 있어서 신중할 필요성을 주장한 것

미국 PCE 물가 상승률과 정책금리 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

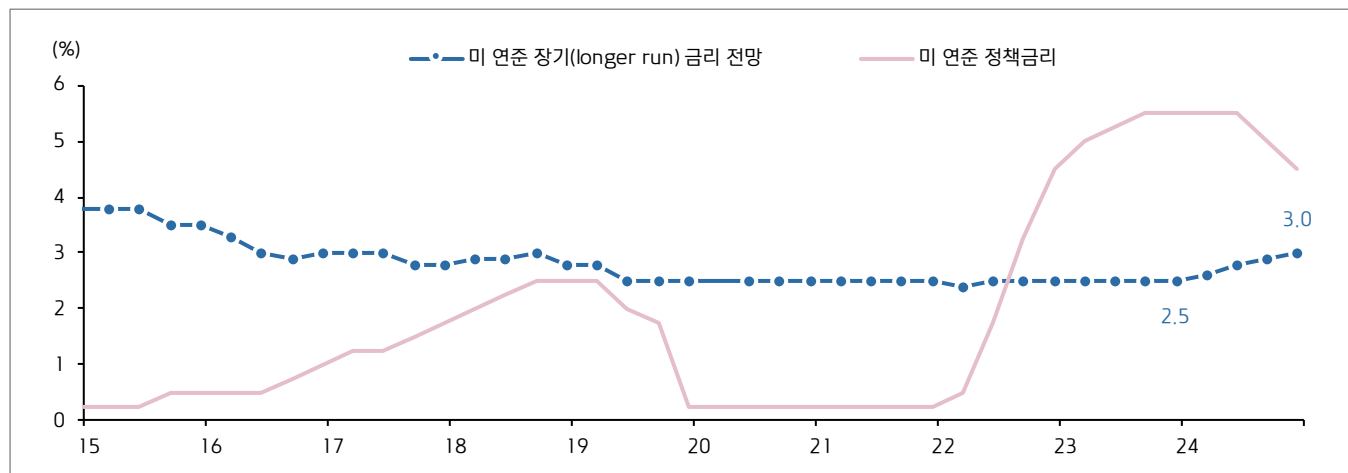
미국 신규고용자수와 실업률 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 연준은 장기금리 전망치 또한 추가 상향 조정. 2023년 말 2.5%로 제시했던 장기금리 전망치를 3.0%로 상향 조정했음
  - 미 연준의 장기 금리 전망을 미 연준의 중립금리 수준으로 본다면, 그만큼 금리 전망 상향은 향후 미 연준의 금리 인하폭이 크지 않을 것이라는 점을 시사하는 것임

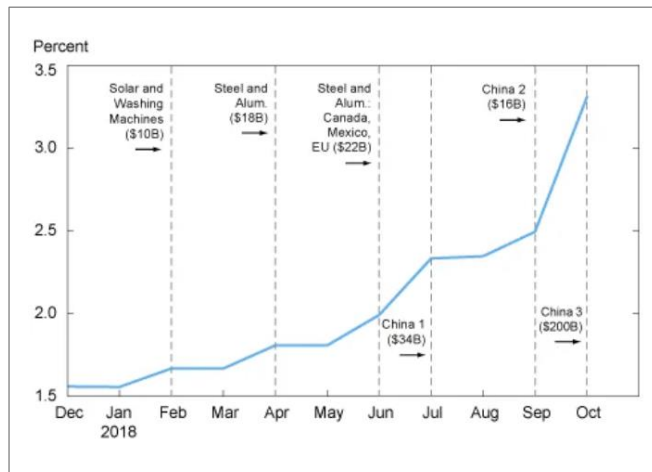
미 연준 장기 금리 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

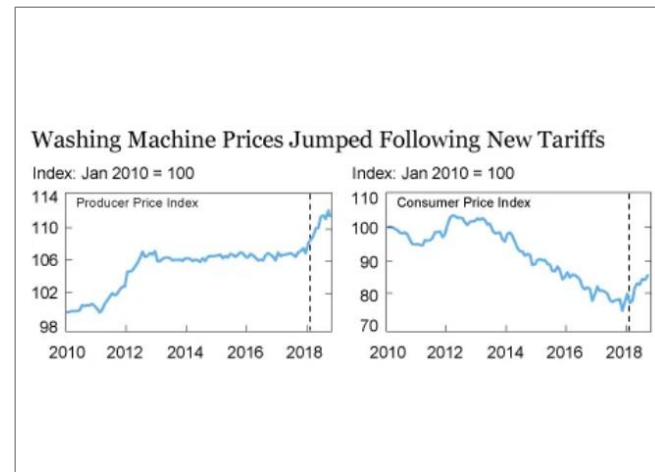
- ▶ 12월 FOMC의 '매파적 인하' 결정은 트럼프 2기 행정부의 정책 영향을 선반영한 결과라고 판단함.  
최근 들어 물가 둔화세가 제한되고 있으나, 물가 반등을 우려할 상황으로는 판단하기 어려운 가운데,  
트럼프 2기 행정부 정책이 가져올 수 있는 수요 진작과 인플레이 압력 등을 미리 반영한 것
- 뉴욕 연은은 2018년 중 부과된 수입품 관세는 미국 물가를 0.3% 가량 상향시키는 효과를 가져왔다고 분석한 바 있음

트럼프 1기 정부 관세 부과 조치



자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

세탁기 수입 관세 부과로 관련 생산자물가, 소비자물가 모두 상승

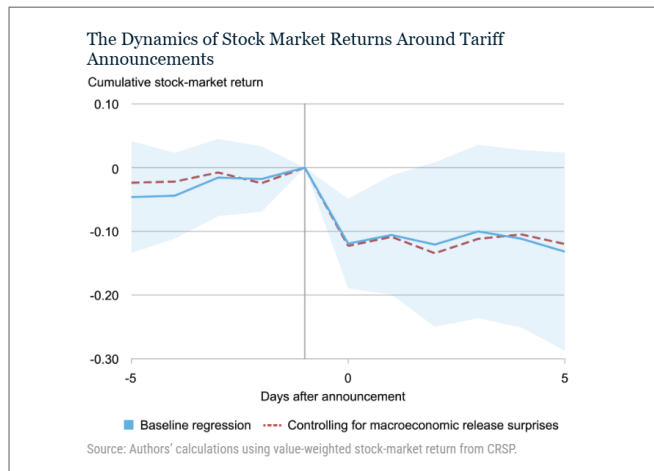


자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터



- ▶ 그렇다면 미 연준은 금리 동결기를 맞이하는 것일까. 미 연준이 제시한 2회 인하보다 확대될 가능성은 없을까
- ▶ 미국 트럼프 2기 정부의 인플레이 압력보다는 수요 둔화 우려가 높을수 있다는 점을 고려할 필요
  - 트럼프 1기 정부 당시에도 대중 관세 정책과 함께 글로벌 무역량이 감소하면서 전반적인 수요 둔화로 나타난 바 있음. 통상정책에 대한 불확실성은 경기 하방과 함께 금리 하락 요인으로 작용할 수 있음
- ▶ 뉴욕 연은에서는 최근 기고문을 통해 과거 트럼프 1기 정부 당시 관세 부과 조치가 주식시장에 미친 영향에 대해 분석했으며, 결과적으로 기업 이익에 부정적인 영향을 미친 것으로 평가
  - 주가가 관세 발표시 하방 압력을 일반적으로 받은 것으로 나타났으며, 기업이익, 고용, 매출, 생산성 등이 모두 하향 조정되는 결과를 낳은 것으로 분석함. 즉 관세 부과로 인한 인플레이 압력은 오히려 수요 둔화를 가져올 수 있다는 점에서 관세 품목에 대한 가격 인상이 전반적인 인플레이를 이끌어내기에는 제한적일 수 있음을 의미함

## 관세 부과 전후 주가 변화



자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

## 2019~2021년 중 관세부과로 인해 주가가 하락한 기업들의 수익, 고용, 매출, 생산성 영향 평가

## Firms with Worse Stock-Market Returns Had Worse Future Real Outcomes

Effect of a one-standard-deviation fall (=0.56%) in stock-market returns on:

Percent

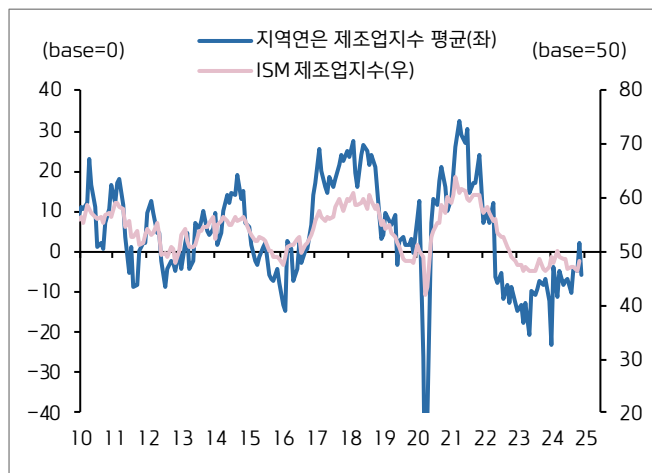
Profits	-12.9
Employment	-3.9
Sales	-6.7
Labor productivity	-2.2

Source: Authors' calculations.

자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편 미국 제조업 경기와 서비스업 경기의 차별화 양상도 지속되고 있음. 서비스업 경기의 안정적인 흐름에 미국 소비 중심의 경제 성장세가 유지될 것으로 예상되기도 하나, 한편으로 고금리로 인한 제조업 경기 부정적 영향 또한 이어지고 있다는 점은 금리 인하를 지속시키게 만드는 요인이 될 것. 또한 주요 지역 제조업 경기 부진 흐름이 이어지고 있음은 ISM 제조업지수가 기준선 50을 계속해서 하회할 것을 시사
- ▶ 또한 이번 금리 인하 사이클의 첫 시작점이 고용 둔화에 있었다는 점을 감안할 때 그간 공급 우위의 고용시장이 균형점에 도달하고 있으며 점차 수요 우위의 시장으로 변화할 수 있다는 점을 의미. 미국 고용시장 둔화에 대한 우려가 관세 부과 강화시 수요 둔화와 함께 상존할 수 있다는 점 또한 금리 인하 사이클이 상반기 중 좀더 지속될 수 있음을 의미함
- ▶ 당사는 미 연준 연내 2회가 아닌 3회 인하로 최종 금리 수준은 3.50~3.75%로 전망

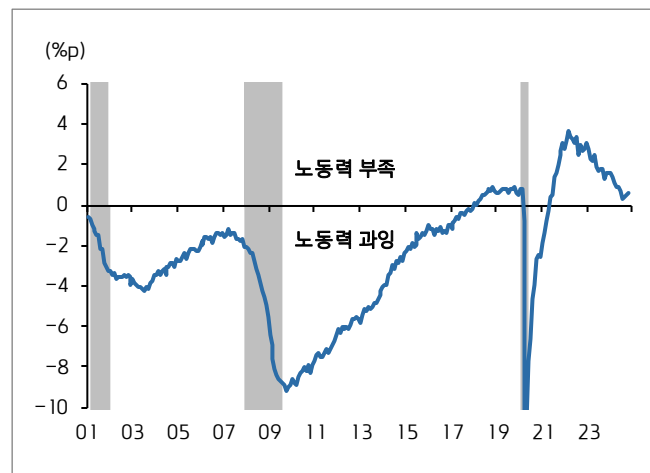
ISM 제조업지수와 지역별 제조업지수 평균 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 지역별은 제조업지수 평균=뉴욕, 필라델피아, 델러스, 리치몬드

미국 고용시장 갭



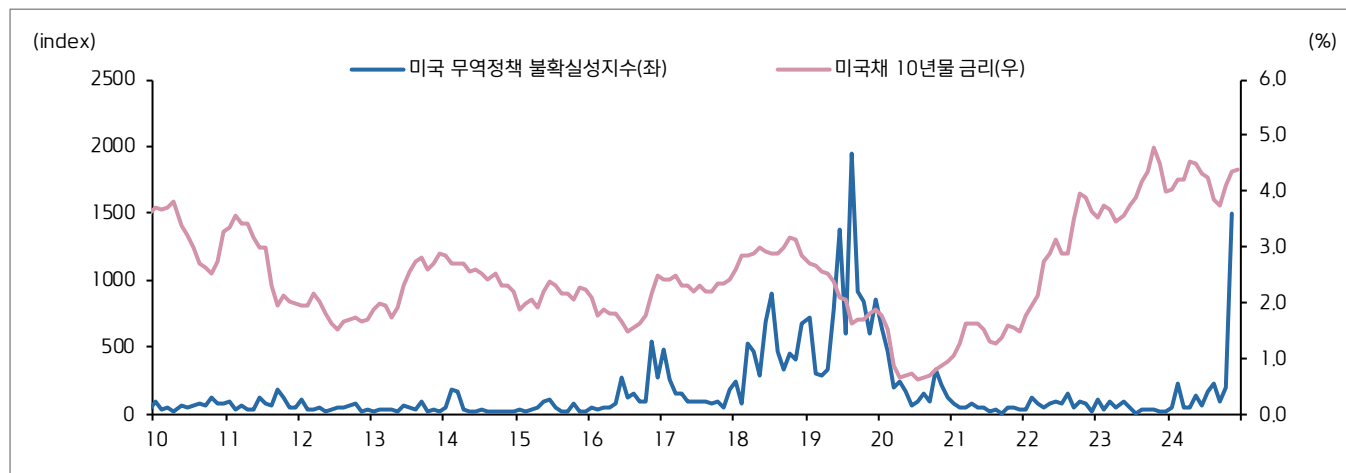
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주1) 고용 갭 = 노동공급과 노동수요 간의 차이(노동수요=채용공고 건수+취업자, 노동공급=취업가능인구)

주2) 음영은 경기 침체기

- ▶ 미 연준의 금리 인하 전망치에 변화가 생긴만큼 미국채 금리 또한 상방 압력이 우세할 수 있음  
단기적으로는 미 연준의 금리 인하 기대가 크게 약화되면서 미국채 10년물 금리가 4.5%에 근접하는 수준에서 등락을 이어나갈 수 있음
- ▶ 다만 금리 인하 사이클이 좀더 지속될 수 있음을 시사하고 있으며, 미국 고용시장 둔화 우려가 여전히 상존하고, 미국 트럼프 2기 정부의 인플레이션 압력보다는 수요 둔화 우려가 높을 수 있다는 점을 고려. 미국채 10년물 금리는 높아진 레벨에서의 박스권 등락 예상, 4.4~4.6% 등락 전망

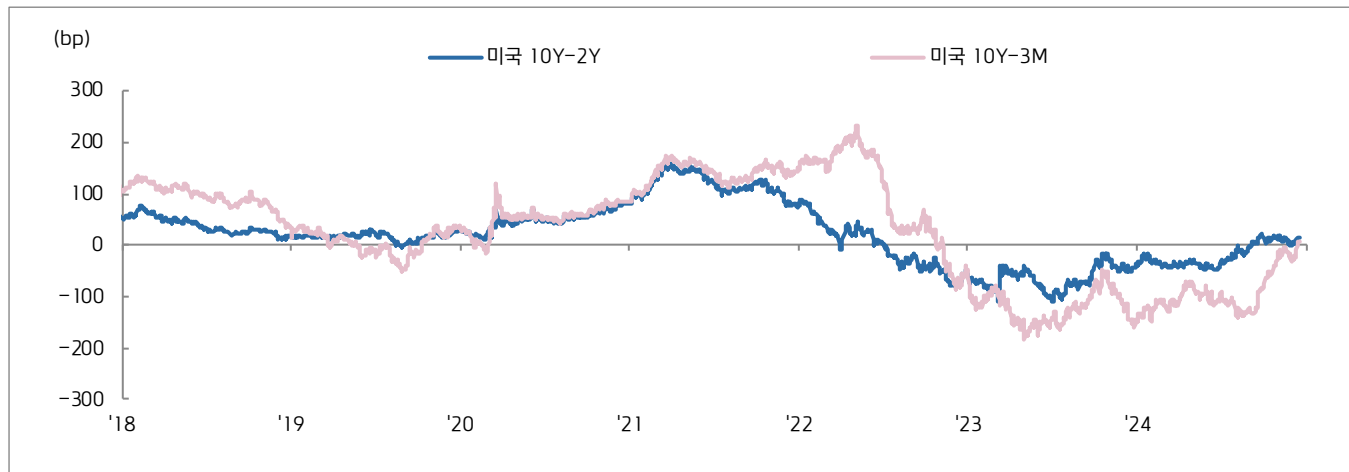
미국 무역정책 불확실성과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 미국채 장단기 스프레드가 플러스로 전환하고 있음. 10-2년 스프레드에 이어 10년-3개월 스프레드 또한 플러스로 전환
  - 플러스 전환의 배경에는 1) 금리 인하 기대 약화, 2) 트럼프 트레이드 속 경기 회복 기대 등이 작용
- ▶ 트럼프 정부 정책 관련 불확실성은 여전히 높음. 관세 정책이 가져올 수 있는 경기 하방에 대한 리스크는 아직 반영하지 않은 것으로 판단하며, 관세 정책으로 인한 인플레이션보다 경기 하방 리스크가 더 크다는 점을 감안할 때, 상반기 중 커브 스티프닝은 제한적인 수준에 그칠 것으로 예상함. 금리 인하 사이클이 지속됨에 따른 단기 금리 하락과 함께 장기 금리도 비슷한 수준으로 하락할 수 있다고 판단하기 때문

미국채 장단기 금리차 추이



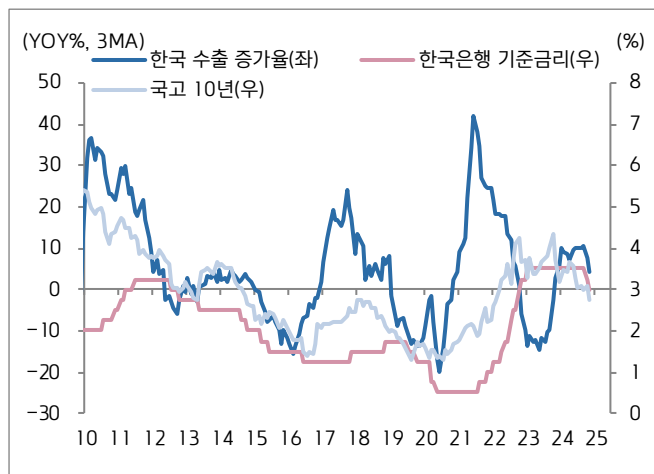
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11.

## ②한은 인하: 한국 기준금리 인하도 점진적으로 변화할까

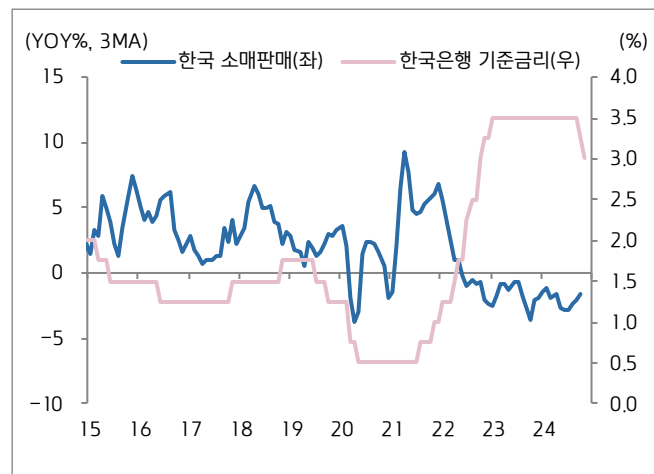
- ▶ 미 연준의 속도 조절 가능성이 부각되고 있는 그 배경에는 건조한 경기 성장세가 있으나, 한국은 상황이 달라짐. 그간 견조했던 수출 성장세가 둔화될 리스크가 부각되고 있으며, 내수 부문의 취약성 또한 계속해서 지속되고, 최근의 정치 불확실성 요인으로 더욱 악화될 수 있는 국면을 맞이함
- ▶ 따라서 미 연준의 금리 인하 속도 조절에도 한국의 금리 인하 속도 조절에는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 판단하며, 미국과 한국의 정책 동행성이 약화될 것으로 예상

한국 수출 증가율과 시장금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 소매판매와 기준금리 추이



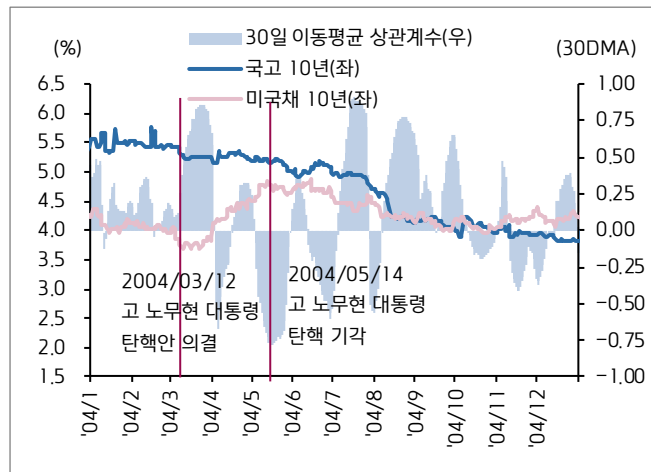
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 12.

## ②한은 인하: 정치 불확실성 국면에서 미국과의 동행성 약화

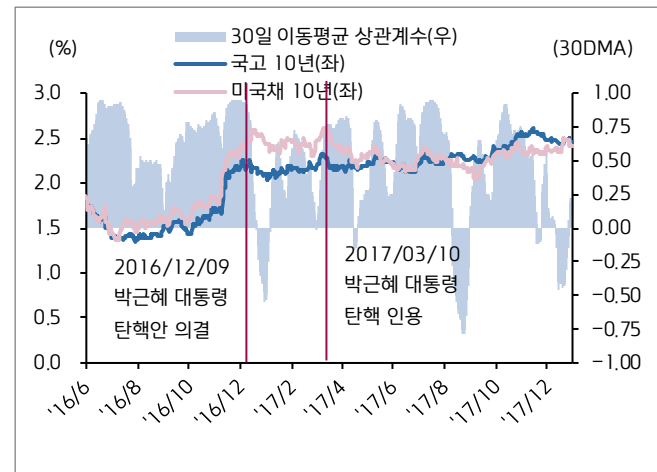
- ▶ 과거 최근과 같이 국내 정치 불확실성 국면이 높아졌던 구간의 금리 추세를 살펴보면  
미국채 금리와의 상관관계는 약화되는 구간이 나타났음을 확인. 즉, 국내 금리가 대외 금리보다는  
국내 이슈에 좀더 영향을 받은 것을 확인할 수 있음
- 2004년 고 노무현 대통령 탄핵안 의결 / 2016년 박근혜 대통령 탄핵안 의결 당시  
30일 이동평균 상관계수를 살펴보면, 높았던 상관관계가 급격히 낮아지면서 음의 상관관계가 나타났다는 점을  
확인할 수 있음

2004년 사건 전후 국고 10년과 미국채 10년 상관계수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016년 사건 전후 국고 10년과 미국채 10년 상관계수



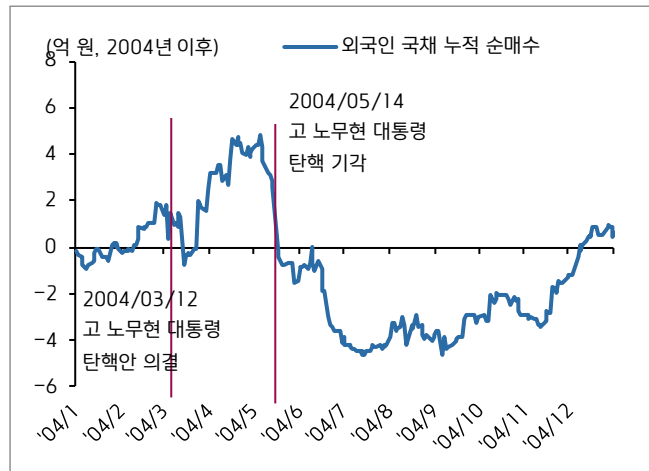
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 13.

## ②한은 인하: 정치 불확실성 국면에서 외국인 현물 매수는 지속

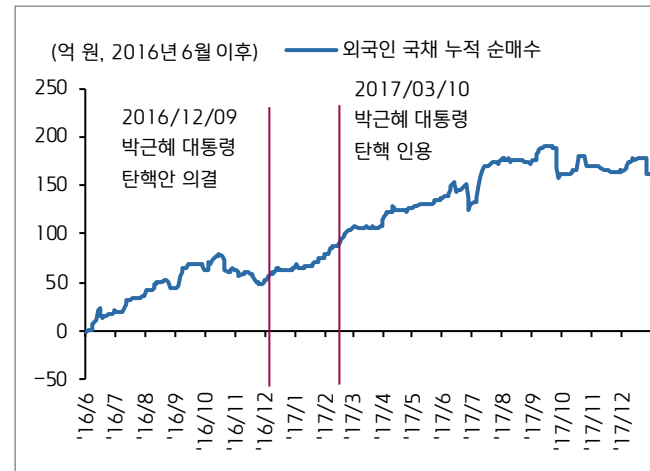
- ▶ 과거 사건 전후의 외국인 수급을 살펴보면, 2004년 당시에는 사건 직후 외국인의 채권 자금 이탈이 일정부분 단기간 발생한 이후 다시 순매수를 확대한 한편, 2016년 당시에는 사건 전후의 뚜렷한 인과관계를 찾기는 어려움
- ▶ 두 사건의 정치적 상황이 달랐던 점도 고려할 수 있겠으나, 전반적으로 외국인 자금이 국채로 확대되는 흐름이라는 점을 감안하면, 오히려 국내 자산 중 안전자산인 채권으로 이동했다는 사실을 알 수 있음

2004년 사건 전후 외국인 현물국채 누적 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016년 사건 전후 외국인 현물국채 누적 순매수



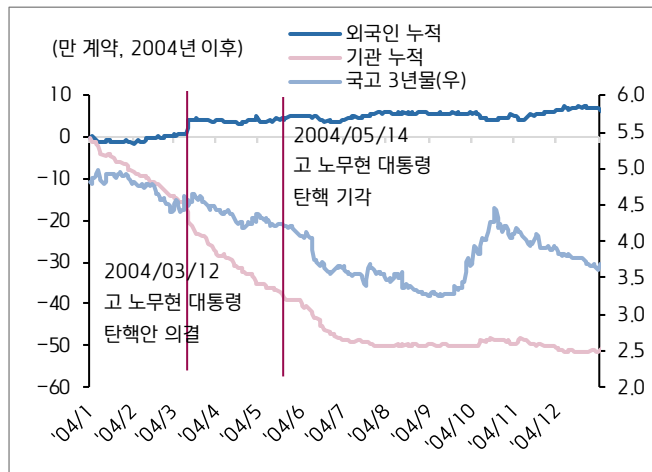
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 14.

## ②한은 인하: 정치 불확실성 국면 외국인 선물, 일관적 방향성은 없어

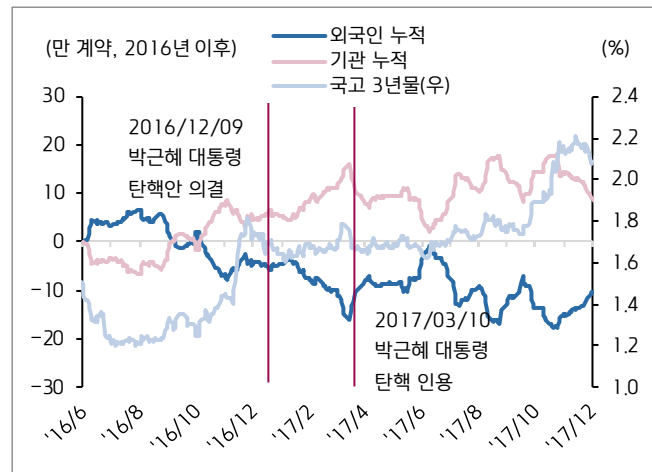
- ▶ 선물 시장에서의 외국인 자금에서는 더욱 국내 정치 흐름과 외국인 자금의 성격이 뚜렷하지 않음을 과거 사례를 통해 알 수 있음
- ▶ 특히 2016년에는 국고채 금리의 상방 압력이 높아졌던 시기였는데, 당시의 흐름은 국내 외국인 자금 이탈로 인한 금리 상승 압력이 정치 요인보다는 대외 요인에 있었던 것을 알 수 있음  
외국인 선물 자금은 순매도를 기록했으나, 당시 미국채 금리가 FOMC를 전후로 금리 인상 경계감에 따라 변동성이 커졌던 상황이었으며, 이에 따라 국고채 금리도 미국채에 연동되는 양상이었음을 확인할 수 있음

2004년 사건 전후 외국인 국채선물 누적 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016년 사건 전후 외국인 국채선물 누적 순매수

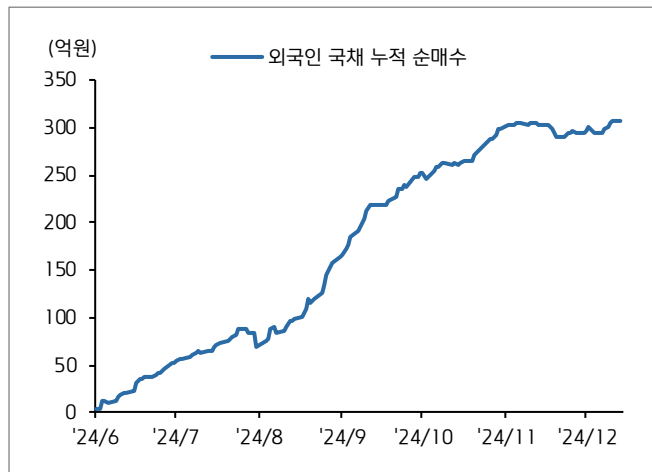


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



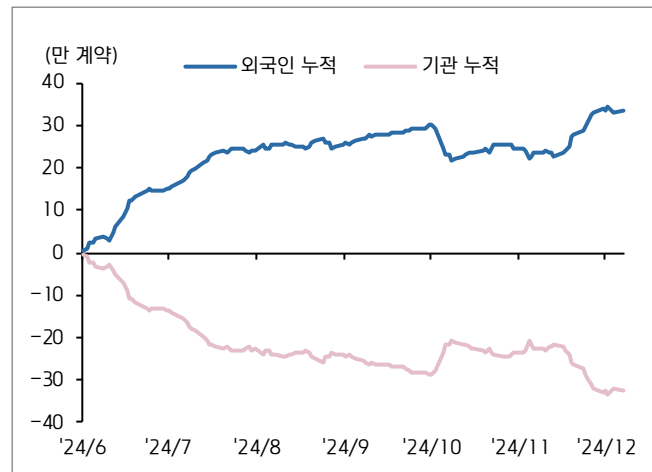
- ▶ 최근 사건 직후 외국인은 3거래일 간 현물 순매도 기록 이후 재차 순매수를 기록하며 확대하는 양상인 가운데 선물에 대해서는 소폭 순매도를 기록 중이나 급격한 자금 이탈로 보기는 어려움
- ▶ 이와 함께 국내 통화정책 완화에 대한 기대가 확대되고 있어 시장금리는 2.5~2.6% 내외에서 등락을 이어가며 큰 변화가 없는 것을 확인할 수 있음
- ▶ 이를 감안하면 국내 채권시장은 이번에도 단기간의 변동성을 거친 이후 국내 펀더멘털에 집중하는 양상을 이어나갈 것으로 예상하며, 국내 정치 이슈로 인해 통화 완화에 대한 기대가 더욱 강화되었다는 점에서 단기구간 중심의 투자 전략을 취하는 것이 적절하다는 판단임

2024년 6월 이후 외국인 현물 국채 누적 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 6월 이후 외국인 및 기관 국채선물 누적 순매수

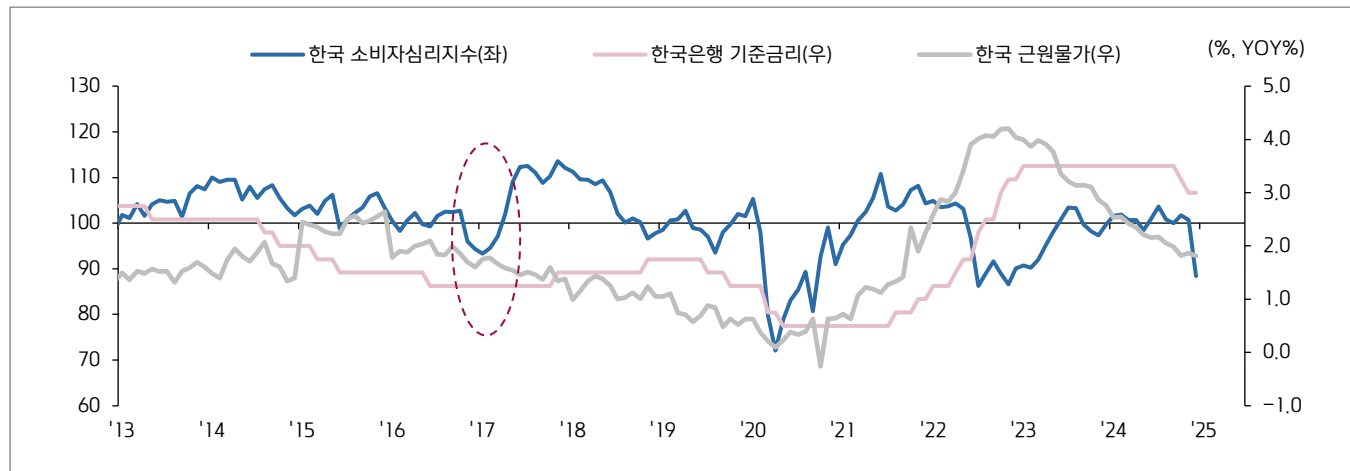


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16. ②한은 인하: 경기 심리 회복을 위해서는

- ▶ 최근 발표된 한국 소비자심리지수는 88로 기준선인 100을 하회하며 큰 폭 하락. 여객기 사고 전 발표된 수치임을 감안하면 1월까지도 지수는 부진할 것으로 예상
- ▶ 과거 2016년 박근혜 대통령 탄핵 소추안 가결과 최종 인용까지의 기간인 2016년 말~2017년 3월까지의 소비자심리지수 추이를 보면, 기준선인 100을 하회하다가 인용 직후부터 소비심리가 개선된 것을 확인할 수 있음. 정치 불확실성 요인이 해소되어야 경기 심리가 회복될 수 있다는 것을 의미함
- ▶ 정치 불확실성이 장기화될 경우 경기 심리 회복 시기와 정도가 제약될 수 있음을 의미하며, 이를 고려할 때 통화와 재정 모두 완화정책을 취하게 될 것으로 예상

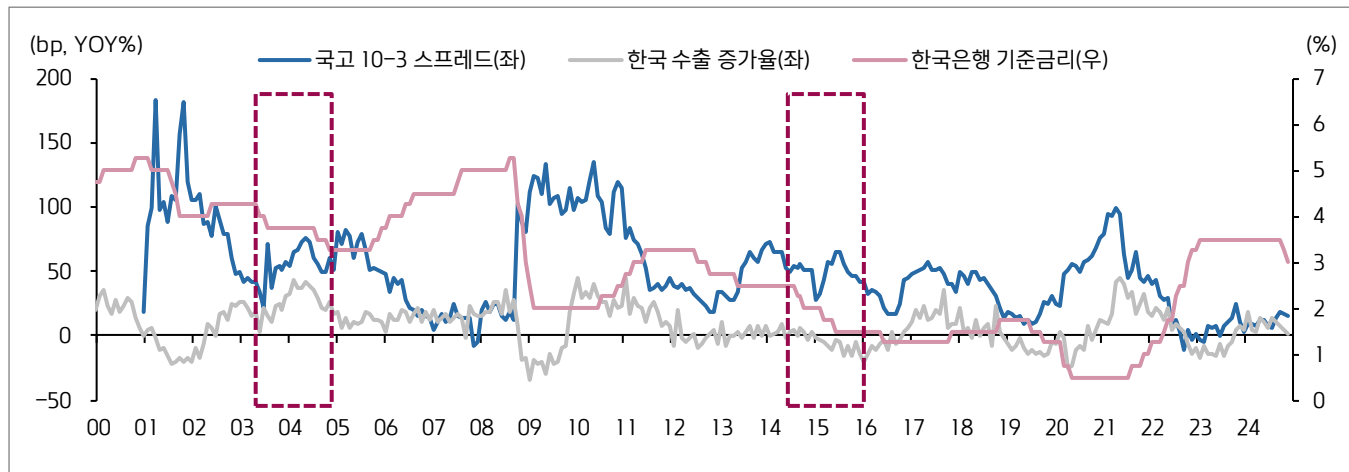
한국 소비자심리지수와 한국은행 기준금리, 근원 소비자물가 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

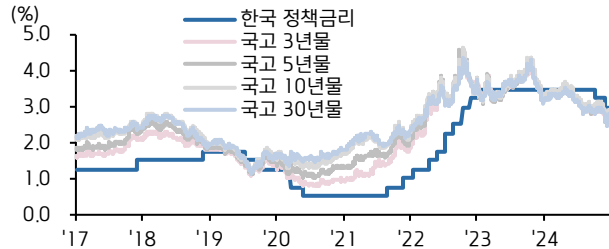
- ▶ 최근 정권 변화로 인한 추경 이슈가 불거지고 있어 커브 스티프닝에 대한 경계감이 높은 상황임
- ▶ 다만 과거 금리 인하 구간에서 커브 스티프닝이 되기 위해서는 수출의 개선이 전제되어야 했던 상황임을 감안한다면, 커브 스티프닝이 가파르게 나타나기는 어렵다고 판단함
- ▶ 특히 내년 반도체를 중심으로 한 국내 수출 경기 둔화 우려와 미국의 관세 정책 등이 국내 수출 불확실성을 높이고 있는 상황임. 경기 둔화 압력이 높아지는 구간에서, 추경 이슈를 감안하면 초장기물 대비 단기물에 대한 선호가 높으며, 3-10 커브 스티프닝은 제약되겠으나, 10-30 스프레드는 내년 일부 정상화 구간으로 올라설 가능성이 높음

한국 장단기 금리차 추이

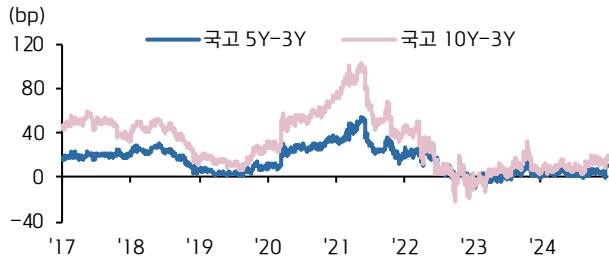


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

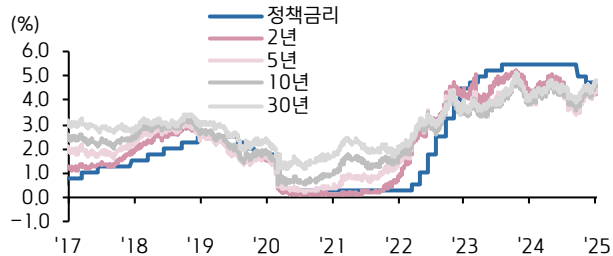
주요 국고채 금리 추이



국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)

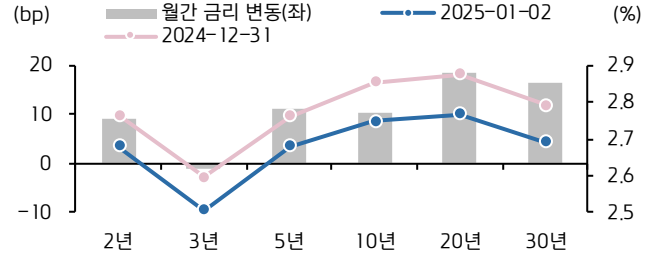


주요 미국채 금리 추이

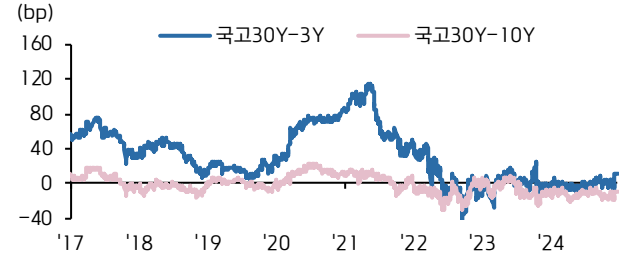


자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

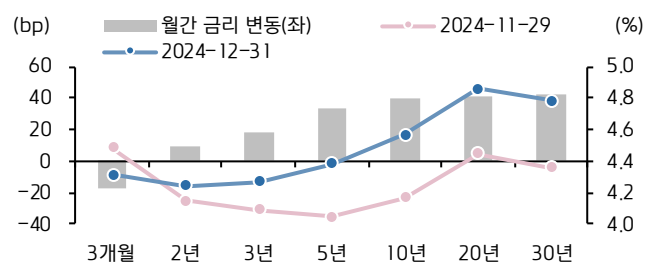
한국 12월 수익률 곡선 변화



국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



미국 12월 수익률 곡선 변화



MON	TUE	WED	THU	FRI
		1 <b>신정</b>	2	3
		한국 12월 수출입 동향	중국 12월 Caixin 제조업 PMI	미국 12월 ISM 제조업지수
6	7	8	9	10
미국 12월 S&P 글로벌 PMI 미국 11월 내구재주문	한국 12월 소비자물가동향 미국 11월 JOLTS 미국 12월 ISM 서비스업지수 유로 12월 CPI	미국 12월 ADP 민간고용 유로 11월 PPI	미국 12월 FOMC 의사록	미국 12월 고용보고서 - 실업률, 신규고용, 시간당임금 미국 1월 미시간대 소비심리지수
13	14	15	16	17
중국 1월 수출/수입	미국 12월 PPI	한국 12월 수출입물가지수 미국 12월 CPI	한국 1월 한국은행 금동위 미국 12월 소매판매 미국 1월 필라델피아 제조업지수 미국 1월 NAHB 주택시장지수	미국 12월 산업생산 미국 12월 주택착공건수 유로 12월 CPI
20	21	22	23	24
	한국 1월 생산자물가지수		한국 4분기 GDP	미국 1월 S&P 글로벌 PMI 미국 1월 미시간대 소비심리지수 미국 1월 기존주택판매 일본 12월 CPI 일본 BOJ 통화정책회의
27	28 <b>설날 연휴</b>	29 <b>설날</b>	30 <b>설날 연휴</b>	31
미국 1월 신규주택판매	미국 1월 CB 소비자신뢰지수 미국 1월 리치몬드연은 제조업지수	미국 1월 FOMC 호주 12월 CPI	미국 4Q GDP 미국 12월 미결주택판매 유로 4Q GDP 유로 ECB 통화정책회의	미국 12월 PCE 물가 중국 1월 Caixin 제조업 PMI 일본 1월 도쿄 CPI

주) 현지 시각 기준

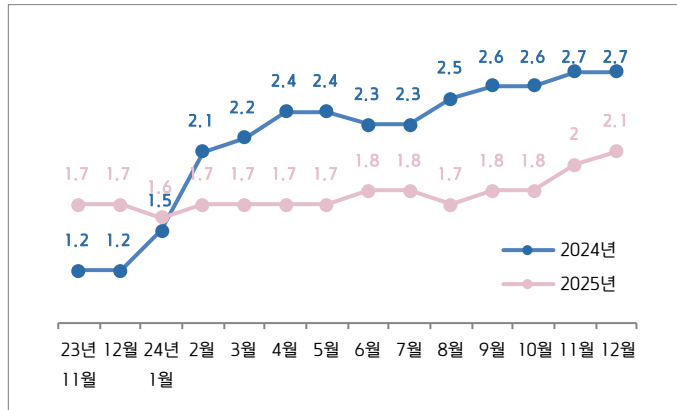


## II. 매크로: 시간이 필요한 구간

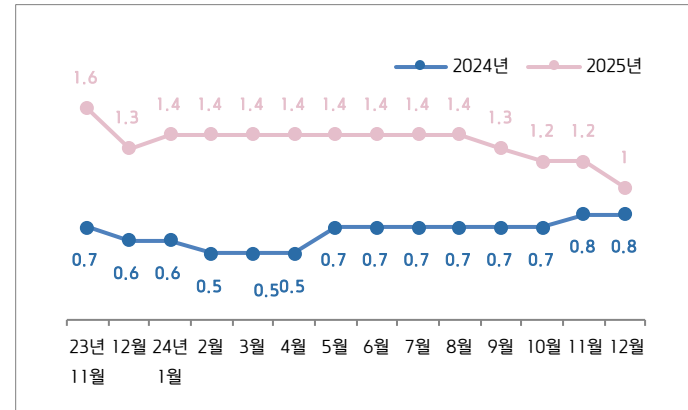
경제 김유미  
helloym@kiwoom.com

# 01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

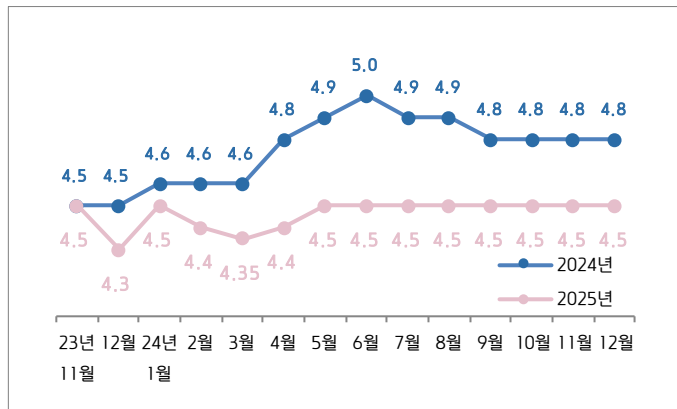
## 미국



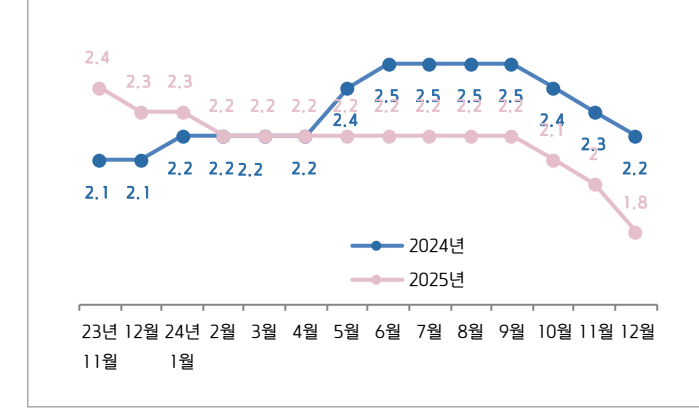
## 유로존



## 중국



## 한국



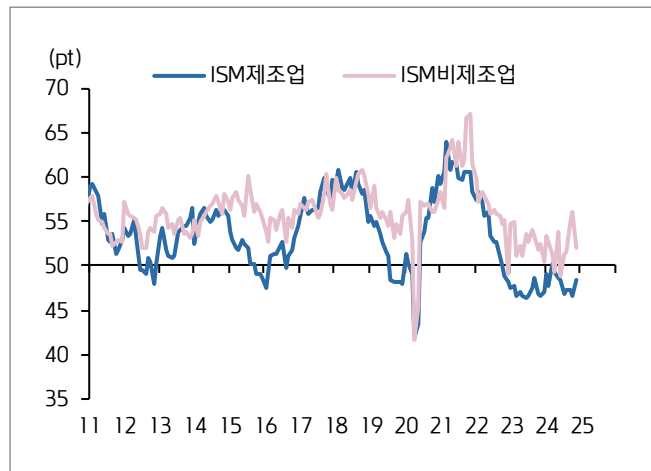
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 02.

## 미국 경기, 양호한 흐름 속 우려

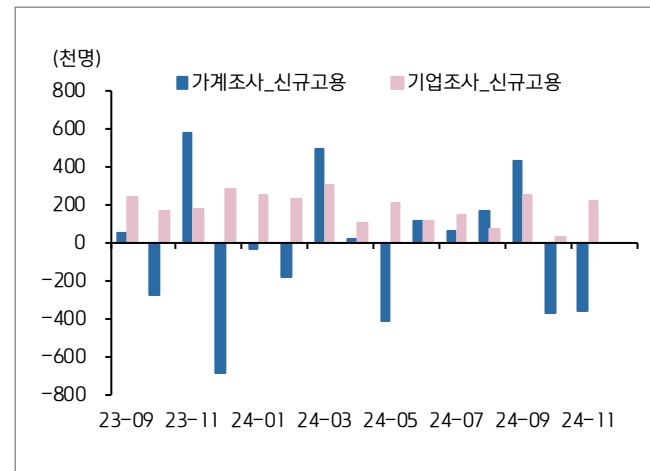
- ▶ 미국 ISM 제조업지수는 바닥을 다지며 반등 중이나 아직 기준선을 하회. ISM 서비스업 지수는 기준선을 상회하고 있지만 최근 하락 전환
- ▶ 고용 지표, 가게 서베이와 기업 서베이 결과가 차이를 보이며 혼재된 흐름
  - 비농업고용지수 증가가 미국 고용시장의 견고함을 보여주지만, 그와 동시에 연준의 금리 인하를 지연시킬 만큼 높은 수준은 아니라는 것이 시장 컨센서스

미국 ISM제조업과 비제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 가게조사와 기업조사 신규고용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

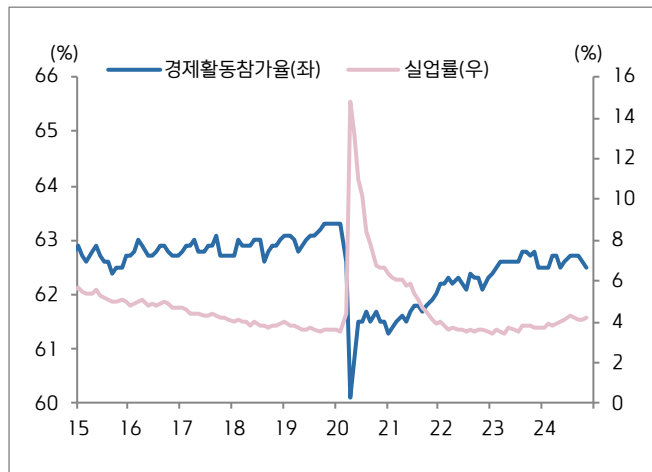


## 03.

## 연준 통화정책, 노동시장 흐름에 주목할 필요

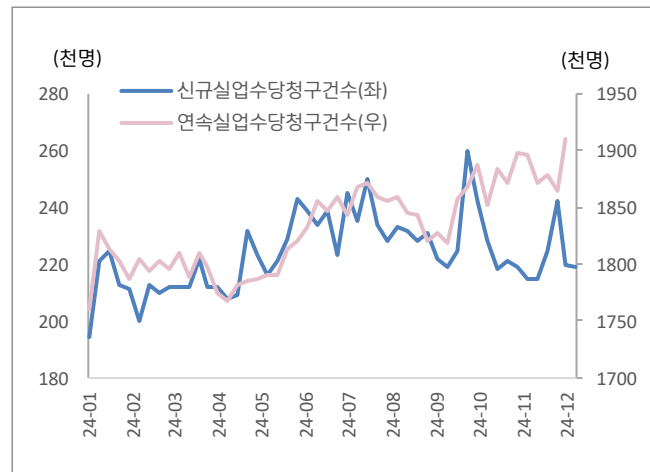
- ▶ 미국 11월 경제활동참가율이 62.5%로 0.1%p 소폭 하락했지만 실업률은 상승, 주간 신규실업수당청구건수는 감소하고 있지만 연속실업수당청구건수는 지속해서 늘어나며 노동 수요가 둔화되고 있음을 시사
- ▶ 미국 노동시장의 둔화는 연준의 금리 인하 사이클에 주된 명분, 당분간 통화정책의 주요 변수가 될 전망
  - 고용의 수요-공급이 균형점에 도달함에 따라 구인율의 점진적인 하락은 실업률의 상승 압력을 높일 수 있는 상황
  - 자발적 퇴직율과 채용률의 하락세 역시 노동시장 내에서 수요가 약화되고 있다는 신호
- ▶ 노동시장의 급격한 위축 가능성은 낮으나 경기 대응 차원과 과잉 건축의 정상화 측면에서 연준의 금리 인하는 2025년 상반기까지 지속될 것으로 예상

미국 경제활동참가율과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규실업수당청구건수와 연속 실업수당청구건수



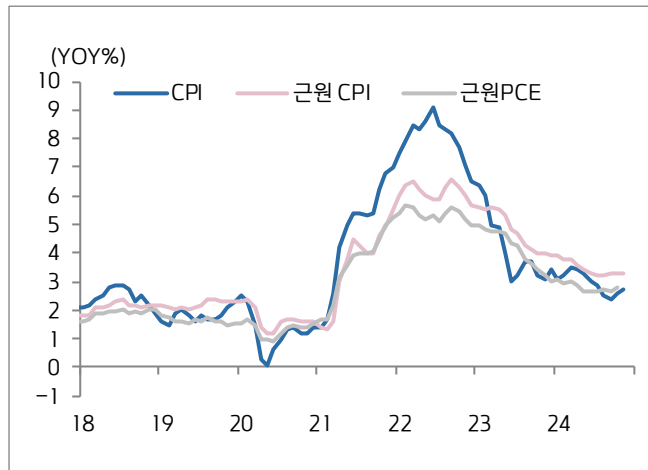
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

## 미국, 더디지만 유효한 근원물가 둔화 추세

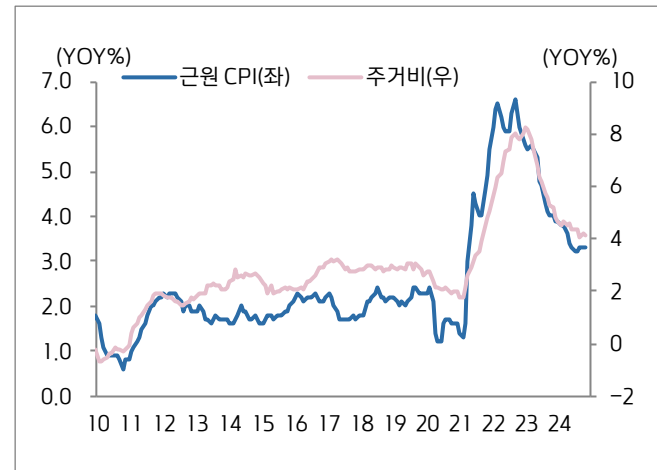
- ▶ 미국 11월 소비자물가 상승률은 전월비 0.3%, 전년동월비 2.7%로 전월보다 0.1%p 상승하고 시장 예상치에 부합. 근원소비자물가 상승률은 0.3%, 전년동월비 3.3%로 전월과 동일하게 발표되며 예상에 부합
- ▶ 미국 헤드라인 물가지수는 기저효과 등을 고려할 때 추가 하락보다는 제한될 수 있으나 근원물가는 주거비의 하락 등을 고려할 때 둔화 추세 유효

미국 소비자물가와 근원CPI, 근원PCE



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원 CPI와 주거비



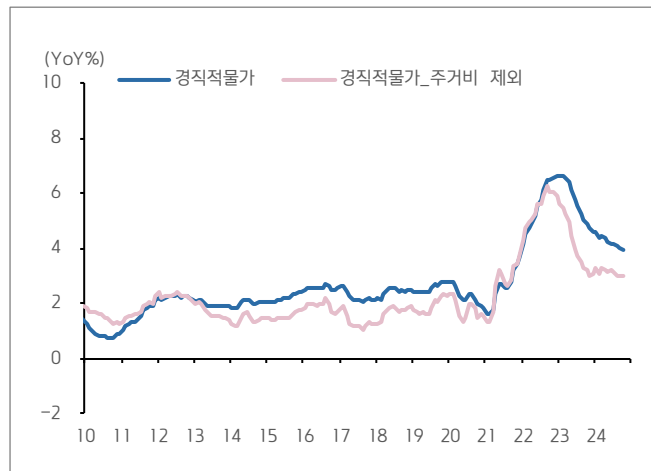
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 비용 측면의 인플레이션 압력도 아직 제한적

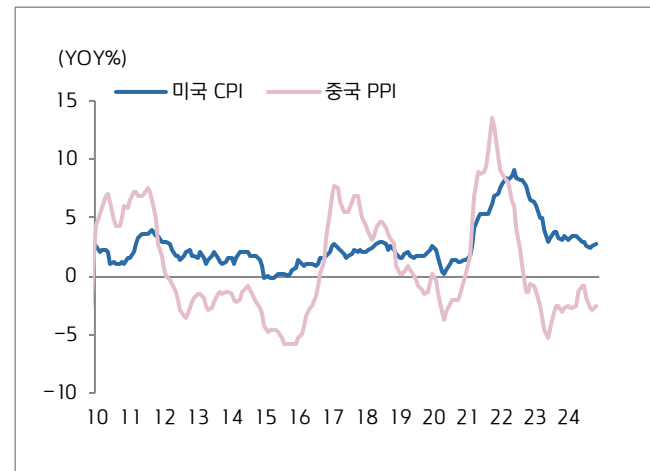
- ▶ 미국 물가지표들의 둔화세가 주춤해졌으나 경직적 물가 흐름은 지속해서 둔화되는 중
- ▶ 시간당평균임금 상승률도 둔화세를 이어가고 있어 노동시장의 둔화 흐름이 지속될 경우 근원물가의 하향 안정화 흐름도 유효할 것으로 예상
- ▶ 중국 생산자물가가 마이너스권에 머물고 있어 상품 가격에 의한 물가의 급등 가능성은 단기적으로 제한적

미국 경직적 물가와 주거비 제외한 경직적 물가



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 중국 생산자물가

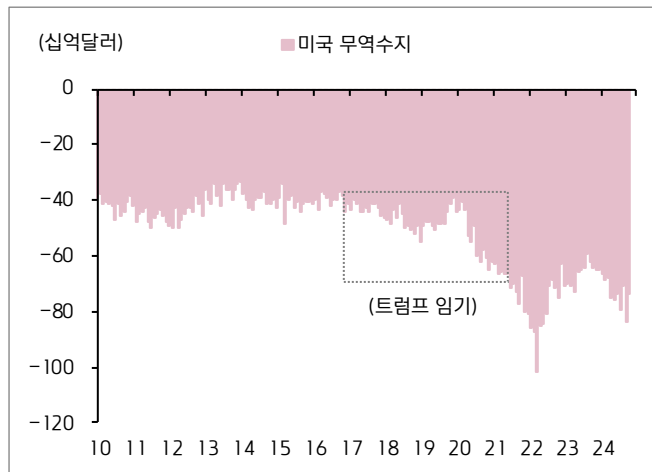


자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06. 트럼프 2기 출범, 정치 불확실성과 선반영

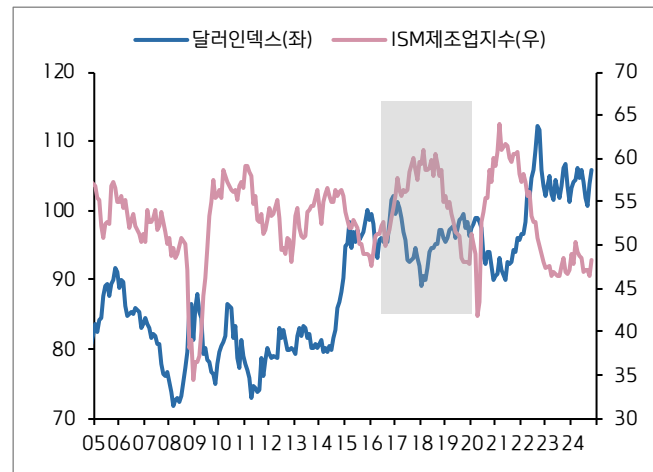
- ▶ 2025년 1월 20일 트럼프 2기 행정부 출범, 고강도 관세에 대한 우려 높지만 과거 1기 당시에도 관세가 미국의 무역적자 폭을 축소시키지 못했던 사례가 있음
- ▶ 이를 고려할 때 고강도 관세가 모두 단행되기 보다는 협상의 카드로 활용될 가능성이 높음. 정치 불확실성이 수시로 금융시장에 불안을 자극할 수 있지만 어느정도 시장에서는 반영하는 부분

미국 무역수지



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미국 ISM 제조업지수



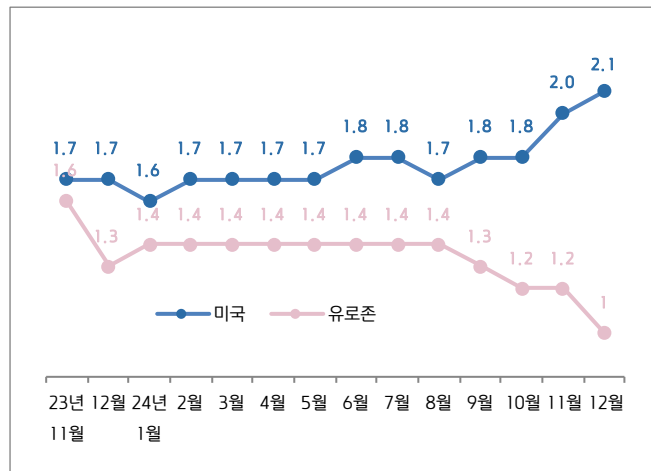
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 07.

## 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



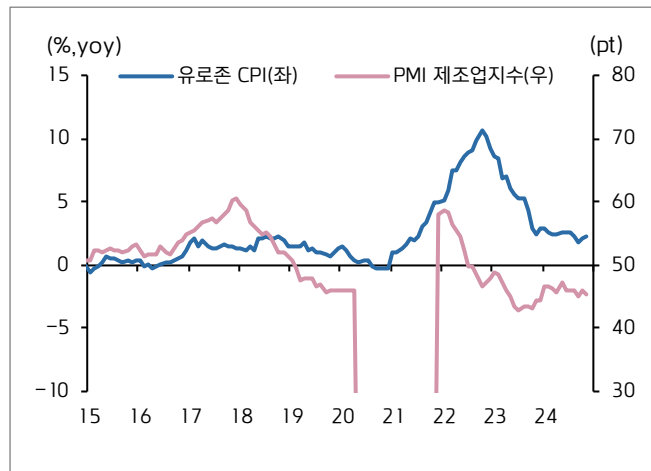
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 08.

## 유로존 경기 부진 우려 높지만

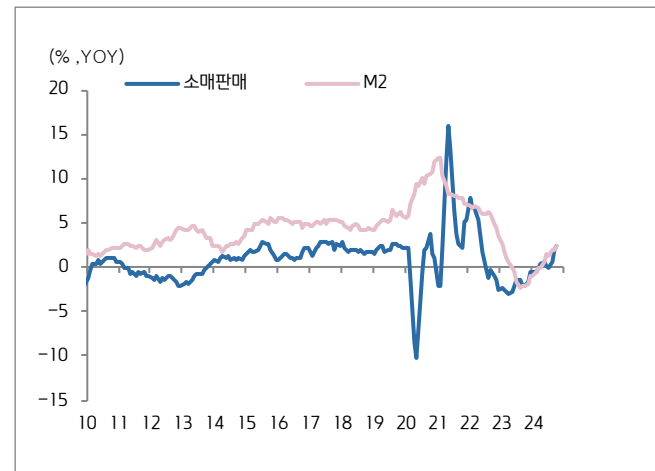
- ▶ 유로존 경기는 부진. 제조업PMI 지수는 기준선(50)을 지속해서 하회하고 있는 상황
- ▶ 다만, 금리 인하와 유동성 공급 등을 통해 점진적으로 소비의 개선 여지도 열려있어

유로존 CPI와 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

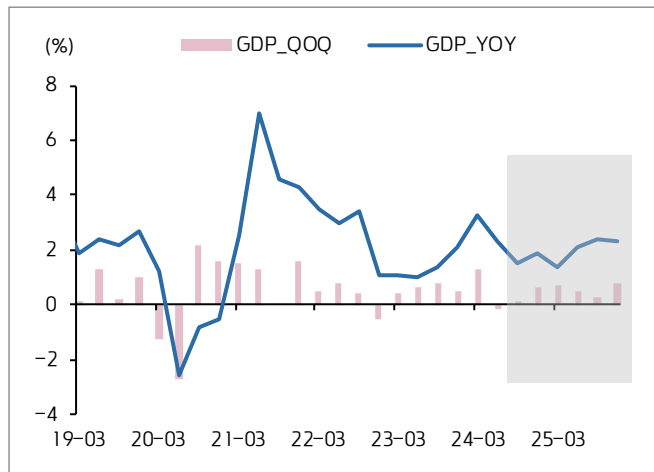
유로존 소매판매와 M2증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

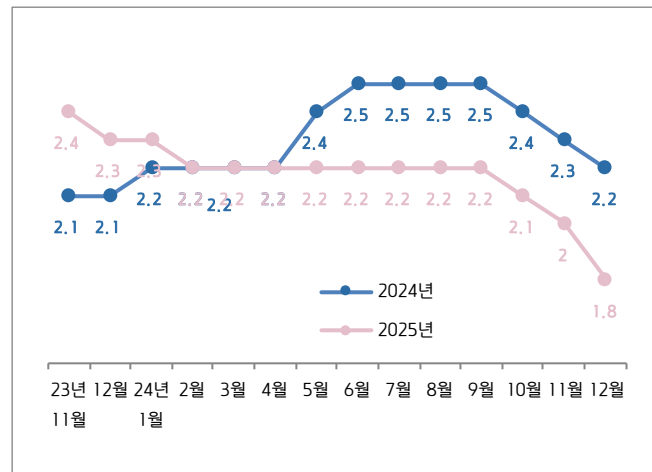
- ▶ 한국 경제는 공급망 재편, 인구구조의 변화 등의 구조적인 변화를 고려할 때 2% 내외에서 지지부진한 성장 흐름을 보일 것으로 전망
  - 산업·업종·기업 내 차별화가 지속되며 소득 불균형과 양극화는 심화될 것으로 전망
- ▶ 하지만, 최근 1% 중후반대로 낮아진 내년 경제성장률 전망치는 과도한 우려가 반영된 것으로 판단
  - 트럼프2기에 대한 정책 불확실성 반영. 미국 정책에 대한 한국의 산업 의존도가 커지면서 민감도 높아짐
  - 수출 증가율이 둔화되나 한 자릿수 초반은 유지되고 추경 가능성 등을 고려할 때 성장 전망치의 상향 조정도 가능

한국 경제성장률 추이와 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터  
주: 회색 음영은 전망치

한국 연간 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 변화

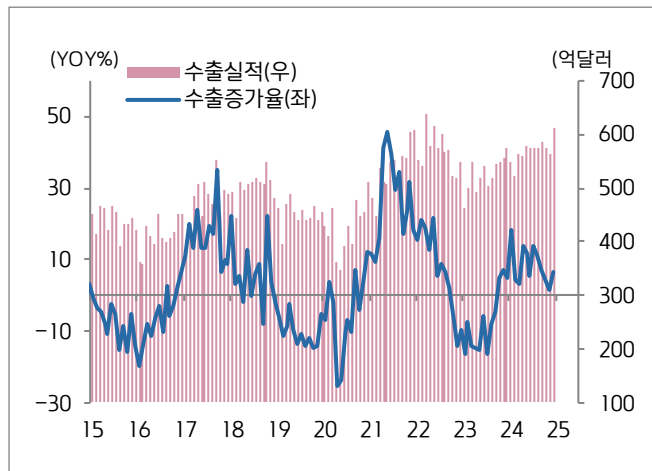


자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

## 10. 한국 수출, 급격한 위축 가능성도 낮아

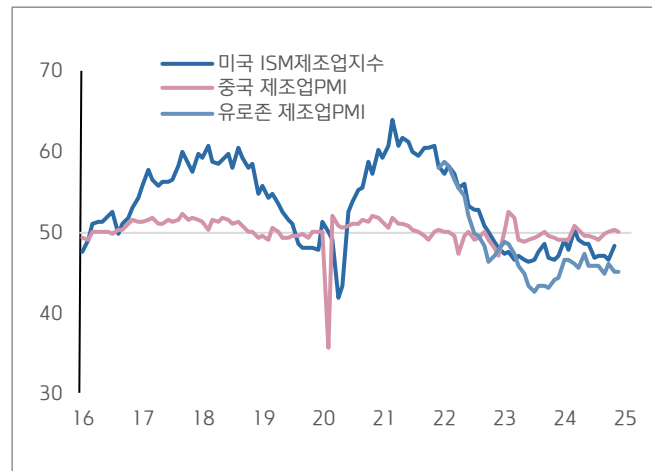
- ▶ 한국 수출 증가율은 12월 예상보다 양호. 연말 쇼핑시즌, 트럼프 2기 출범을 앞둔 선수요, 중국 이구환신 정책에 따른 교체 수요 등의 영향으로 판단
  - 1월 수출은 설 연휴에 따른 조업일수 감소로 부진할 수 있으나 2월에는 재반등 전망
- ▶ 주요국의 제조업PMI지수가 불안정하면서 수출 수요에 대한 우려를 자극하고 있으나, 중국 지표가 바닥을 다지며 추가 하락이 제한되고 있음을 긍정적

한국 수출 실적과 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 중국, 유로존 제조업 PMI



자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터



## 11. 국내 정치 불확실성 점차 완화 기대

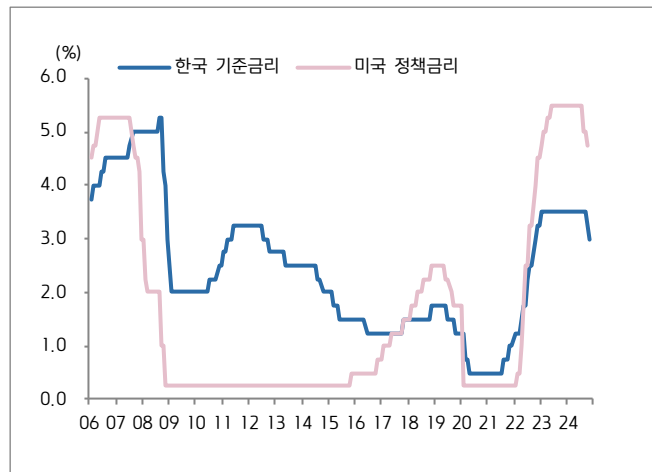
- ▶ 기재부, 금융위, 한은, 금감원 등 주요 부처에서도 증안 및 채안 펀드 가동, 밸류업 프로그램 추진 지속 등 추가적인 금융시장 안정화 조치를 시행할 것이라는 방침 등 정치 불확실성이 소버린 리스크(채무불이행, 국가 신용도 하락 등을 야기하는 것)로 전이될 가능성이 현시점에서는 희박하다고 판단
- ▶ 헌법재판소 2명 임명으로 탄핵과 관련 이슈 불확실성이 완화될 국내 정치 불확실성이 줄어들고, 추경과 관련한 기대도 점증할 수 있음

대통령 탄핵 절차



자료: 연합뉴스, 키움증권 리서치센터

한국과 미국 정책금리 추이

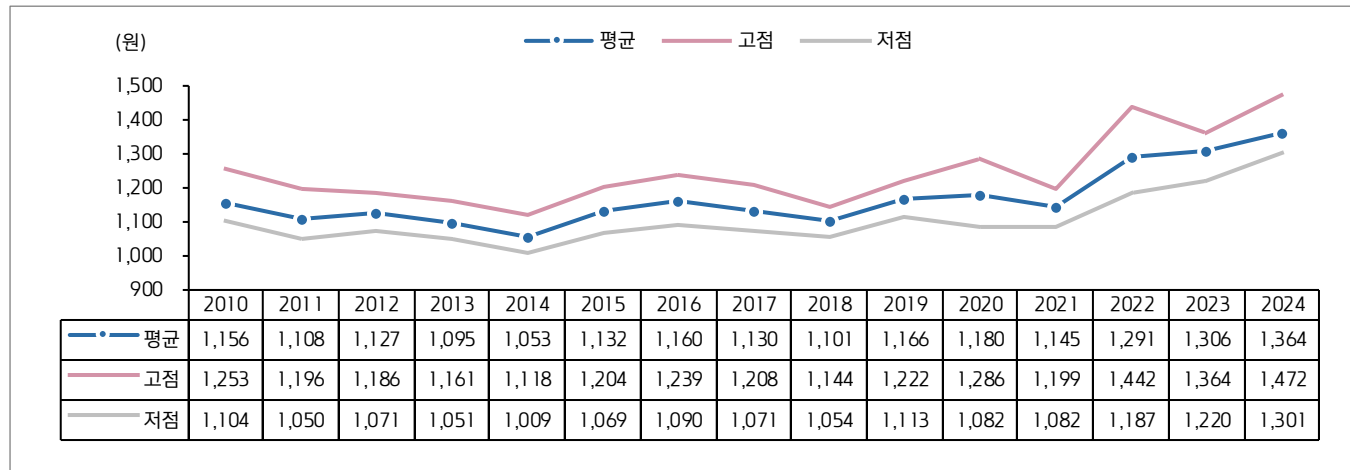


자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

## 12. 달러/원 환율 계단식 상향 흐름

- ▶ 달러/원 환율의 평균 수준은 2015년 당시 1,100원대로 높아진 이후 2022년에는 1,200원대  
2023년과 2024년은 1,300원대로 상향 조정 중
  - 고령화 인구 구조와 저성장 흐름 등을 반영할 때 중장기적으로 달러/원 환율의 평균 수준은 상향 조정

달러/원 환율 추이

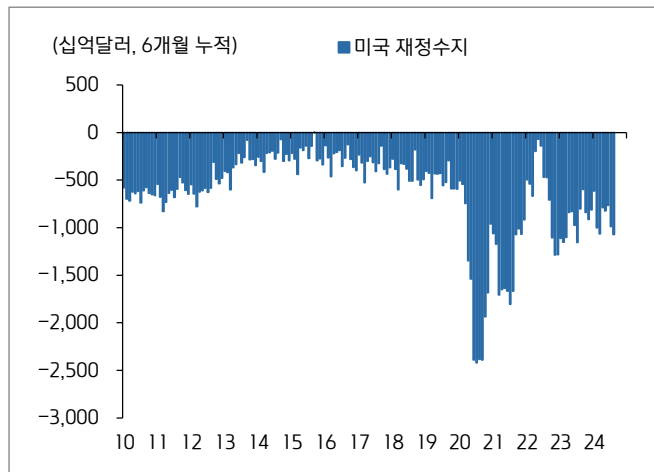


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 13. 성장 제고와 FDI, 그리고 달러 상승 압력

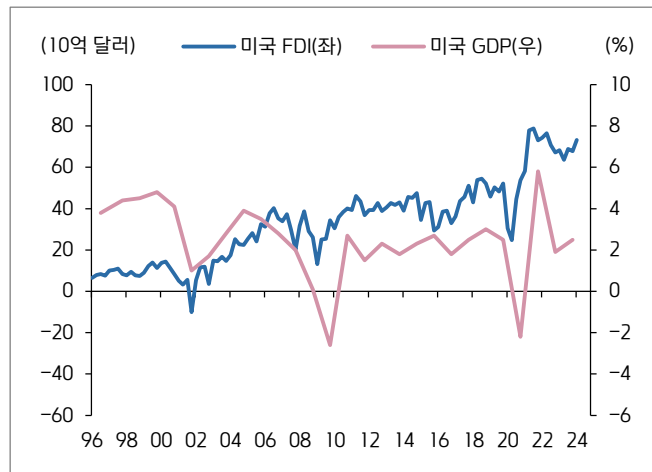
- ▶ 인플레이션 환경에서는 레버리지를 통한 성장 견인이 쉽지 않아 정부지출과 민간 투자를 통한 성장 제고 필요
  - 미국 의회예산국(CBO), 재정적자가 2029년까지 GDP의 약 5% 이상으로 유지될 것으로 예측
  - '24년 GDP 재정적자 규모는 5.6%, '25년 6.1%로 코로나19 이전 5년 평균 3.5%보다 높은 수준으로 전망
- ▶ 미국 경기 및 금융시장 불확실성에 단기적인 마찰음이 발생할 수 있으나 중장기적으로 미국 펀더멘털이 상대적 우위를 지속하며 미국으로의 자금 유입 흐름은 유효하다면 미 달러화에는 강세요인으로 작용

미국 재정수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 FDI와 경제성장률 추이



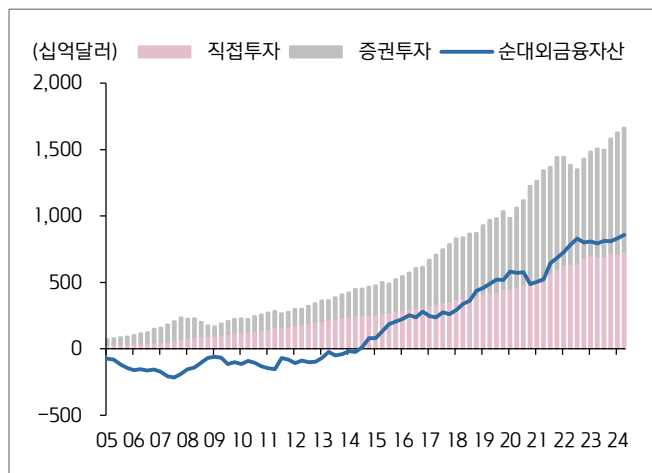
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 14.

## 국제수지의 변화, 해외 요인에 대한 민감도를 높여

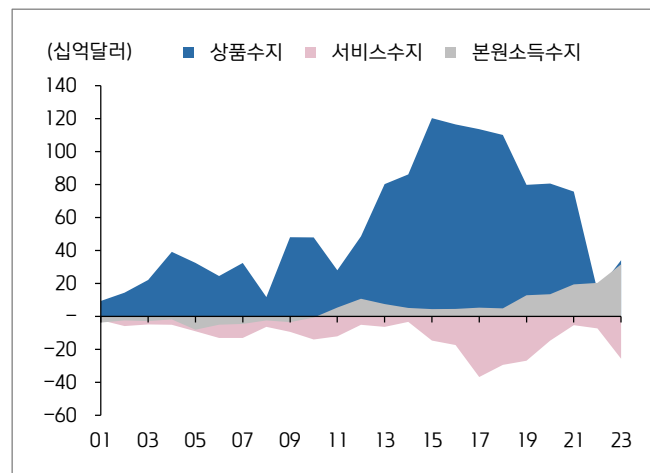
- ▶ 한국 국제투자대조표(IIP)를 살펴보면 직접투자와 증권투자가 꾸준히 증가하며 순대외금융자산 역시 확대
- ▶ 이와 같은 순대외금융자산의 확대는 그만큼 해외로의 투자가 확대된다는 의미로 원화 약세요인으로 작용하나 대외 지급 능력 측면에서 해외 리스크의 전이를 완화해 달러/원 환율 급등 가능성을 제한
  - 순대외금융자산 흑자국에서 외국인 자금이 이탈할 경우 내국인의 해외투자 자금이 본국으로 돌아오면서 자본유출입의 변동성을 완화시키는 역할 가능. 순대외금융자산의 축적은 국제적 위험 공유를 통한 해외 리스크의 전이를 완화
- ▶ 경상수지에서 소득수지의 비중이 커질수록 환율은 국내 펀더멘털보다 해외 성장에 더 민감하게 움직일 전망

한국 IIP 직접투자, 증권투자, 순대외금융자산



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 외화 유동성 대응 여력 고려, 환율 급등 제한

## [한국 대외금융자산 현황]

(단위: 억달러, %)

구분	대외금융자산	직접투자	증권투자		파생금융상품	기타투자	준비자산
			주식	채권			
1996/Q4	1,217	176 (14.5)	12 (1.0)	133 (10.9)	-	601 (49.4)	294 (24.2)
1997/Q4	1,176	195 (16.6)	10 (0.9)	111 (9.4)	-	771 (65.6)	89 (7.6)
1998/Q4	1,395	191 (13.7)	8 (0.6)	85 (6.1)	-	625 (44.8)	485 (34.8)
2024/Q3	25,135	7,622 (30.3)	7,386 (29.4)	2,583 (10.3)	419 (1.7)	2,924 (11.6)	4,200 (16.7)

주 1) 괄호는 대외금융자산에서 차지하는 항목별 비중

2) 직접투자: 외국에 있는 기업의 경영에 대해 통제 또는 상당한 영향력을 행사하기 위한 목적으로 행해지는 투자(지분, 계열기업간 대출/차입 등)로서 투자자가 투자기업에 대한 의결권을 10% 이상 보유하고 있을 경우 직접투자로 간주

3) 증권투자: 외국과의 주식, 채권(국채, 회사채 등) 거래를 의미하며 직접투자 또는 준비 자산에 해당하는 거래는 제외

4) 파생금융상품: 거주자의 대외파생금융거래 관련 평가잔액으로 이익은 파생금융상품(자산)으로, 손실은 파생금융상품(부채)로 분류

5) 기타투자: 기타투자는 외국과의 여타 금융거래로서 대출/차입, 무역신용(무역관련 외상거래), 현금 및 예금, 기타자산/부채로 구분

6) 준비자산 : 통화당국이 보유하고 있는 외환보유액을 의미

(단위: 억달러, %)

구분	대외금융자산_주식	일반정부	예금취급기관	기타금융기관	비금융기업등
2024/Q3	7,386	4,013 (54.3)	69 (0.9)	2,284 (30.9)	1,020 (13.8)

주 1) 괄호는 대외금융자산 주식에서 차지하는 경제 주체별 비중

2) 일반정부: 중앙정부, 지방자치단체, 사회보장기구, 국민연금, 한국투자공사 등

3) 예금취급기관: 은행(국내은행, 외국은행 국내지점), 증권사, 저축기관 등

4) 기타금융기관은 비은행금융회사로 증권사, 보험사, 자산운용사 등, 비금융기업 등에는 공기업, 민간기업, 개인투자자 포함

## ▶ 제2의 IMF 가능성 낮게 전망, 대외금융자산이 외환위기 안전망으로 작용 가능

- 한국은 2014년 이후 순 대외채권으로 전환, 1996년말 순대외 금융자산은 -635억달러, 2024년 3분기 현재 9,778억 달러

- 일부에서는 대외금융자산 증가에도 해외 투자자금의 국내 환류 가능성이 낮다는 이유로 실질적인 환율 방어막 기능이 제한적일 것이라는 우려 제기

- 2024년 3분기말 현재 대외금융자산에서 주식 비중은 29.4%, 주식에서 기타금융기관과 비금융기업등이 차지하는 비중이 44.7%로 높은 수준이나 일반정부 비중은 54.3%

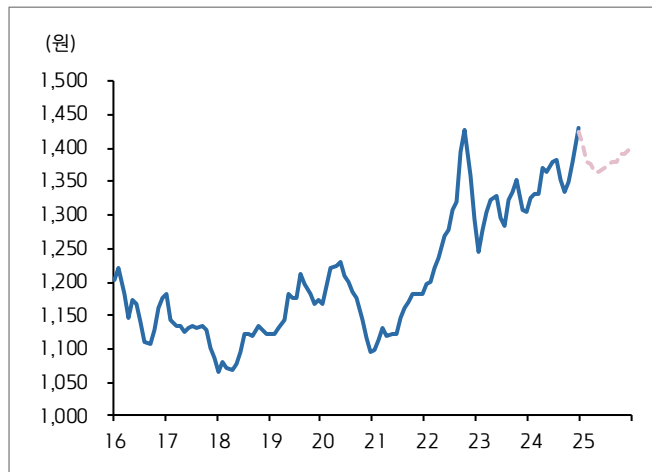
- 외환보유액도 2024년 11월말 현재 4,153.9억 달러. 이중 유가증권이 차지하는 비중은 89.6%로 유동화 가능한 부분

\* 2023년말 기준 외환보유액 외화자산 상품 구성 비중: 주식 10.9%, 채권 80.6%, 예치금 8.5%

## 16. 달러/원 환율 상승 속도, 단기적으로 과도

- ▶ 달러/원 환율의 중장기적인 상승 흐름을 전망하나 단기적으로 상승 속도는 과도했다는 판단
- ▶ 상반기까지 흐름은 미 달러화 추가 강세가 제약되면서 달러/원 환율은 현 수준보다 낮은 1,300원대 중후반대 하락 가능할 것으로 전망
- ▶ 미 달러화와 국채금리의 추가 상승폭 확대가 제약되면서 달러/원 환율의 상승 압력이 완화될 것으로 예상  
- 연준 기준금리 세 차례 인하, 상반기 중 단행될 것으로 예상

달러/원 환율 추이와 전망치



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미 국채금리(10년)



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 금융투자분석사는 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.