

[채권] 백윤민 수석연구위원  
3771-9175  
yoonmin1983@iprovest.com

## 달라진 조건

### 3월 FOMC, 기준금리 동결 전망. 늘어난 신중함

3월 FOMC에서 연방기금 목표금리는 현 수준 (3.75%)에서 동결될 것으로 예상. 당사는 연준이 연내 2차례 정도 금리인하를 단행해 중립 수준까지 기준금리를 낮출 것으로 판단하지만, 추가 인하 시점은 당초 예상 (3, 6월 인하)보다 늦어질 것으로 예상. 미국 경제는 일부 불확실성 요인에도 불구하고 전반적으로 양호한 흐름을 지속하고 있으며, 이에 따라 추가적인 금리 인하에 대한 시급성도 다소 줄어들. 여기에 케빈 워시 전 연준 이사가 차기 연준 의장으로 지명된 이후, 연준 내 통화정책 스탠스도 이전보다 신중한 방향으로 이동

### 한국은행, 상당기간 동결 기조 유지 예상

당사는 최근 국내 통화정책 전망을 연내 동결로 수정. 올해 국내 성장 모멘텀이 수출 호조 등의 영향으로 당초 기대보다 강할 것으로 전망되면서 사실상 한은이 금융안정 리스크 우려가 완화되더라도 펀더멘탈을 고려해 추가적인 금리인하에 나설 근거가 약해진 것으로 판단. 올해 수출 증가는 상당부분 반도체 호조에 기인. 또한 비IT 부문의 부진 등이 성장률 하방 리스크 요인으로 작용할 것으로 판단되었지만, 반도체 부문의 성장세가 예상보다 크게 확대되면서 이러한 부진을 상당 부분 상쇄해 줄 것으로 판단

### 투자전략: 늦출 수 없는 경계

2월 금통위 이후 시장금리는 예상보다 비둘기파적(dovish)이었던 금통위 결과와 한은의 채권 시장 안정화 의지가 재차 확인되면서 강한 되돌림이 진행. 다만, 투자전략 관점에서는 캐리를 고려한 매수 접근은 유효하지만, 여전히 리스크 관리에 유의하면서 보수적인 대응 기조를 이어갈 필요가 있다고 판단. 2월 금통위를 통해 통화정책 관련 불확실성은 일부 완화됐지만, 인플레이션 리스크 등을 고려하면 아직 적극적인 매수 대응에 나서기는 이른 시점으로 판단

### Issue Check: 3월 BOJ, 기준금리 동결 예상. 당분간 이어질 힘겨루기

3월 BOJ에서 기준금리는 현 수준(0.75%)에서 동결될 것으로 예상. 일본 중의원 선거에서 자민당이 압도적인 승리를 거두면서 통화정책에 대한 불확실성이 재차 확대. 당사는 여전히 BOJ의 추가 금리인상 시점을 3분기로 예상. 중기적으로 지출 확대와 인플레이션에 대한 경계감이 이어질 수 있지만, 최근 발표된 지표들을 놓고 보면, 인내의 시간을 좀 더 갖출 수 있다고 판단. 다만, 여전히 조기 금리인상에 대한 트리거는 환율. 최근까지 BOJ의 금리인상 시점은 모두 엔화가 빠르게 약세를 보이는 구간과 맞물려 있었다는 점에 주목

#### [ Compliance Notice ]

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

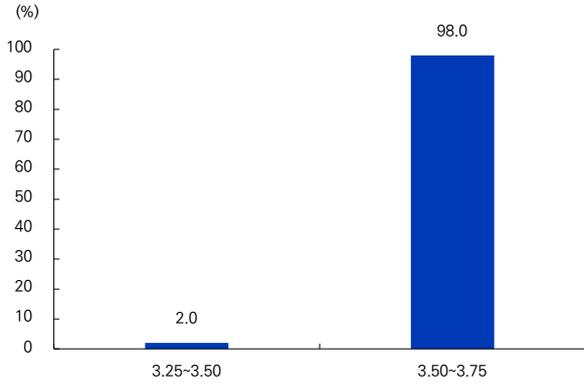
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

# CONTENTS

- 3 Key Chart
- 5 3월 FOMC, 기준금리 동결 전망. 늘어난 신중함
- 9 한국은행, 상당기간 동결 기조 유지 예상
- 12 투자전략: 늦출 수 없는 경계
- 13 Issue Check: 3월 BOJ, 기준금리 동결 예상. 당분간 이어질 힘겨루기
- 14 Appendix: Chart Book

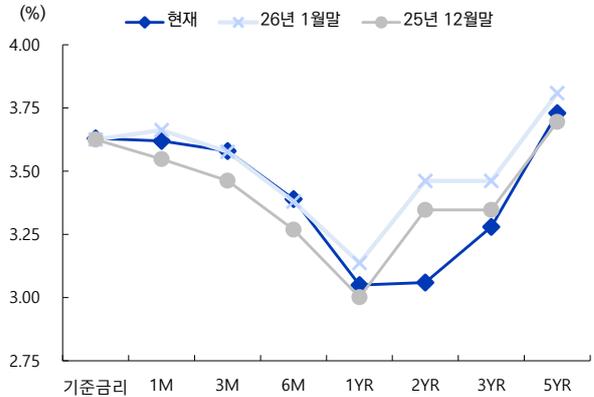
# Key Chart

[도표 1] Fed Watch, 2026년 3월 기준 통화정책 확률 분포



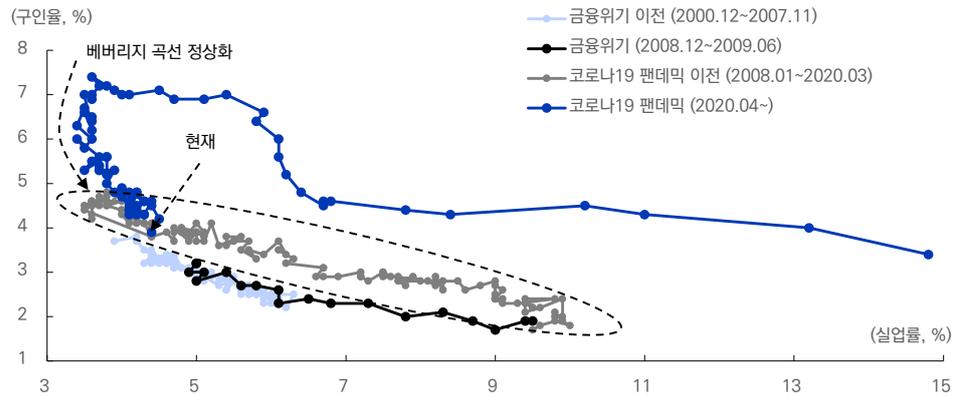
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 연준, 내재 정책 금리 추이



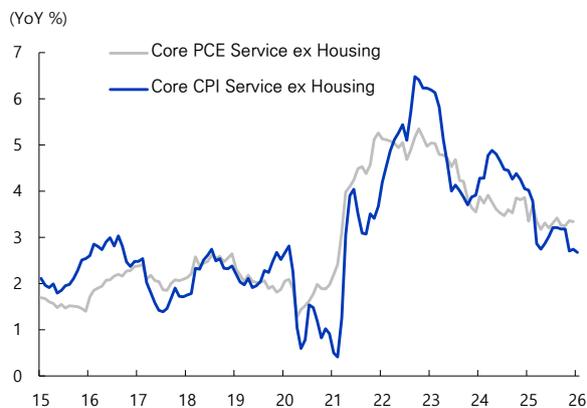
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 베버리지 곡선 추이



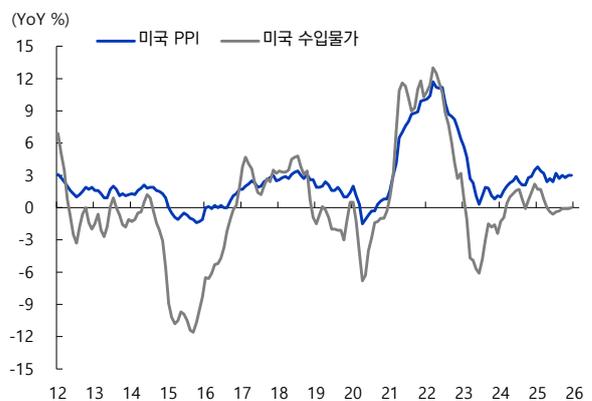
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 슈퍼코어 물가 추이



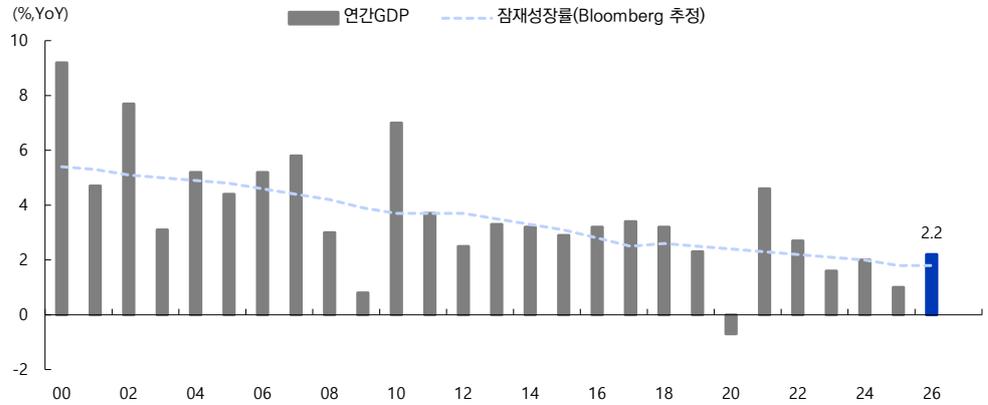
자료: 미국 상무부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 생산자물가와 수입물가 추이



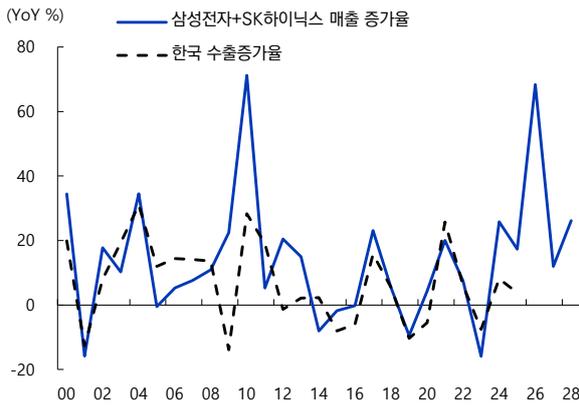
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 올해 연간 GDP 성장률은 잠재성장률을 상회하는 2.2%로 전망



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 한국 수출과 삼성전자 & SK하이닉스 매출 증가율 전망 추이



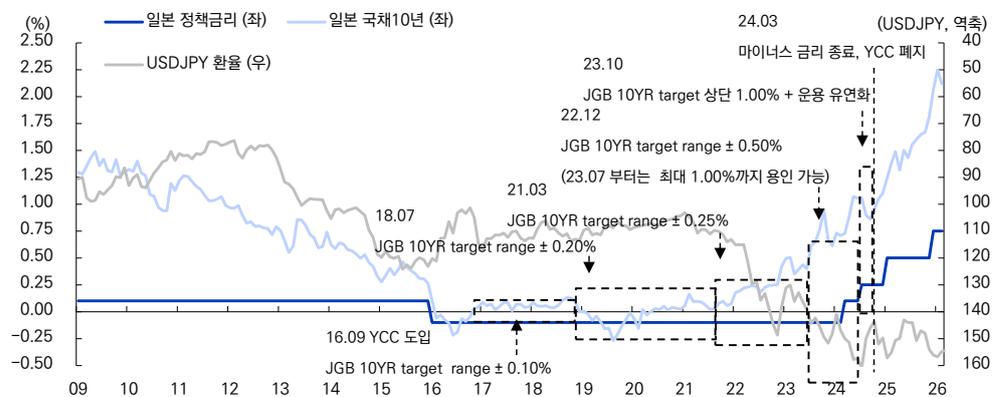
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 시 기업들의 투자 확대는 한국 수출 성장 재료



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 달라진 조건

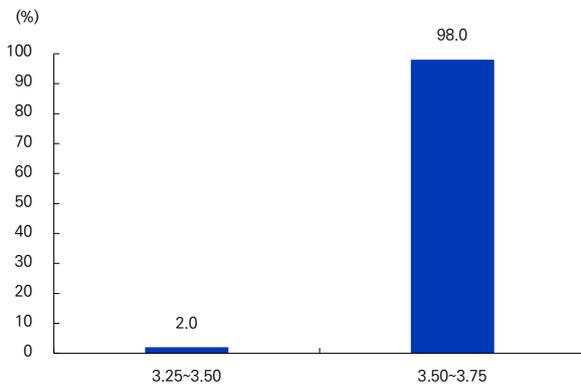
### 3월 FOMC, 기준금리 동결 전망. 늘어난 신중함

3월 FOMC에서 연방기금 목표금리는 현 수준 (3.75%)에서 동결될 것으로 전망한다. 지난 보고서에도 언급했듯이, 당사는 기본적으로 연준이 연내 2차례 정도 금리인하를 단행해 중립 수준까지 기준금리를 낮출 것으로 예상하지만, 추가적인 금리인하 시점은 당초 예상 (3, 6월 인하)보다 늦어질 것으로 판단한다.

미국 경제는 일부 불확실성 요인에도 불구하고 전반적으로 양호한 흐름을 지속하고 있으며, 이에 따라 추가적인 금리 인하에 대한 시급성도 다소 줄어들었다. 여기에 케빈 워시 전 연준 이사가 차기 연준 의장으로 지명된 이후, 연준 내 통화정책 스탠스도 이전보다 신중한 방향으로 이동한 모습이다.

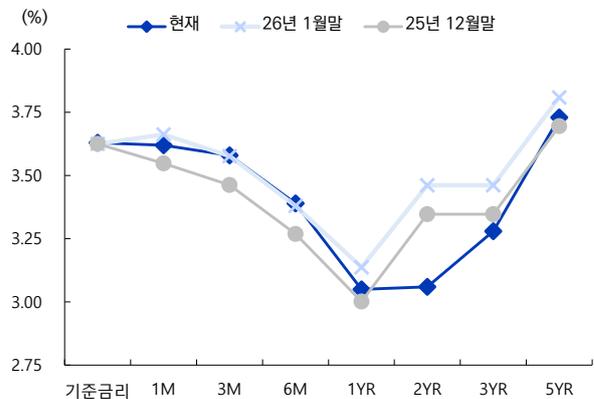
1월 FOMC에서 기준금리 인하 소수의견을 개진했던 스티븐 마이런 연준이사는 “최근 몇 달간 고용지표가 당초 예상보다 견조했으며, 상품 물가가 강해지고 있다는 징후들이 일부 나타나고 있으며, 이는 내가 지난 12월에 했던 판단을 되돌리게 한다”고 언급했으며, 윌러 연준이사도 “2월에도 고용호조가 지속된다면, 다가오는 회의에서 금리 동결 쪽으로 기울 수 있다”고 발언했다.

[도표 10] Fed Watch, 2026년 3월 기준 통화정책 확률 분포



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 연준, 내재 정책 금리 추이

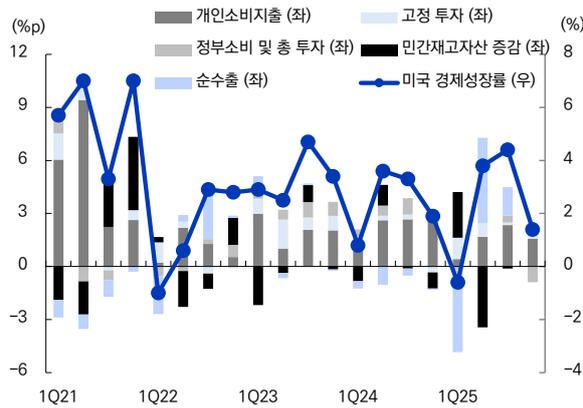


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 4Q25 경제성장률이 예상치(+2.8%)를 크게 하회한 +1.4% QoQ SAAR를 기록했지만, 미국 경제는 전반적으로 양호한 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 미국 4Q25 경제성장률이 예상치를 크게 하회한 이유는 역대 최장기간으로 이어진 연방정부 섯다운 영향으로 정부지출이 큰 폭으로 감소한 것에 기인한다. 다만, 이를 제외하면 민간 부분의 소비와 투자는 대체로 안정적인 흐름을 이어가는 모습을 보였다.

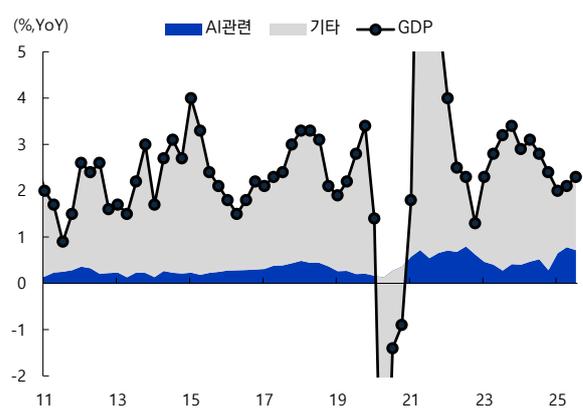
당사는 올해 미국 경제성장률을 2.6%로 전망하고 있다. 미국 성장의 근거는 양호한 소비와 견조한 AI 관련 투자다. AI가 미국 경제에 미치는 영향이 점차 확대되고 있는데, 시장에서 제기되고 있는 과잉투자 우려와는 별개로 당분간 투자 사이클은 지속될 것으로 예상된다. 여기에 3~4월에 예정된 세금 환급은 전년 대비 최소 20% 증가하면서 미국 가계에 추가적인 소비 여력을 제공할 것으로 판단한다.

[도표 12] 미국 4Q25 성장률, 예상치(+2.8%)를 하회한 1.4% 기록



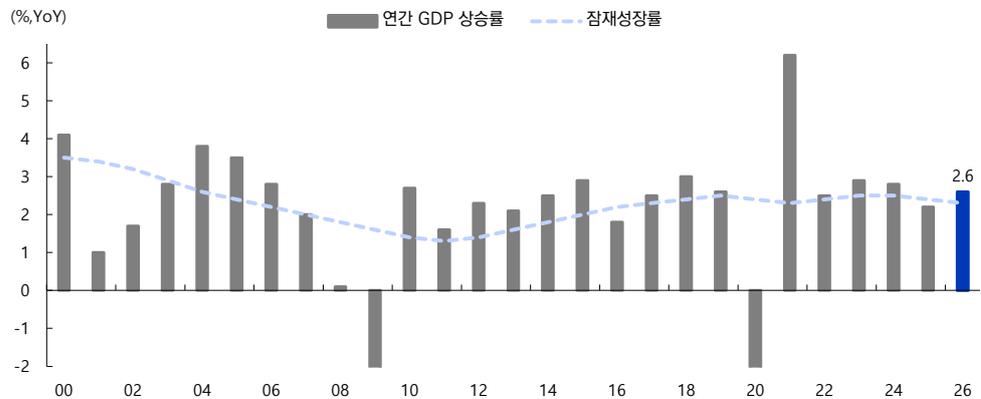
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
주: 미국 경제성장률은 % QoQ SAAR

[도표 13] 미국 GDP와 AI 관련 투자의 성장률 기여도 추이



자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 2026년 미국 경제성장률은 2.6%로 전망: 2025년(2.2%)과 잠재성장률(2.3%)을 모두 상회할 것으로 예상

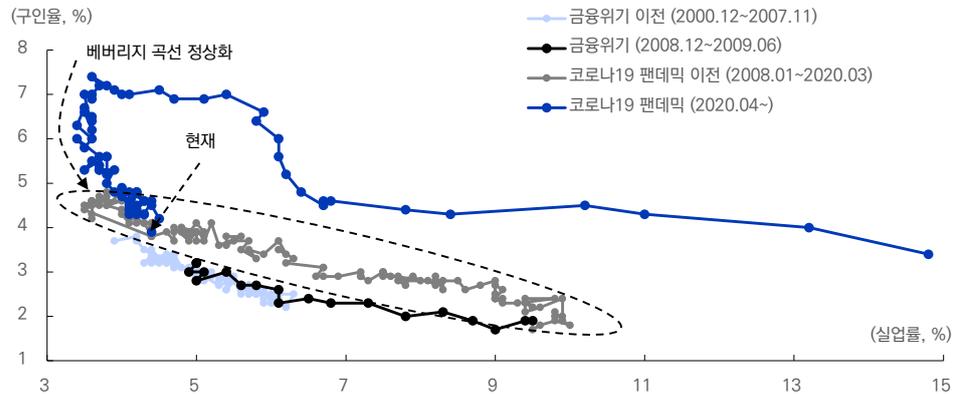


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 고용시장에 대한 불확실성은 여전히 지속되고 있다. 베버리지 곡선의 정상화가 상당 부분 진행된 상황에서 향후 추가적인 구인률 하락이 실업률 상승으로 이어질 가능성을 배제하기 어렵다. 다만 최근까지 발표된 고용지표를 종합해 보면, 미국 고용시장이 급격히 위축될 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 지난 FOMC에서 파월 의장이 언급했듯이, 연준이 향후 추가적인 통화정책 조정에 있어 보다 신중한 태도를 유지할 수 있게 해줄 것으로 보인다.

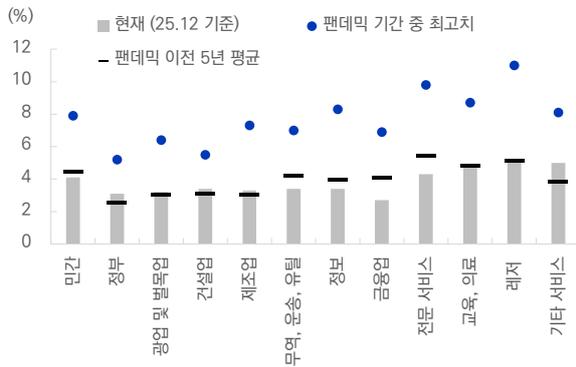
지난 1월 미국 비농업 고용자 수는 시장 예상치(+6.5만 명)를 큰 폭으로 상회한 +13.0만 명을 기록했으며, 실업률도 전월대비 소폭 하락한 4.3%를 나타냈다. 추정 방식 조정 등의 요인을 감안하더라도 미 고용시장은 전반적으로 양호한 흐름을 보였다. 여기에 업종별 구인률을 살펴보면 일부 업종을 제외하고는 대체로 과거 평균 수준의 노동 수요가 유지되고 있는 것으로 나타났다.

[도표 15] 미국 베버리지 곡선 추이



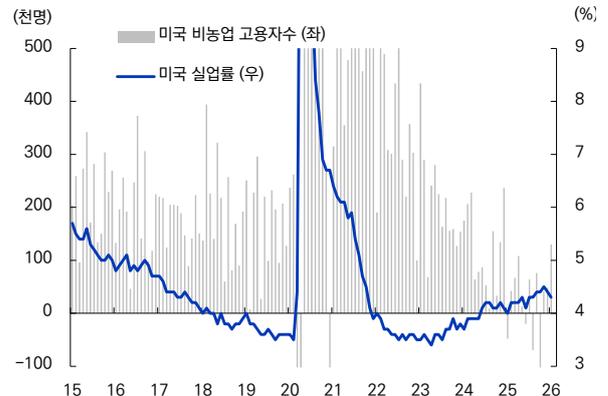
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 섹터별 구인률 변화



자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 미국 비농업 고용자수 및 실업률

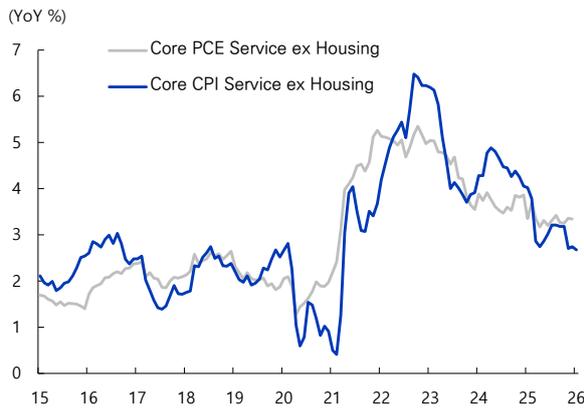


자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

물가는 전반적으로 디스인플레이션 기조가 유지될 것으로 예상하고 있다. 미국 물가지표 구성에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 주거비 물가 상승 둔화 흐름이 지속되는 가운데, 서비스 부분의 물가 상승 압력도 완화되는 흐름이 이어지고 있다. 공급 측면에서도 최근 국제유가가 중동 지역의 지정학적 리스크 우려를 반영하면서 다소 상승하는 모습을 보였지만, 아직까지는 대체로 안정적인 흐름을 유지하고 있다.

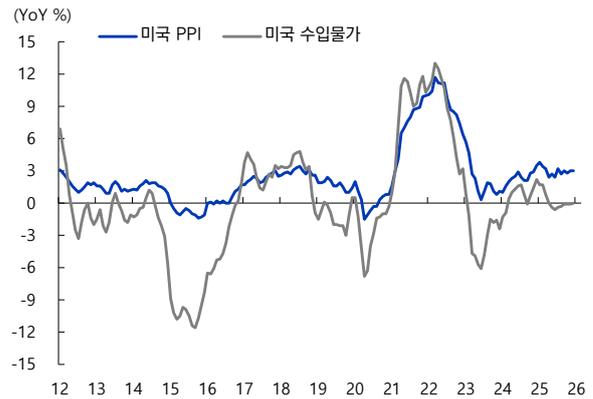
물론 미 관세 정책 등이 여전히 물가의 변동성 확대 요인으로 남아있는 것이 사실이다. 최근 미 대법원의 상호관세 위법 판결 영향으로 관련 불확실성도 재차 확대됐다. 다만, 이전 자료에서도 언급했듯이, 미 관세 정책이 영구적인 물가 상승 재료는 아니라고 판단하며, 아직은 기업들의 가격 전가가 제한적으로 진행되고 있는 만큼 물가가 이전처럼 급등세를 보일 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

[도표 18] 미국 슈퍼코어 물가 추이



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 미국 생산자물가와 수입물가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 대법원 패소 판결시 우회 가능 법안

법 조항	내용
무역확장법 232 조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 특정 수입품이 미국의 국가안보를 위협한다고 판단될 때 상무부 조사를 거쳐 대통령이 보고서 수령 후 90 일 이내에 관세부과, 수입할당, 수입금지 등의 조치를 결정</li> <li>- 관세율 법적 상한과 조치 유지 기한 제한 없음</li> </ul>
무역법 122 조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대규모 국제수지 적자나 달러 가치 급락을 방지를 위해 대통령이 최대 15%의 추가 관세를 최대 150 일 동안 부과</li> <li>- 이후에는 의회의 승인을 받아야 연장 가능함. 모든 국가에게 동일하게 적용. 단, 특정 국가와 품목 제외 가능</li> </ul>
무역법 301 조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 불공정무역 관행의 대응 수단. 무역대표부(USTR)의 조사와 통상 협상을 거쳐 특정 국가, 품목에 대해 보복 관세 부과</li> <li>- 관세율 법적 상한과 조치 유지 기한 제한 없음</li> </ul>

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

### 한국은행, 상당기간 동결 기조 유지 예상

2026년 2월 한국은행 금융통화위원회는 기준금리를 2.50%로 동결(만장일치)했다. 이는 국내 물가가 목표 수준에서 크게 벗어나지 않는 흐름을 유지하고 있는 가운데, 1) 높아진 성장 모멘텀, 2) 부동산 가격, 가계부채 등과 같은 금융안정 리스크 요인들이 지속되고 있는 상황 등을 고려한 결정으로 판단된다.

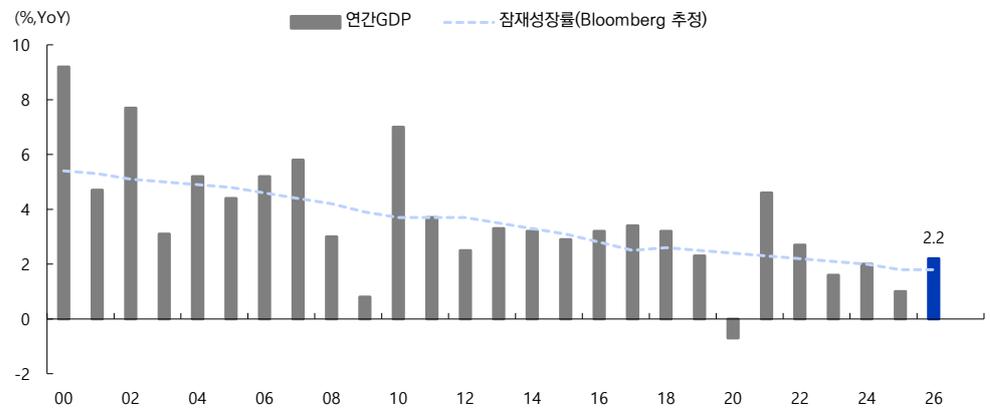
[도표 21] 통화정책방향결정문 비교

구분	2026년 2월 통화정책방향결정문	2026년 1월 통화정책방향결정문
기준금리	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리, 2.50%로 동결(만장일치)</li> <li>- 물가상승률이 목표수준 근처에서 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 성장은 예상보다 양호한 개선세를 이어갈 것으로 보이고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리, 2.50%로 동결(만장일치)</li> <li>- 물가상승률이 점차 안정될 것으로 예상되는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단</li> </ul>
세계경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 세계경제는 미국 관세정책 관련 불확실성에도 불구하고 AI 관련 투자 확대, 주요국의 확장적 재정정책 등에 힘입어 양호한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가 경로는 국가별로 차별화될 것으로 보임</li> <li>- 국제금융시장에서는 전반적인 위험회피 심리가 다소 강화. 장기 국제금리가 주요국 재정건전성 우려, 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 상승하다가 하락하였으며, 미 달러화는 엔화 강세, 미 연방대법원의 상호관계 무효판결 등으로 약세를 나타냄. 주가는 기업실적 개선을 반영하여 대체로 상승 흐름을 이어갔으나 AI 과잉투자 및 기존 산업 대체 우려 등으로 변동성이 확대. 세계경제와 국제금융시장은 주요국 통화-재정정책 및 통상환경 변화, AI 투자 및 지정학적 위험의 전개 상황 등에 영향받을 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 세계경제는 미국 관세정책의 영향에도 불구하고 주요국의 확장적 재정정책, AI 관련 투자 지속 등으로 완만한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가 경로는 국가별로 차별화될 것으로 보임</li> <li>- 국제금융시장에서는 장기 국제금리가 주요국의 추가 금리인하에 대한 기대 약화, 재정건전성 우려 등으로 상승하였고 미 달러화는 약세를 나타내다 예상보다 양호한 경제지표의 영향 등으로 강세로 전환. 주가는 기업실적 개선 전망으로 상승세를 지속. 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화-재정정책 변화, 글로벌 통상환경, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것</li> </ul>
국내경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내경제는 소비 회복과 수출 호조에 힘입어 개선세를 지속. 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 이어감</li> <li>- 앞으로 국내경제는 건설투자 부진이 이어지겠으나 소비 회복세가 지속되고 수출 및 설비투자 증가세도 반도체 경기 호조 및 양호한 세계경제 성장세 등으로 당초 예상보다 확대될 것으로 보임. 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)를 상회하는 2.0%를 나타낼 것으로 예상. 다만 이러한 성장경로에는 반도체 경기 및 내수회복 속도, 주요국 통화-재정정책 및 미 관세정책, 지정학적 위험 등과 관련한 상·하방 리스크가 잠재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선 흐름을 지속. 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 이어감</li> <li>- 앞으로 국내경제는 수출이 반도체 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 지속하는 가운데 내수도 소비 회복세 지속, 건설투자 부진 완화 등으로 개선 흐름을 이어갈 전망. 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상되지만, 반도체 경기의 상승세 확대, 예상보다 양호한 주요국의 성장 흐름 등으로 상방 리스크가 다소 증대</li> </ul>
물가	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 물가는 소비자물가 상승률이 석유류가격 및 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 1월 중 2.0%로 낮아졌으며, 근원물가 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타냄. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2.6%로 전월 수준을 유지</li> <li>- 금년 소비자물가와 근원물가 상승률은 전자기기 등 일부 품목의 비용상승 압력으로 지난해 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)를 소폭 상회하는 2.2% 및 2.1%로 전망. 향후 물가경로는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 물가는 소비자물가 상승률이 석유류 가격 상승폭 확대에도 농축수산물 가격 오름세 둔화 등으로 12월 중 2.3%로 소폭 낮아졌으며, 근원물가 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타냄. 단기 기대인플레이션율은 2.6%로 전월 수준을 유지</li> <li>- 물가는 국제유가 안정세등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율이 상방 리스크로 작용할 것으로 보임. 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난해 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)에 대체로 부합할 것으로 예상되며, 향후 물가 경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 예상</li> </ul>
금융시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융 외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 거주자 해외증권투자, 외국인 주식매도 등 수급부담과 엔화 등 주변국 통화 움직임에 영향받으며 등락하다가 최근 상당폭 하락. 주가는 주요 업종 실적호조 전망, 자본시장 제도개선 기대 등에 힘입어 큰 폭 상승했지만, 글로벌 증시 움직임에 영향받아 변동성은 확대. 국고채금리는 금리인하 기대 약화, 머니무브 등에 따른 수급부담으로 상당폭 상승하였다가 일부 되돌려짐</li> <li>- 가계대출은 정부의 거시건전성정책 강화 기조 지속으로 소폭 증가에 그쳤으며, 수도권 주택가격은 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되었지만, 향후 추이를 좀 더 지켜볼 필요가 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융 외환시장에서는 원/달러 환율이 외환시장 안정화 조치 등으로 큰 폭 하락하였다가 달러화 강세 및 엔화 약세, 지정학적 리스크 증대, 거주자 해외투자지속 등으로 다시 1,400원대 중후반으로 높아짐. 국고채금리는 금리인하 기대 약화로 상당폭 상승하였다가 다소 낮아졌으며, 주가는 반도체 등 주요 업종의실적 개선 기대로 큰 폭 상승</li> <li>- 가계대출은 주택관련대출 증가 규모 축소, 기타대출 순상환 등으로 둔화 흐름을 이어갔으나, 수도권 주택가격은 여전히 높은 오름세를 이어감</li> </ul>
정책방향	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용. 국내경제는 물가상승률이 소폭 높아지겠지만 목표수준 근처에서의 안정적 흐름을 이어갈 것으로 예상되고 성장은 개선세를 지속할 것으로 전망</li> <li>- 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있음. 따라서 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용. 국내경제는 성장 개선세가 이어지는 가운데 향후 경로에 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단되며, 물가상승률은 점차 낮아질 것으로 예상되나 높아진 환율이 상방 리스크로 잠재</li> <li>- 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채, 높은 환율 변동성 등과 관련한 리스크가 여전히 상황. 따라서 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정</li> </ul>

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

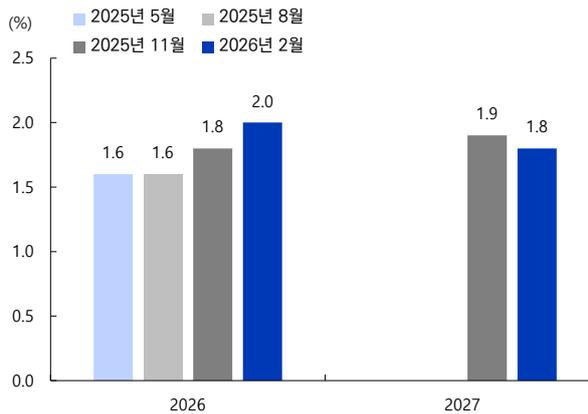
당사는 한국은행이 하반기에는 1차례 정도 기준금리 인하에 나설 수 있다는 전망을 연내 동결로 수정했다. 당사는 최근 경제 보고서를 통해서 올해 국내 경제성장률 전망치를 2.2%로 수정했다. 사실상 한은이 금융안정 리스크 우려가 완화되더라도 펀더멘탈을 고려해 추가적인 금리인하에 나설 근거가 약해진 것으로 판단된다. 2월 금통위에서도 기준금리 동결된 가운데, 수정경제전망을 통해 올해 성장률과 물가상승률 전망치를 상향 조정되었다. 특히 올해 성장률 전망치의 경우 2.0%로 당사 전망 수준보다는 낮지만, 성장을 고려한 추가적인 통화정책 완화 기대를 낮추기에는 충분해 보인다.

[도표 22] 올해 연간 GDP 성장률은 잠재성장률을 상회하는 2.2%로 전망



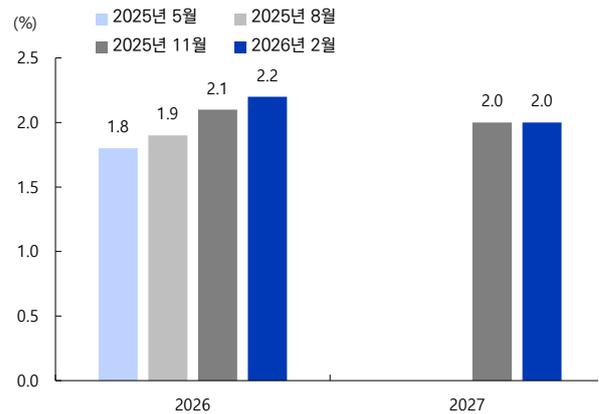
자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이

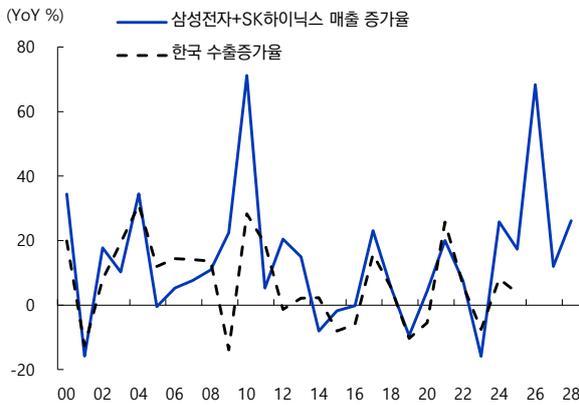


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

올해 국내 경제 성장률 상향 조정의 배경은 반도체 중심으로 수출 증가세가 당초 기대보다 더 좋을 것으로 예상되기 때문이다. 국내 수출에서 반도체가 차지하는 비중이 큰 만큼 일반적으로 국내 수출 증가율은 삼성전자와 SK하이닉스 매출 증가율에 연동하는 모습을 보였다. 올해 컨센서스 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스 매출 증가율이 예년대비 큰 폭으로 높아질 것으로 예상되는 만큼 수출에 대한 기대도 커질 수밖에 없다.

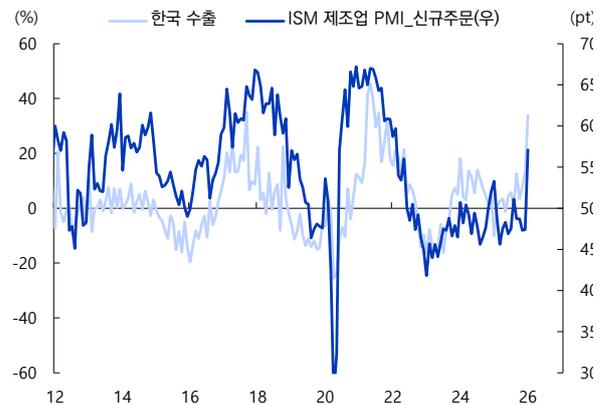
당초 비IT 부문의 부진 등이 성장률의 하방 리스크 요인으로 작용할 것으로 판단되었지만, 반도체 부문의 성장세가 예상보다 크게 확대될 것으로 전망되면서 이러한 부진을 상당 부분 상쇄해 줄 것으로 보인다. 또한 모멘텀 지표로 보는 반도체 제외 수출은 여전히 저조한 편이지만, 일부 섹터에서는 개선세가 나타나고 있다는 점도 긍정적인 요인으로 판단된다.

[도표 25] 한국 수출과 삼성전자 & SK하이닉스 매출 증가율 전망 추이



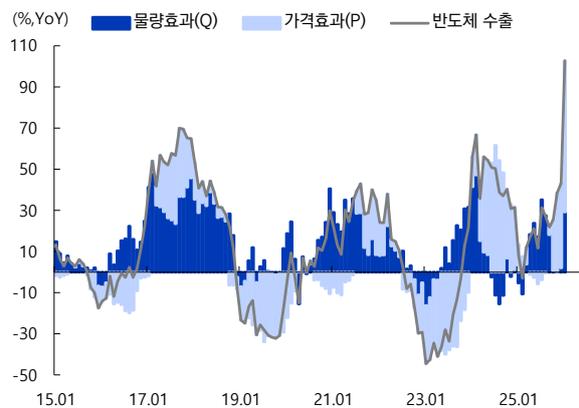
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 글로벌 AI 기업들의 투자 확대는 한국 수출 성장 재료



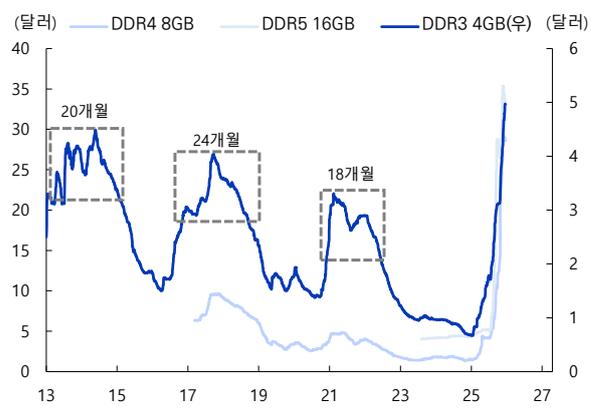
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 반도체 수출의 물량효과와 가격효과 분해



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 레거시 반도체의 과거 가격 패턴을 참고할 필요



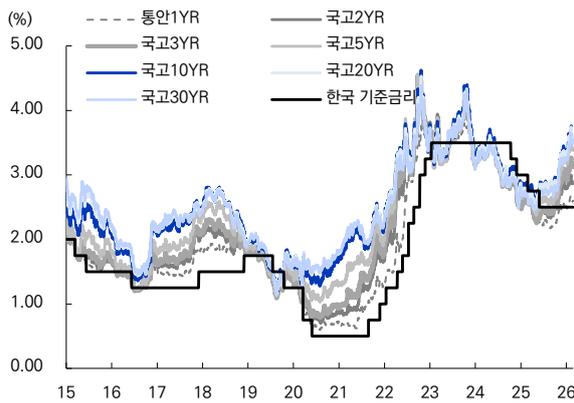
자료: Inspectrum Tech, 교보증권 리서치센터

### 투자전략: 늦출 수 없는 경계

2월 금통위 이후 시장금리는 예상보다 비둘기파적(dovish)이었던 금통위 결과와 한은의 채권시장 안정화 의지가 재차 확인되면서 강한 되돌림이 진행했다. 또한 금번에 새롭게 공개된 한국은행의 금리 점도표 역시 시장에 반영되어 있는 연내 금리인상 가능성에 대한 우려를 완화시켜 주는 역할을 했다.

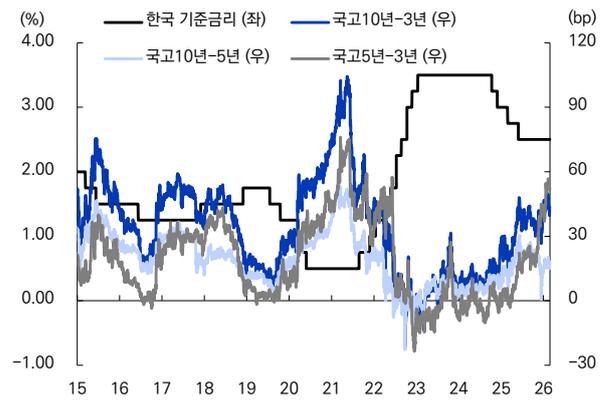
투자전략 관점에서는 캐리를 고려한 매수 접근은 유효하지만, 여전히 리스크 관리에 유의하면서 보수적인 대응 기조를 이어갈 필요가 있다고 판단한다. 물론 2월 금통위를 통해 기준금리 인상에 대한 부담은 다소 완화된 것이 사실이지만, 한은이 물가상승률 전망치 상향 조정과 이창용 총재의 기자회견 발언 등을 통해 인플레이션에 대한 경계감을 이어가고 있는 만큼 적극적인 매수 대응에 나서기는 이른 시점으로 판단된다.

[도표 29] 국고채 금리 추이



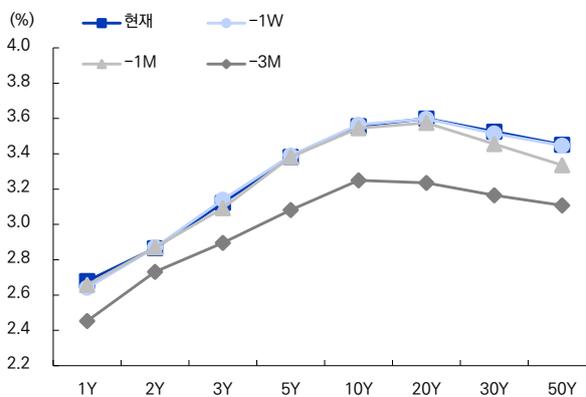
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 국고채 금리 스프레드 추이



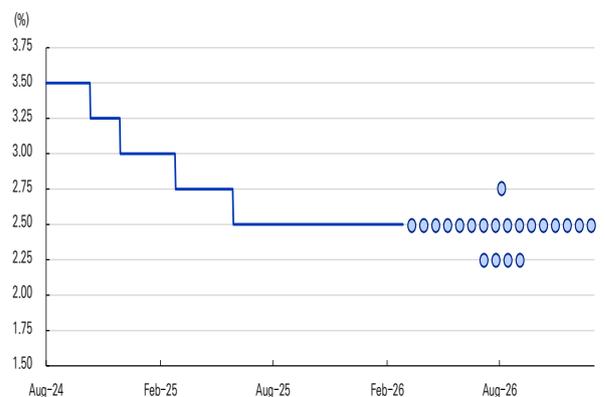
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한국 기간별 일드 커브 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 금통위 금리점도표 (6개월 후 조건부 기준금리 전망)



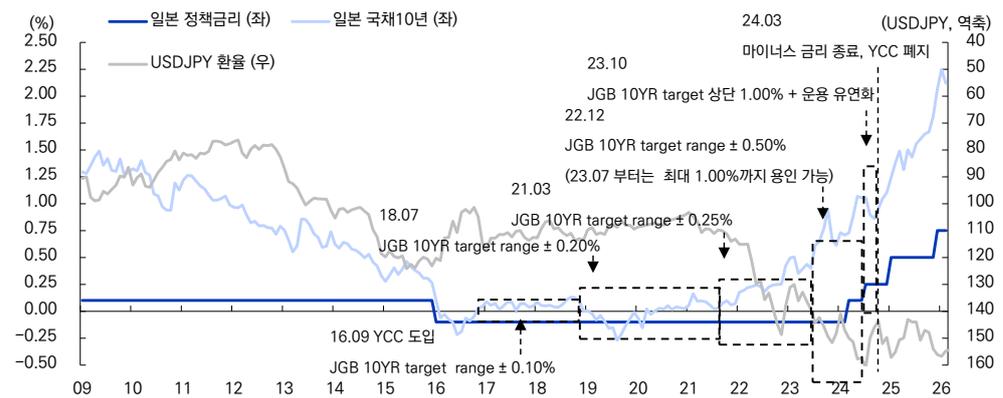
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

**Issue Check: 3월 BOJ, 기준금리 동결 예상. 당분간 이어질 험겨루기**

3월 BOJ에서 기준금리는 현 수준(0.75%)에서 동결될 것으로 예상된다. 시장에서는 지난 1월 BOJ 이후 기준금리 인상 시점이 앞당겨 질 수 있다는 기대가 커졌지만, 일본 중의원 선거에서 자민당이 압도적인 승리를 거두면서 통화정책에 대한 불확실성이 재차 확대되고 있다. 최근 언론 보도에 따르면 다카이치 총리는 비둘기파적 성향의 심의위원을 임명하고, 우에다 총리와의 면담에서는 기준금리 추가 인상에 부정적인 시각을 드러냈다.

당사는 여전히 BOJ의 추가 금리인상 시점을 3분기로 예상하고 있다. 중기적으로 지출 확대와 인플레이션에 대한 경계감이 이어질 수 있지만, 최근 발표된 지표들을 놓고 보면, 인내의 시간을 좀 더 갖을 수 있을 것으로 보인다. 조기 금리인상에 대한 트리거는 여전히 환율이 될 것으로 판단된다. 최근까지 BOJ의 금리인상 시점은 모두 엔화가 빠르게 약세를 보이는 구간과 맞물려 있었다는 점에 주목할 필요가 있다.

[도표 33] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 일본 서비스 생산자물가지수 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 일본 소매판매 증가율과 실질소비동향지수 추이

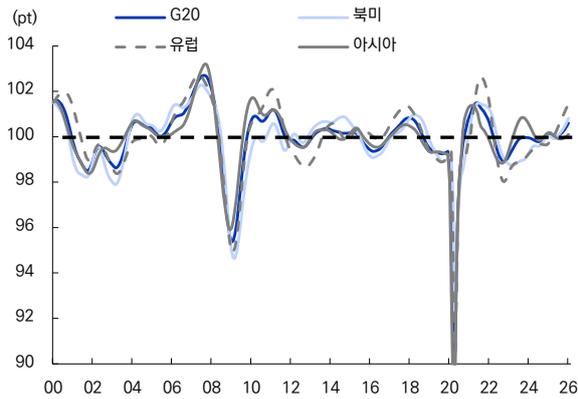


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

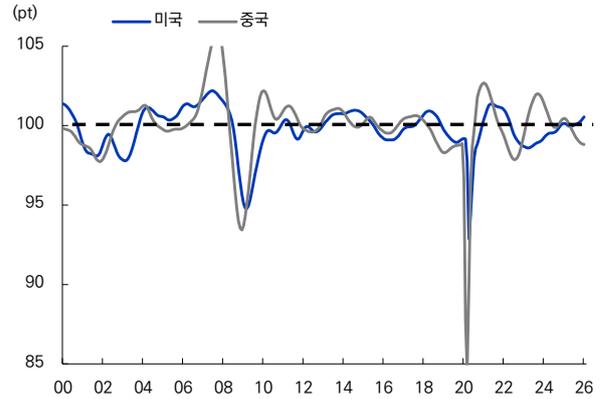
국내외 주요 경제지표

[도표 36] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 미국 ISM 제조업 지수



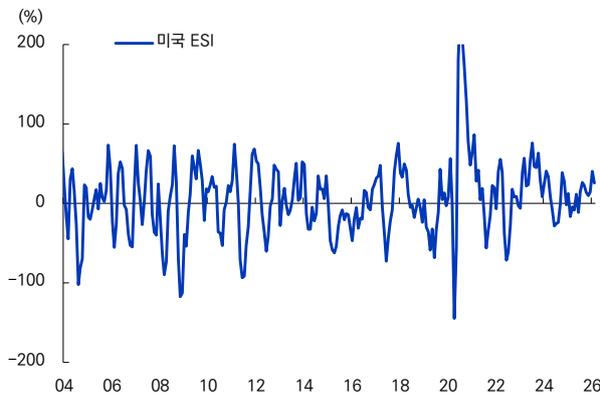
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 유로존 제조업 PMI



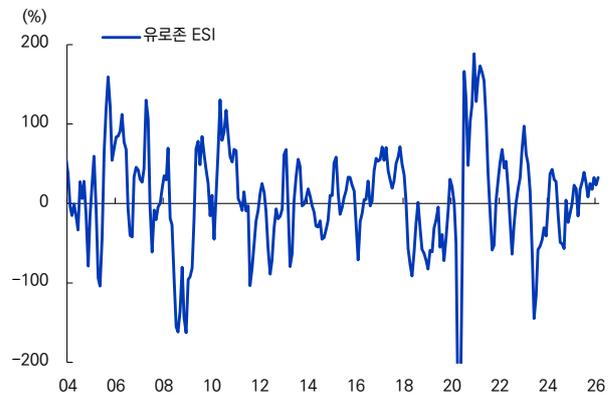
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국 ESI 지수



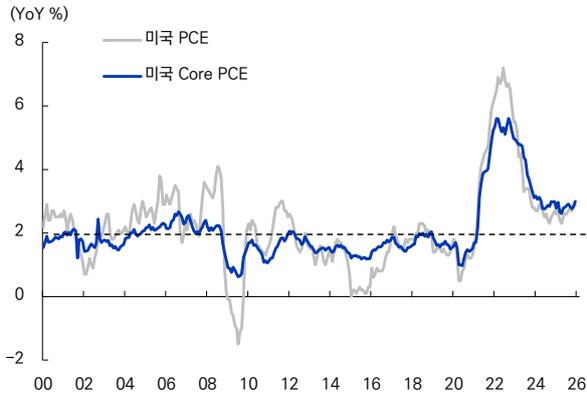
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 유럽 ESI 지수



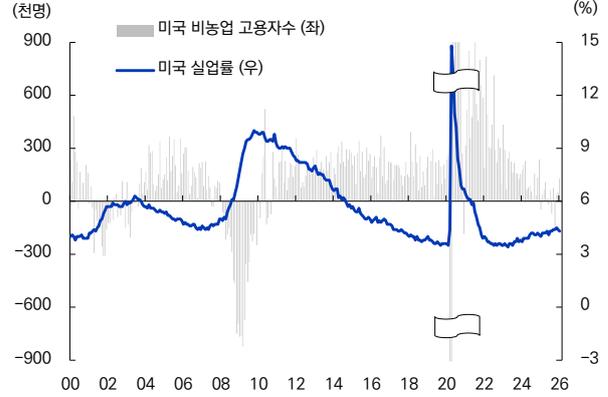
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 미국 PCE 물가



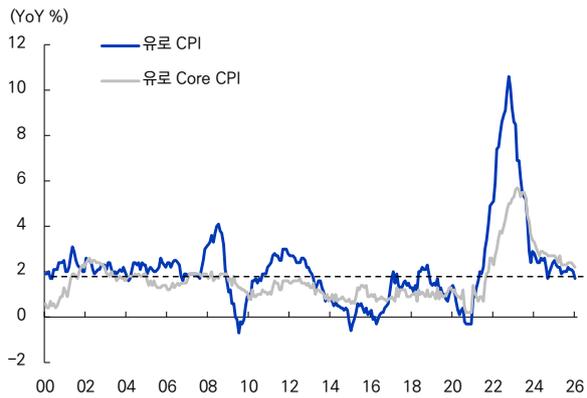
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 유로존 소비자물가 상승률



자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 유로존 실업률



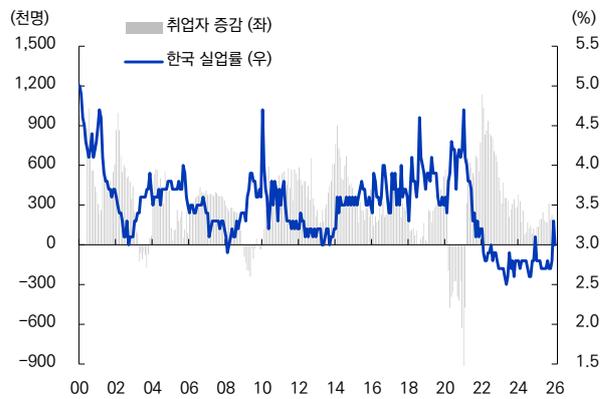
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

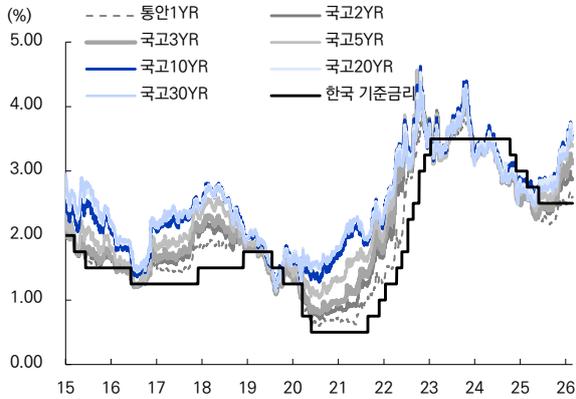
[도표 47] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

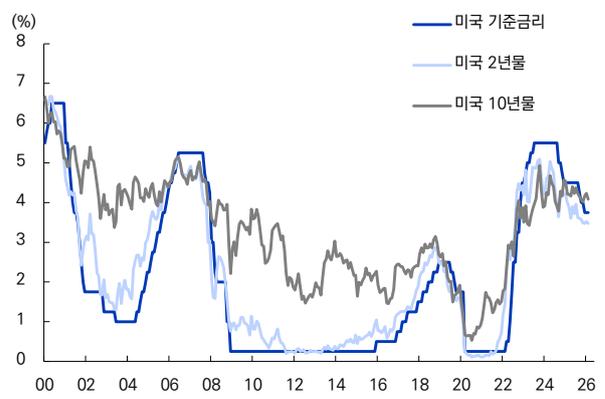
### 국내외 채권금리

[도표 48] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 미국 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

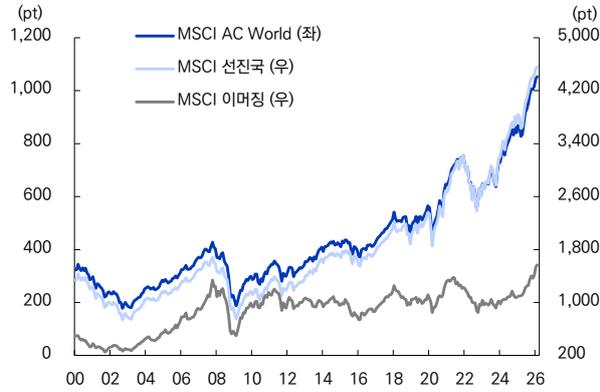
[도표 53] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

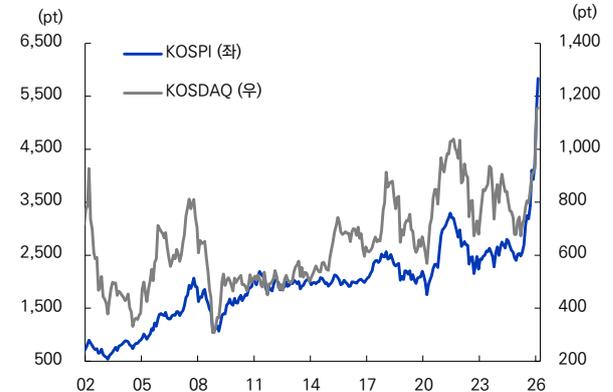
### 국내외 주가지수

[도표 54] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



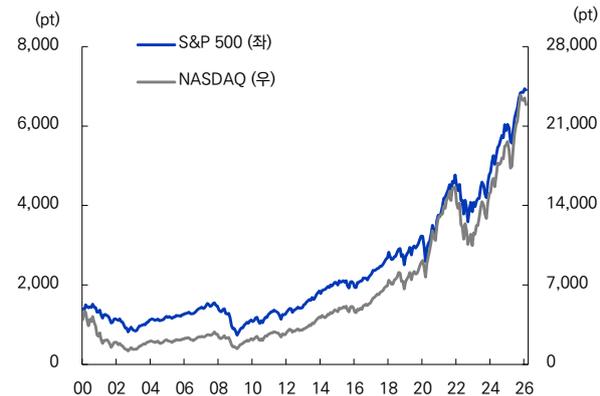
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] KOSPI, KOSDAQ 지수



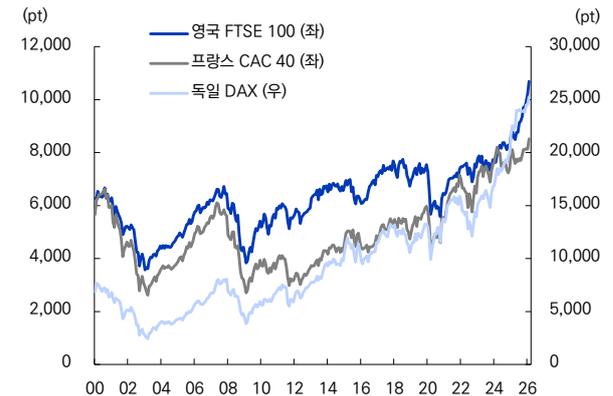
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



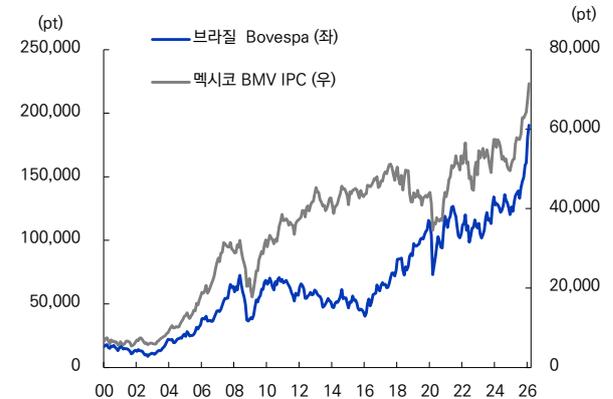
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 일본 NIKKEI225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 60] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



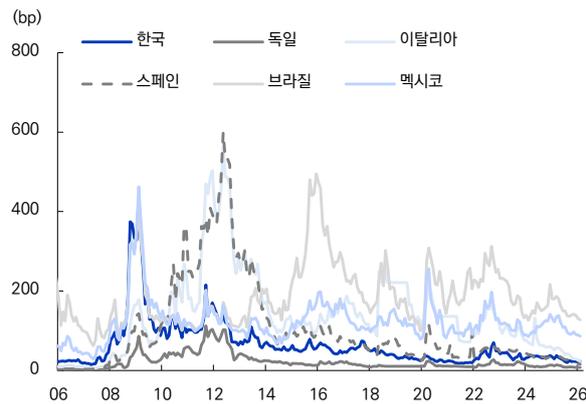
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 원/달러 및 엔/달러 환율



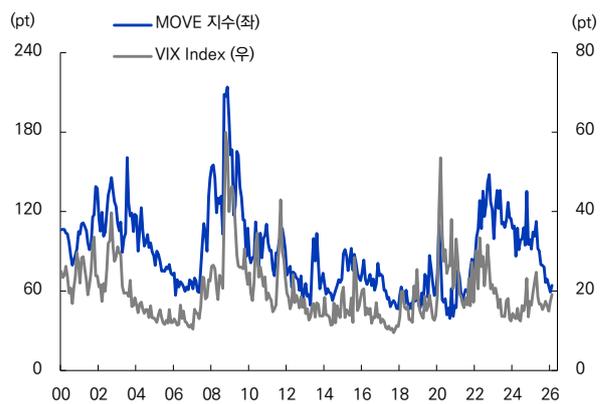
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

### 3월 주요 경제지표 발표 일정

날	화	수	목	금
2	3	4	5	6
만기 4606억	만기 10조 801억 통안만기 6조 6900억	만기 3조 311억	만기 2조 4398억 통안계정 만기 1000억	만기 4조 6254억
	美 1월 미국 건설지출 EU 2월 소비자물가(HICP) 잠정치	韓 1월 산업활동동향 中 2월 제조업 및 비제조업 지수 EU 1월 고용동향(실업률) EU 1월 생산자물가 EU 2월 구매관리자 지수	美 2월 ISM 비제조업지수 美 1월 수입 및 수출액 美 1월 무역수지 美 4Q25 비농업단위 노동비용 美 신규 실업수당청구건수 EU 1월 소매판매	韓 2월 소비자물가동향 韓 1월 국제수지(잠정) 美 1월 내구재수주 美 1월 제조업수주 美 2월 도매판매 美 2월 실업률 美 2월 비농업부문 고용자수 EU 25년 4분기 GDP OECD 2월 경기선행지수(G20)
9	10	11	12	13
만기 5조 6805억 통안만기 9000억	만기 33조 6206억 국채만기 29조 8445억 통안만기 8000억	지준일 만기 2조 1513억	통안계정 만기 1000억 만기 3조 565억	만기 3조 9303억
韓 2025년 4/4분기 예금취급기관 산업별대출금 中 2월 CPI 中 2월 PPI	韓 2025년 4/4분기 및 연간 국민소득(잠정) 中 2월 무역수지	美 2월 기준주택판매 美 2월 CPI	美 신규 실업수당청구건수	韓 1월 통화 및 유동성 美 1월 개인소득 美 1월 개인소비지출 EU 1월 산업생산
16	17	18	19	20
만기 1조 6885억	만기 2조 9202억 통안만기 6400억	만기 2조 1995억	통안계정 만기 1000억 만기 1조 3488억	만기 2조 7222억
美 2월 소매판매 美 2월 산업생산	韓 2월 수출입물가지수 및 무역지수(잠정) 美 3월 경기선행지수 中 2월 산업생산 中 2월 소매판매 호주 RBA 통화정책회의	韓 2월 고용동향 美 FOMC 美 2월 PPI EU 2월 소비자물가(HICP) 캐나다 BOC 통화정책회의	韓 2025년 지식서비스 무역통계 (잠정) 美 신규 실업수당청구건수 日 BOJ 통화정책회의 ECB 통화정책회의 英 BOE 통화정책회의	EU 1월 무역수지
23	24	25	26	27
만기 7225억	韓 2월 생산자물가지수(잠정) EU 3월 구매관리자 지수(잠정치)	韓 3월 소비자동향조사 결과	美 신규 실업수당청구건수 멕시코 BAXICO 통화정책회의	韓 2월 금융기관 가중평균금리 韓 3월 BSI 및 ESI
EU 6월 구매관리자 지수(잠정치)				
30	31			
EU 3월 경기기대지수	韓 2월 산업활동동향 美 1월 S&P/CS 주택가격지수 美 3월 시카고 PMI 지수 美 3월 컨퍼런스보드 소비자신뢰 지수 EU 3월 소비자물가(HICP) 잠정치			

자료: Bloomberg, 본드웹, 연합뉴스포맥스, 교보증권 리서치센터

주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준