

📅 2025년 9월 29일 | 키움증권 리서치센터

10월 채권 & 매크로 이슈 점검 : 움직이기 어렵다

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

경제 김유미 helloym@kiwoom.com



Contents

- I. **채권**: 움직이기 어렵다 P. 03
- II. **매크로**: 정책과 산업 차별화가 이끄는 글로벌 K자형 성장 P. 21



I. 채권: 움직이기 어렵다

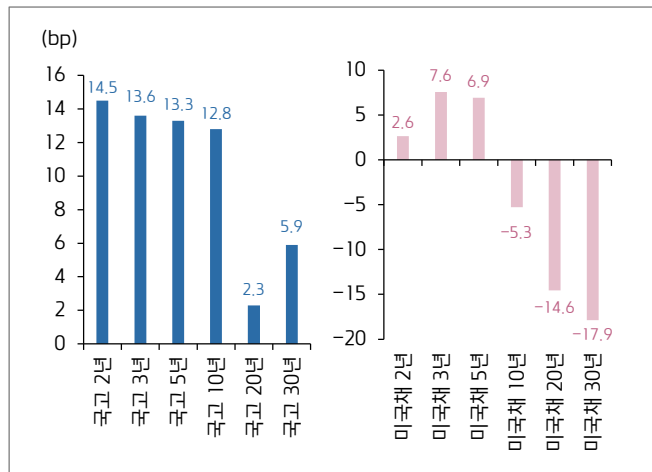
▶ 채권전략 안내하 yhahn@kiwoom.com



01. 9월 채권시장 리뷰: 통화 완화 기대 후퇴

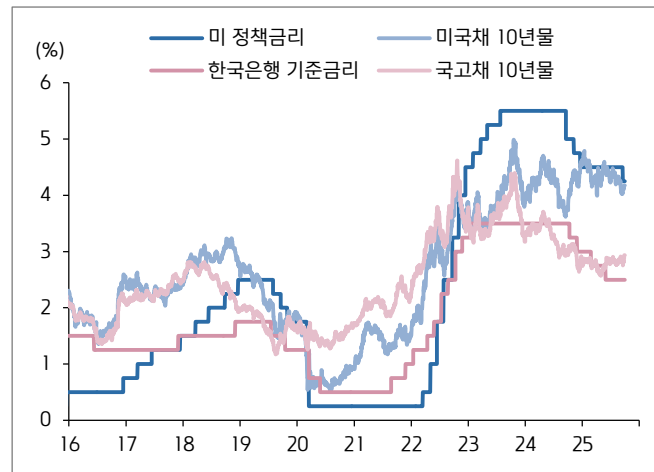
- ▶ 9월 채권시장은 약세 압력이 두드러졌음. 미국채는 장기물 금리는 하락 압력을 받기도 했으나, 전반적으로 FOMC 이후로 미 연준 금리 인하 기대치 조절 속에 단기물은 상승, 장기물은 하락폭을 축소하는 움직임을 보임. 그 가운데 한국은행의 10월 금리 인하 기대가 축소되면서 국고채 금리는 약세폭 확대
 - 국고채 시장은 중단기 중심으로 약세. 미 연준의 금리 인하 기대 축소에 더불어 금융안정을 중시하는 한국은행의 스탠스를 확인하며 10월 인하 기대 축소까지 더해지며 금리 상승. 여기에 월 후반 대미 투자 관련 자금 우려에 원화 자식 약세 확대된 점도 금리 상승 요인
 - 미국채 시장은 중단기 구간 중심으로 약세. 미 연준 9월 FOMC에서 금리 인하 단행했으나, 추가 인하에 대해서는 신중한 태도를 보인 점이 금리 상승 요인으로 작용. 장기 구간 또한 월간으로 하락 마감했으나, 월 후반 들어서는 낙폭을 축소하는 움직임. 미국채 10년물은 월 중 4.0%선까지 하락한 이후 4.1% 중반 선으로 되돌림

2025년 9월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 9월 26일 종가 기준

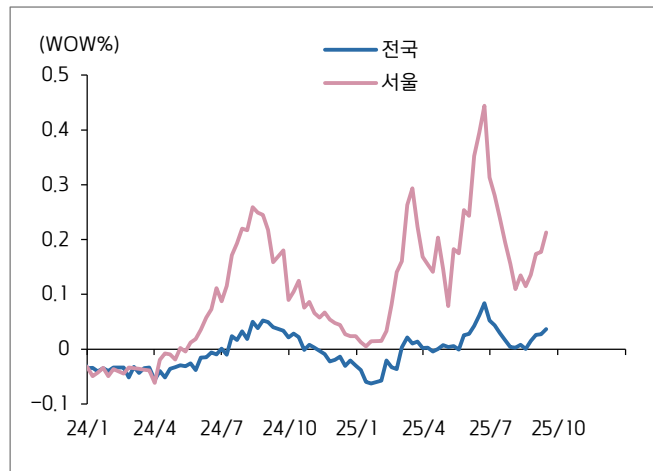
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

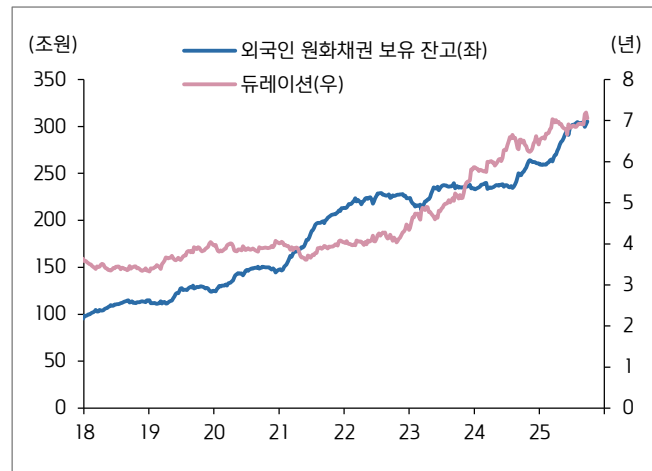
- ▶ 10월 채권시장은 약보합 예상. 미 연준과 한은의 금리 인하 기대 축소 요인이 시장 전반적으로 영향을 미치면서 9월 말 시장 약세 분위기를 이어나갈 것. 다만 두 국가 모두 인하 기대 자체는 유효해 상하방 요인이 모두 상충되며 박스권 등락을 이어나갈 것으로 전망
 - 국고채 시장은 한국은행의 10월 금리 인하를 둘러싼 불확실성에 약세 압력 예상. 한국은행의 10월 인하 가능성은 여전히 열려 있으나, 점차 그 기대 수준을 축소할 필요. 환율 변동성과 부동산 관련 금융안정 측면에서의 금리 동결 가능성이 시장 강세 전환을 약화시킬 요인
 - 미국채 시장 또한 미 연준의 10월 금리 인하에도 인하 기대가 점차 축소되는 점이 부담으로 작용하면서 약세 압력에 수시로 부각될 것으로 판단. 고용 및 물가 지표 등이 추가 인하 기대를 지지하는 요인으로 금리 상단을 제약하겠으나, 인하 기대가 축소되는 점은 금리 하방 압력을 제약시킬 요인. 상하방 요인 충돌

한국 주간 아파트 가격 지역별 상승률 추이



자료: KB부동산, 키움증권 리서치센터.

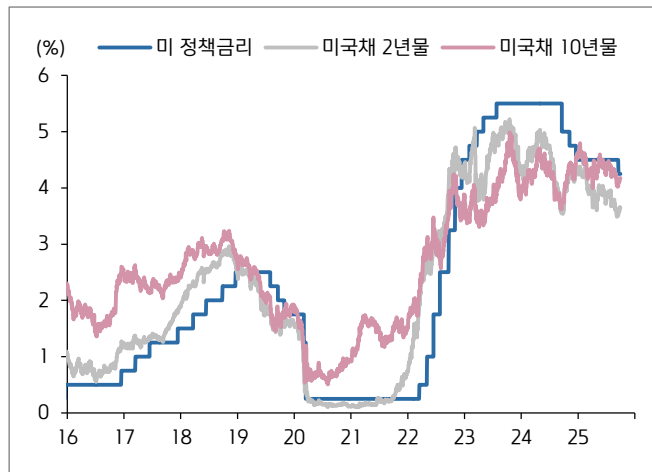
외국인 원화채권 보유 잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

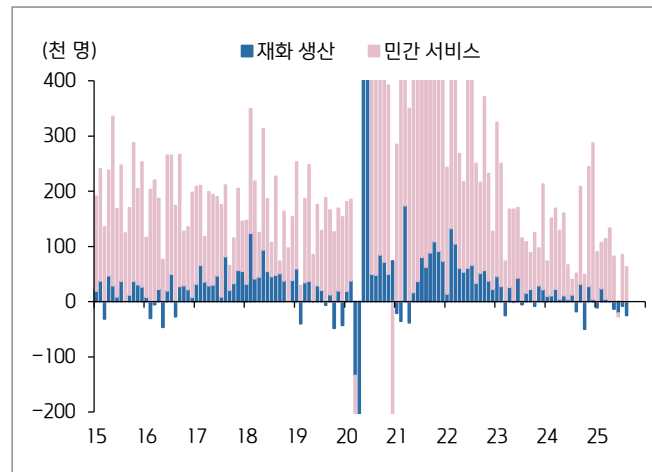
- ▶ 미 연준은 9월 FOMC에서 정책금리를 4.00~4.25%로 25bp 인하한 후 점도표를 통해 연내 2회 추가 인하 가능성을 시사. 10월과 12월 올해 남은 회의에서 모두 25bp씩 금리 인하할 것으로 전망
 - 민간 및 정부 부문 고용 둔화 흐름이 이어지고 있다는 점에서 미 연준의 금리 인하 명분이 계속해서 유지될 것으로 판단. 이민자 추방 이후 고용에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있다는 시각도 있으나, 실업률이 소폭 반등하고 서비스업 중심의 고용 둔화 흐름이 이어진다는 점은 미 연준의 금리 인하 명분이 될 것

미 연준 정책금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

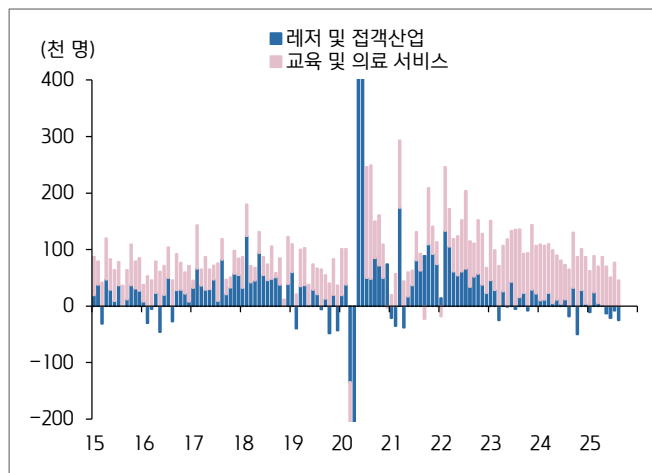
미국 고용 증감 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

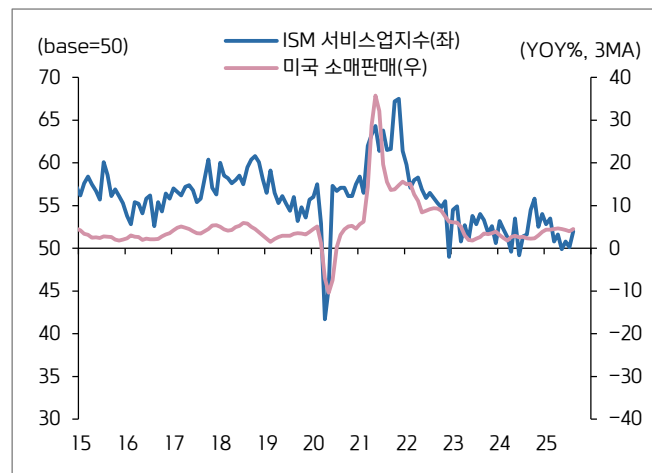
- ▶ 레저 및 접객산업의 고용 둔화가 가시화되는 가운데, 미국 수요는 견조한 흐름이 지속되고 있음을 고려하면, 서비스업 중심의 고용 수요도 점차 바닥을 다지고 개선될 것으로 예상. 수요 둔화의 흐름은 미 연준의 금리 인하 명분을 유지시키는 요인이거나, 경기 침체 가능성을 우려하는 상황은 아니라는 점에서 미 연준의 보험성, 제한적 금리 인하 기대는 유지될 것으로 판단

미국 민간서비스업 부문 세부 고용 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

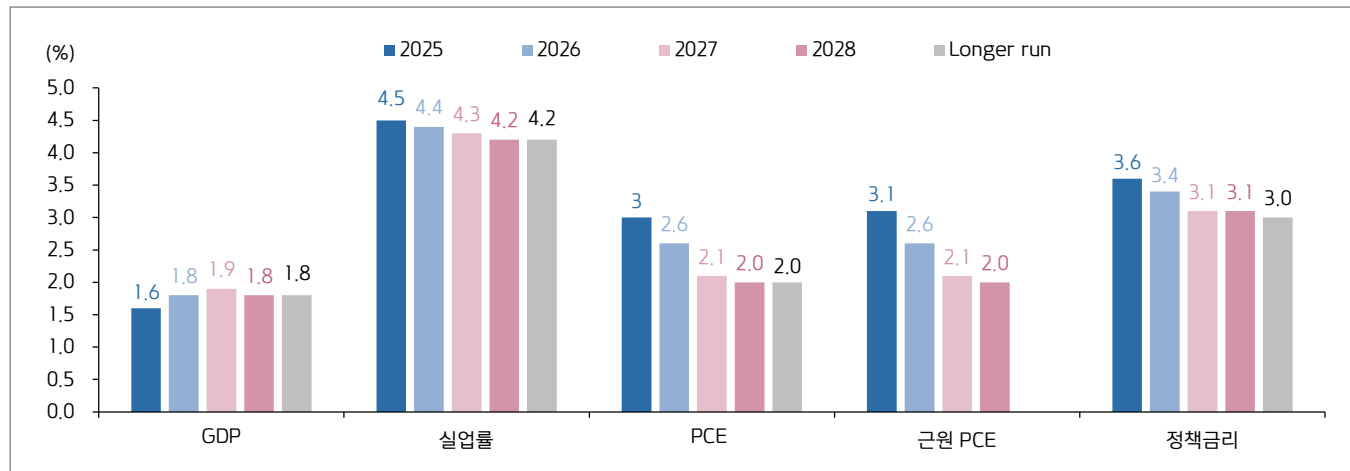
미국 ISM 서비스업지수와 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편 미 연준은 9월 점도표를 통해 올해 추가 2회, 내년 추가 1회 수준의 정책금리 인하를 시사함. 물론 위원들 간의 의견 차이가 큰 것으로 나타나나, 전반적으로 금리 인하에 신중할 필요가 있다는 입장임. 특히 9월 FOMC 이후 미 연준 위원들의 발언에서도 신중한 입장을 확인 중
- 리치몬드 연은 총재, “물가와 고용, 모두 낙관적”, “실업, 물가 모두 하방 위험 제한적”(매)
 - 시카고 연은 총재, “너무 많은 금리 선제 조치는 다소 불안”(매)
 - 캔자스시티 연은 총재, “인플레이션 여전히 높아, 현 정책기조 적절”(매)
 - 클리블랜드 연은 총재, “완화 매우 신중해야, 재과열 우려”(매)
 - 샌프란시스코 연은 총재, “9월 금리 인하 전적 지지, 추가 인하 필요”(비둘기)

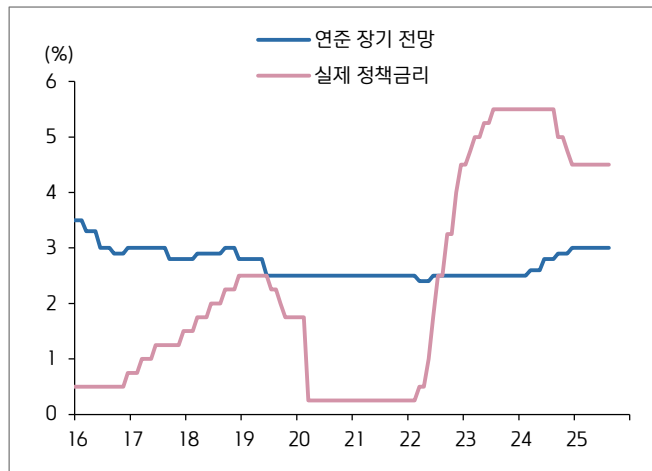
미 연준 경제 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

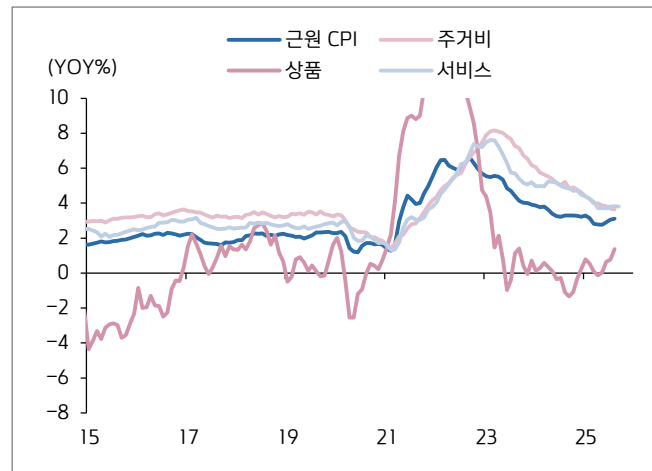
- ▶ 연말까지 추가 2회 인하 기조가 이어질 것으로 예상하나, 이후 2026년 추가 인하에 대해서는 기대를 조정하는 과정이 이어질 것으로 예상. 물가를 둘러싼 불확실성이 여전히 남아있어 관세발 물가 상방 압력에 대한 우려가 수시로 상존하는 점 또한 금리 인하 기대를 약화시키는 요인일 것. 급진적인 수준은 아니겠으나, 내년부터 점진적으로 소비자물가에 전가되는 환경에서 중물가 기조에서의 미 연준 금리 인하는 상당히 완만한 속도로 이뤄질 전망
 - 연말 3.50~3.75%까지 금리를 인하하게 되면, 미 연준이 제시하는 연준의 장기 금리 전망치 3% 수준까지 75bp 수준의 여력만 남아있다는 점도 부담. 경제지표 변화에 따라 추가 인하 가능성을 반영하면서 소폭 하락하더라도 미국의 견조한 수요 속에 급격한 금리 인하 가능성이 발현될 가능성은 낮다고 판단

미 연준 장기금리 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

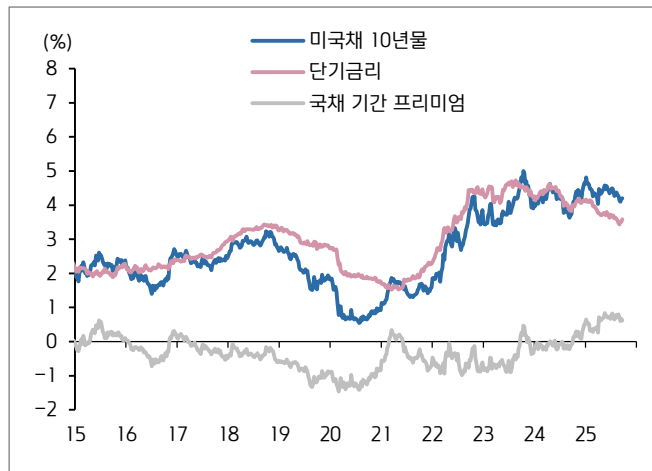
미국 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

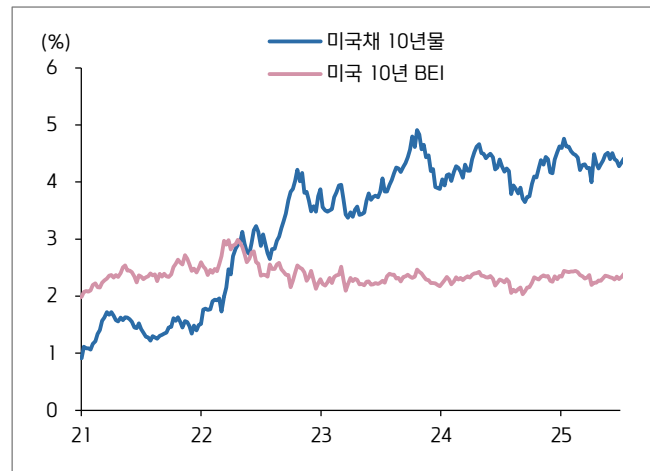
- ▶ 이러한 미 연준 금리 인하 기조를 고려하면, 9~10월 금리 인하 기대가 확신으로 변화하는 과정에서 시장금리는 하방 압력을 일부 받겠으나, 선반영 인식과 함께 금리 인하폭이 제약된다는 점에서 재차 반등 압력을 받을 것으로 예상
- ▶ 단기금리 하락이 제약되는 가운데, 기대 인플레이 요인이 수시로 장기금리 상승 요인으로 작용할 것으로 판단
 - 트럼프 행정부의 미 연준에 대한 압박이 단기 금리를 일부 낮출 수 있겠으나, 최근과 같이 기대인플레이로 인해 장기금리 상승이 수시로 부각될 전망
 - 재정 리스크로 인한 기간 프리미엄 요인 또한 높게 유지되면서 금리 하단을 지지할 것으로 예상

미국채 10년물 금리 분해



자료: 뉴욕연은, 키움증권 리서치센터.

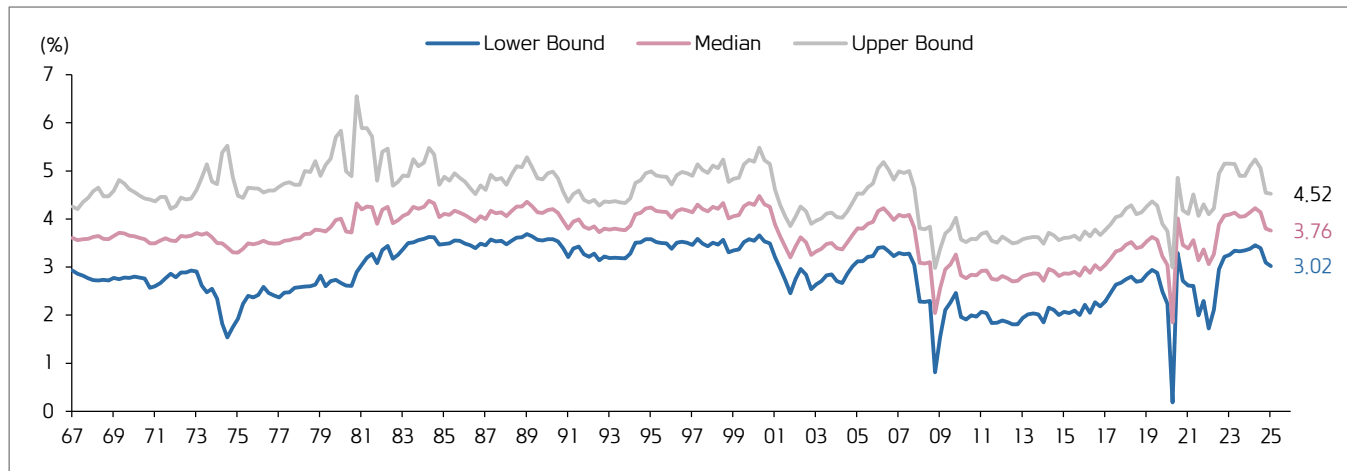
미국채 10년물과 미국 10년 기대인플레이 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 트럼프 행정부의 연준에 대한 압박이 지속되는 점은 부담. 마이런 연준 이사는 점도표 상 올해 금리 수준을 2.75~3.00%까지 낮춰야 한다고 주장. 올해만 9월 포함해서 150bp를 내려야 한다고 주장한 것
- ▶ 실제 마이런 이사의 주장대로 실현될 가능성은 낮으나, 2026년 트럼프 임기 마감 이후 3% 수준까지 금리를 낮출 수 있을 것이라는 기대는 유효하게 작용할 수 있음
- ▶ 다만 그 경우 시장 변동성 확대 예상. 미 연준의 중립금리 수준이 3.75% 라는 점을 고려하면 경기 침체가 아닌 상황에서의 과도한 금리 인하는 자산 버블과 인플레이를 높일 수 있는 리스크 상존. 연준의 독립성 훼손 이슈와 함께 인플레 기대가 높아질 경우 장기채에 대한 투자 매력은 더욱 낮아질 것으로 예상

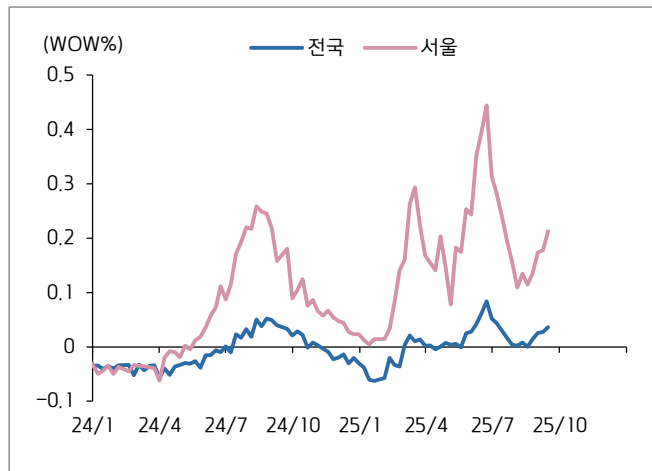
미 연준 명목 중립금리 추정 모델 (L-M 모델+2%)



자료: Richmond Fed, 키움증권 리서치센터.

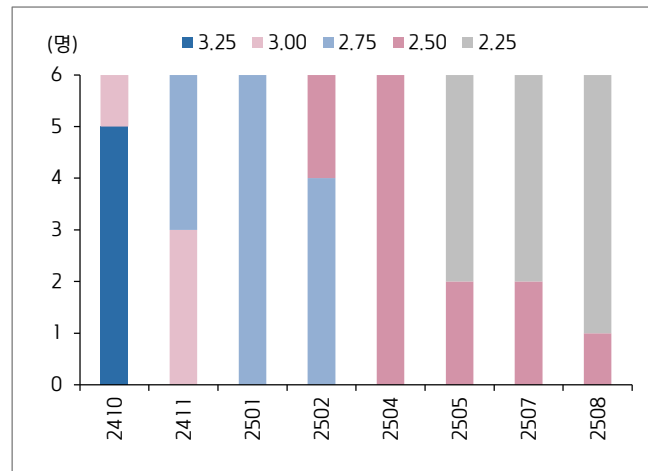
- ▶ 한국은행은 8월 기준금리 동결을 단행하며 향후 인하 가능성은 열어두는 결정을 내린 바 있음.
이를 고려하면, 4분기 중 인하 기대는 여전히 남아있는 상황이나, 최근의 발언을 살펴보면 10월 인하 가능성은 크게 축소된 것으로 판단
 - 이창용 총재, “한국과 같은 나라는 금융안정을 목표로 하는만큼 중립금리 고려시 다른 나라 보다 약간 더 높은 수준으로 유지할 필요”
 - 황건일 금통위원, “올해 한차례 정도 금리 인하는 필요. 다만 시점은 10월이 될지 11월이 될지 고민”
 - 신성한 금통위원, “단분간 거시건전성정책의 강화 기조 유지 필요”
- ▶ 수도권 중심의 가격 상승 압력이 이어지고 있다는 점에서 한국은행은 10월 동결 결정에 내릴 가능성이 높아졌다고 판단

한국 주간 아파트 가격 지역별 상승률 추이



자료: KB부동산, 키움증권 리서치센터.

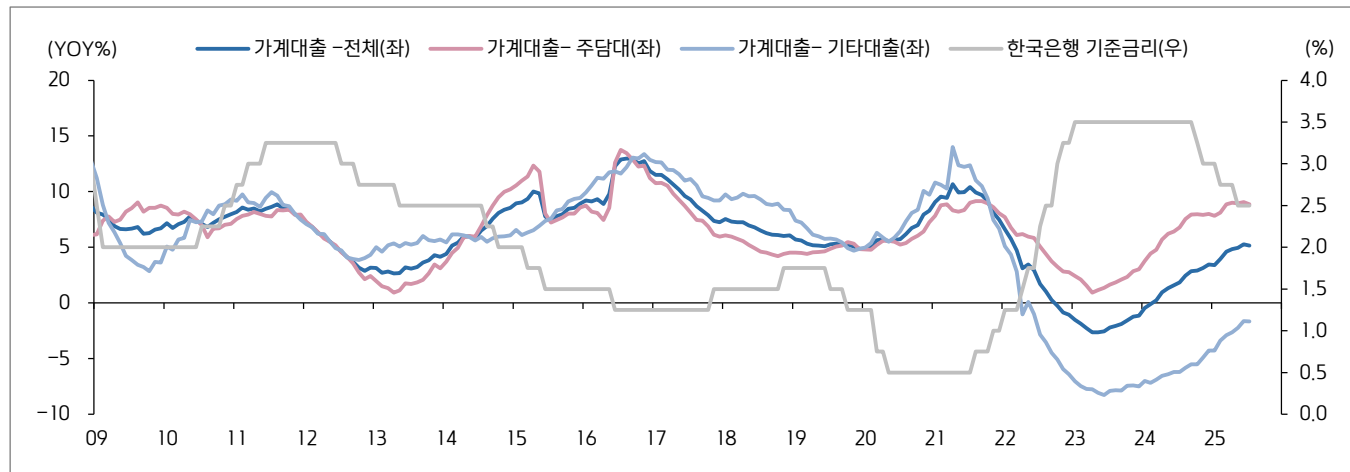
한국은행 금통위원 3개월 포워드 가이드런스



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 가계 대출 증가세는 7월 들어 소폭 둔화. 6.29 부동산 정책 시행 이후 대출 규모는 축소되면서 증가세 둔화 추세를 점차 확인할 것으로 예상. 다만 여전히 수도권 중심의 가격 상승 기대가 조성되고 있는 점을 고려할 필요가 있으며, 한국은행의 금융안정을 강조하는 스탠스를 고려할 때, 금리 인하보다는 동결을 선택할 것으로 예상

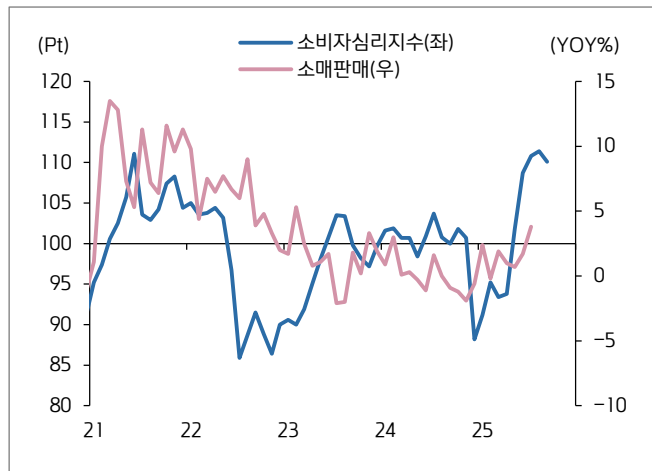
가계 대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

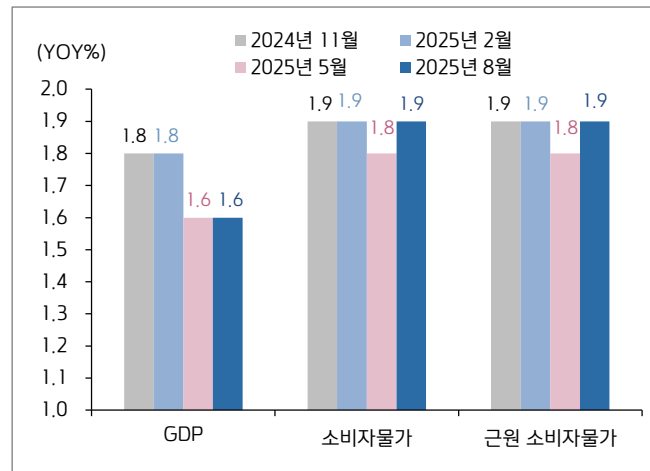
- ▶ 최근 소비심리 개선과 함께 소매판매 또한 증가세를 보이는 점은 긍정적이며, 재정 확장을 통한 성장 기대 높아지고 있는 점은 긍정적. 다만 내년에 대한 성장 눈높이는 여전히 1.6%로 한은에서 8월에 제시한 점을 고려하면 여전히 수출 경기 둔화와 잠재성장을 이하의 성장세에 대한 대응은 필요하다고 판단
 - 올해 성장률 눈높이가 기존 0.8%에서 0.9%로 높아지는 등 최악의 가능성은 약화되었다는 점은 금융시장에 긍정적으로 작용할 수 있으나, 한편으로 1% 미만의 저성장 우려는 여전히 상존하는 상황임. 최근 대미 투자 관련 우려가 높아지는 등 관세정책을 둘러싼 불확실성이 재차 높아진 점도 부담
- ▶ 2026년 상반기까지 GDP 갭이 마이너스 흐름이 지속된다는 점 또한 적어도 인하 가능성을 여전히 열어둬야 하는 배경임

한국 소비심리지수와 소매판매 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국은행 2026년 성장률 전망치 변화



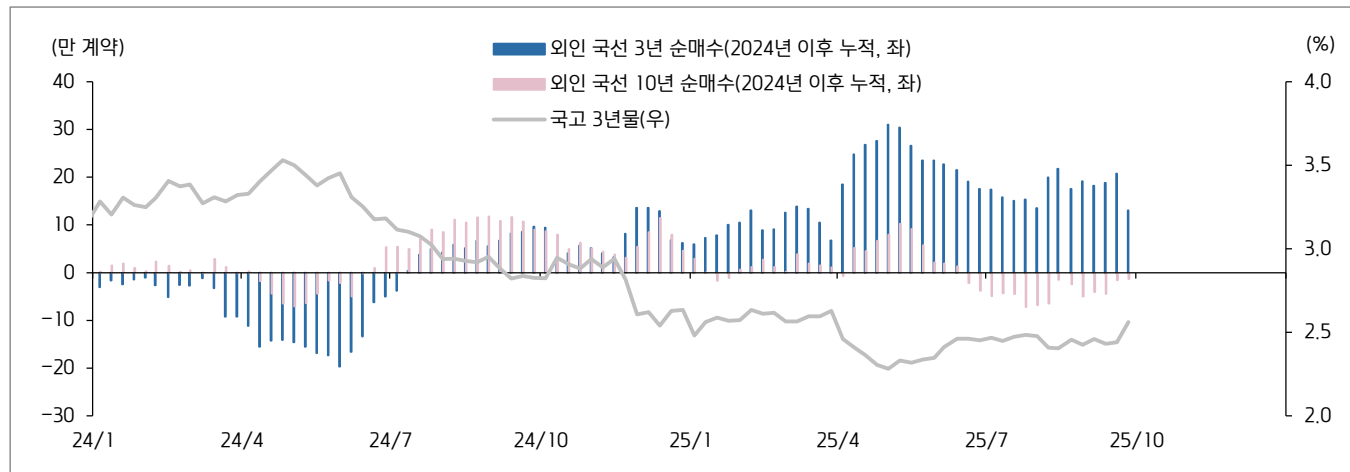
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

12.

②국고채 - 9월 말 3년물 2.5% 상회, 그 다음은

- ▶ 인하 폭을 둘러싼 기대가 축소된 점은 인정하나, 국고 3년 기준 2.5% 이상의 수준은 과도하다는 판단임.
10월 인하 가능성은 후퇴했더라도 연내 동결로 돌아선 것이 아니라면 최근의 금리 상승은 외국인 선물 매도 등 수급적인 요인이 크게 작용했다는 판단
- ▶ 내년 재정에 대한 불안이 여전히 남아있는 점도 있으나, WGBI 편입 발표 이후로는 수급 우려에 따른 매도 심리가 다소 안정될 것으로 예상

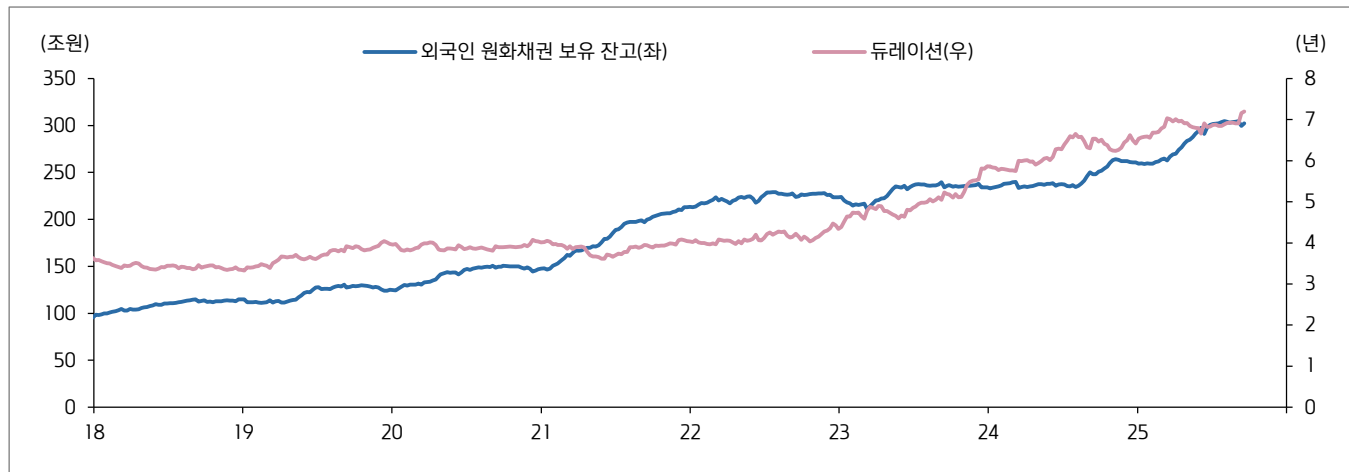
분야별 자원 배분 계획



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한국 국고채의 WGBI 편입으로 외국인의 중장기 수요가 확대될 것으로 기대되는 점 또한 장기채 매수 요인으로 작용할 것으로 예상. 편입 지연 이슈가 있었지만, 내년 초 이후 집행될 자금 유입은 수급적으로 우호적으로 작용할 것
- 올해 하반기 늘어나는 국채 발행 부담에도 장단기 스프레드 확대가 제약된 점 또한 향후 집행될 WGBI 관련 자금에 대한 기대가 작용했을 것
- ▶ 미국채 발행 부담을 내부 수요를 통해 완충시켰다면, 국내 채권시장은 외국인 수급이 그 부담을 완화시켜주는 역할을 할 것으로 기대

WGBI 편입 이후 외국인 보유 원화채권 듀레이션 확대 기대



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

②국고채 - 장기물 외국인 비중 높아지며 수급 부담 덜어질 것

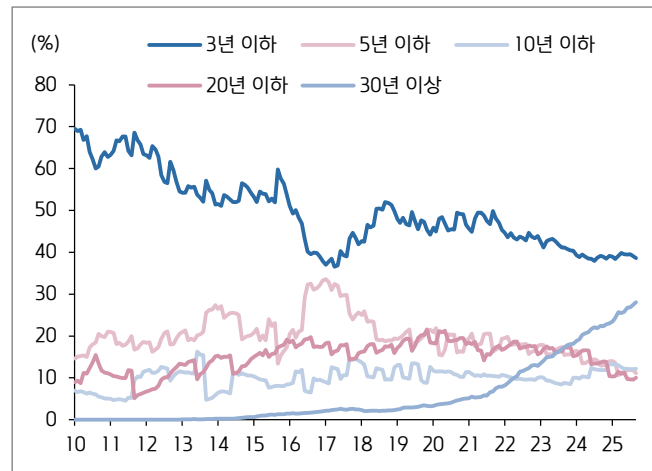
- ▶ 상장잔액 기준으로 WGBI가 편입되면서 단기 보다는 중장기 중심의 외국인 보유가 크게 늘어나면서 국내 장기 국채 발행 물량을 소화해줄 것으로 기대
 - WGBI 편입시 중장기 중심으로 외국인의 보유 잔액이 증가함에 따라 장기물 발행 물량을 소화해줄 것으로 기대

국고채 만기 잔액(2025년 9월 말 기준)

구분	상장잔액(조 원)	상장잔액 비중(%)
2년	30.6	2.66
3년	89.3	7.75
5년	129.6	11.25
10년	283.3	24.58
20년	170.9	14.83
30년	406.9	35.31
50년	35.7	3.10
물가연동국채	6.1	0.42
전체	1,152.6	100.0

자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

외국인 보유 국고채 만기 비중 추이

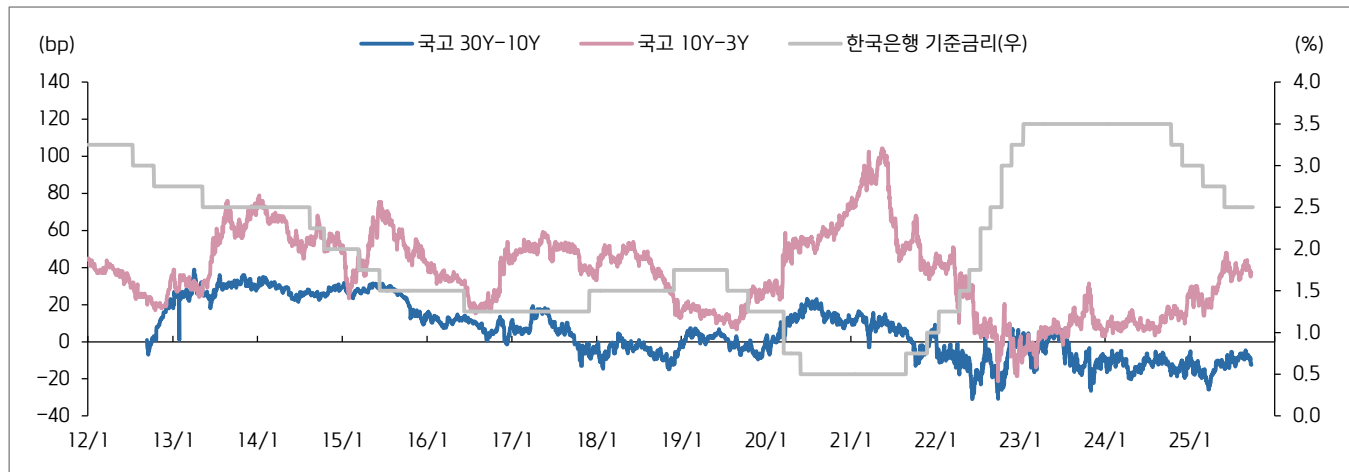


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

15. WGBI 편입으로 상승 압력 제약될 전망

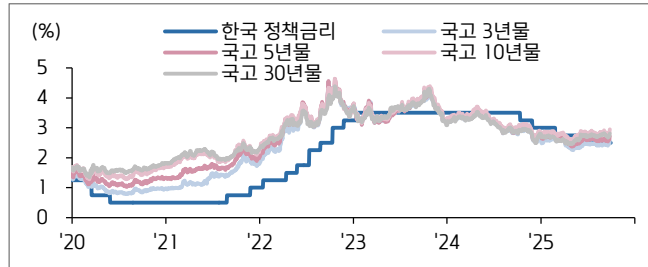
- ▶ 금리 인하에 대한 기대가 축소되는 점은 부담이나, WGBI 편입 발표 시 심리는 다소 안정될 것으로 예상
- ▶ 금리 인하 마무리와 함께 재정 확장 정책은 커브 스티프닝이 예상되나, 내년 상반기까지의 금리 인하 기대가 여전히 열려 있다면, WGBI 편입으로 인한 외국인 자금 유입이 동반 진행되면서, 커브의 스티프 강도는 크지 않을 것으로 예상

2012년 이후 장단기 스프레드와 기준금리 추이

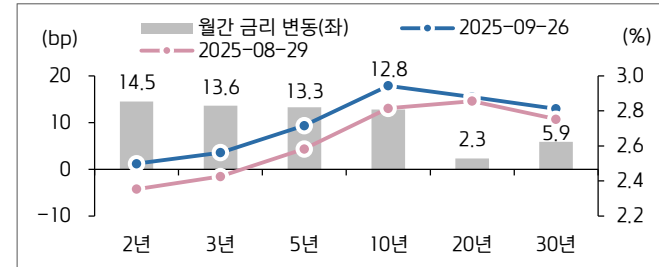


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

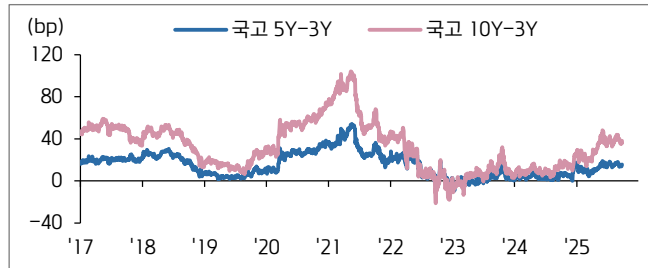
주요 국고채 금리 추이



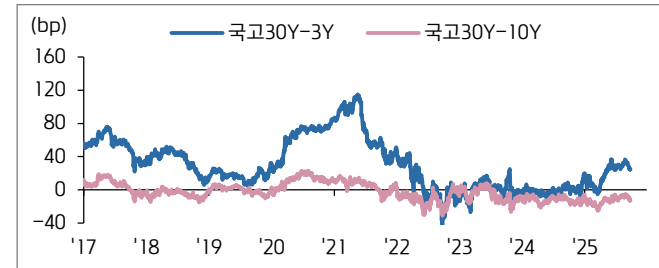
한국 월간 수익률 곡선 변화



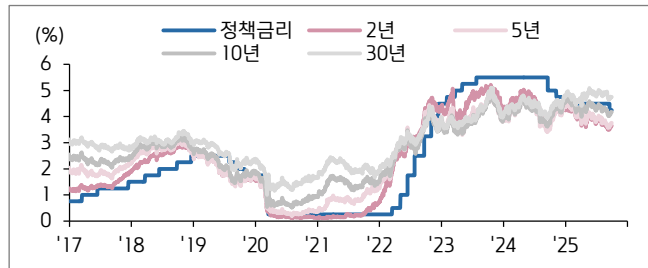
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



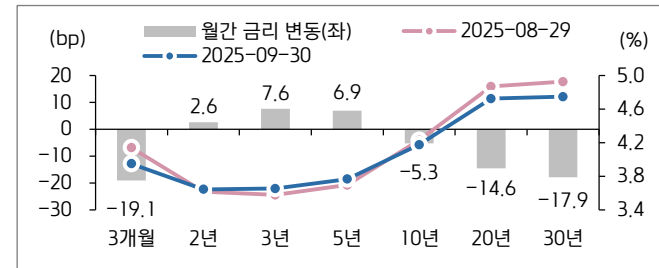
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MON	TUE	WED	THU	FRI
		1	2	3 개천절
		한국 9월 무역수지 미국 9월 ISM 제조업지수 9월 ADP 민간 고용 유로존 9월 소비자물가 9월 HCOB 제조업 PMI	한국 9월 소비자물가지수 유로존 8월 실업률	미국 9월 고용보고서 - 실업률, 시간당임금, 신규고용 9월 ISM 서비스업지수 유로존 9월 HCOB 서비스업 PMI 8월 생산자물가지수
6 추석	7 추석 연휴	8 대체휴일	9 한글날	10
유로존 8월 소매판매 10월 Sentix 투자자대지수	미국 8월 무역수지 9월 뉴욕연은 기대인플레이션율 FTSE WGBI 반기 리뷰 보고서 발표	미국 9월 FOMC 의사록		미국 10월 미시간대 소비자신뢰지수
13	14	15	16	17
중국 9월 무역수지	미국 9월 NFIB 소기업낙관지수	미국 9월 소비자물가지수 10월 뉴욕주 제조업지수 유로존 8월 산업생산 중국 9월 소비자/생산자물가지수	미국 9월 소매판매 9월 생산자물가지수 10월 NAHB 주택시장지수 10월 필라델피아연은 경기전망	한국 9월 수출입물가지수 미국 9월 주택착공건수 9월 건축허가건수 9월 수출입물가지수 유로존 9월 소비자물가지수
20	21	22	23 한국은행 금통위	24
중국 3분기 GDP 9월 소매판매 9월 산업생산 9월 고정자산투자		한국 9월 생산자물가지수	한국 한국은행 금융통화위원회 미국 9월 기존주택판매	미국 9월 신규주택판매 10월 미시간대 소비자신뢰지수 유로존 10월 HCOB 제조업 PMI 10월 HCOB 서비스업 PMI
27	28	29 FOMC(28~29)	30	31
미국 9월 내구재주문	한국 3분기 GDP 미국 10월 리치몬드연은 제조업지수 10월 CB 소비자대지수	미국 연준 FOMC 9월 미결주택판매 호주 9월 소비자물가지수	미국 3분기 GDP 유로존 ECB 통화정책회의 3분기 GDP 10월 소비자대지수 일본 BOJ 통화정책회의	한국 9월 광공업생산 미국 9월 PCE 물가 유로존 10월 소비자물가지수 중국 10월 레이팅독 제조업 PMI 10월 레이팅독 서비스업 PMI

주) 현지 시각 기준

II. 매크로: 정책과 산업 차별화가 이끄는 글로벌 K자형 성장

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com

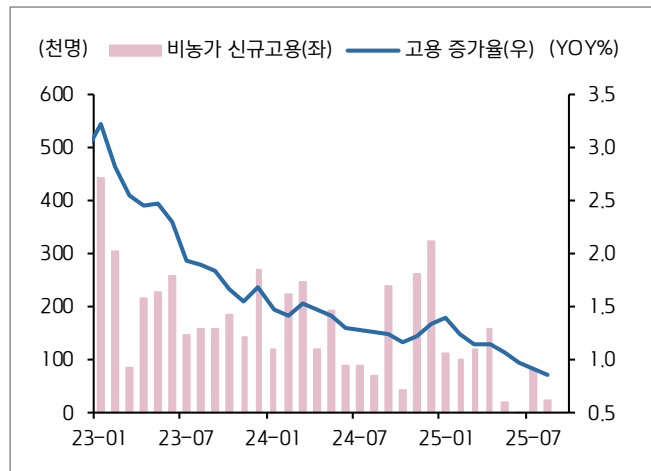


01.

연내 두 차례 추가 인하 전망, 연준 정책 정상화 국면

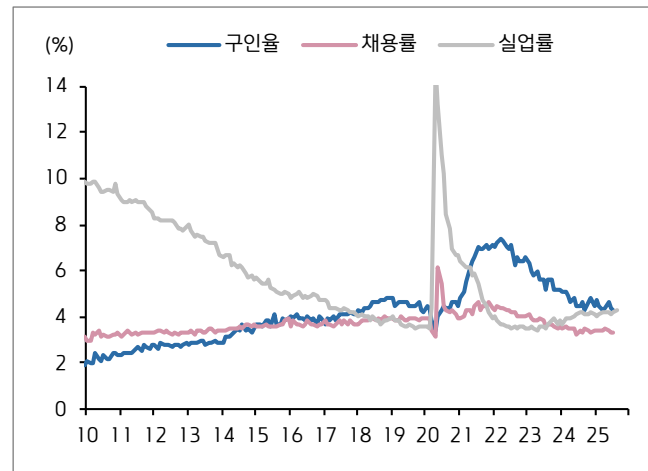
- ▶ 미국 노동시장의 수요 둔화에 따른 하방 리스크에 대응하기 위해, 연내 추가 두 차례 금리 인하 전망
 - 과거 CBO 연구에 따르면 실업률을 안정적으로 유지하기 위해서는 매월 15.5만 건의 신규 고용이 필요.
그러나, 최근 세인트루이스 연은 자료에서는 이민자 유입이 급격히 줄어들면서 손익분기점이 3.2만 건~8.2만 건으로 크게 낮아졌다고 분석
- ▶ 연준의 금리 인하는 완화적 기조로의 전환보다 중립금리 수준에 근접하기 위한 정책 정상화의 일환으로 해석
 - 9월 인하에 이어 연내 두 차례 추가 인하가 단행될 경우, 기준금리는 3.50~3.75% 수준까지 하락할 것으로 전망
 - 클리블랜드 연은 모델에 따르면 명목 중립금리 추정치는 약 3.70%로 95% 신뢰구간은 약 2.9%~4.50%로 제시

미국 비농가 신규 고용과 고용 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 채용률, 실업률

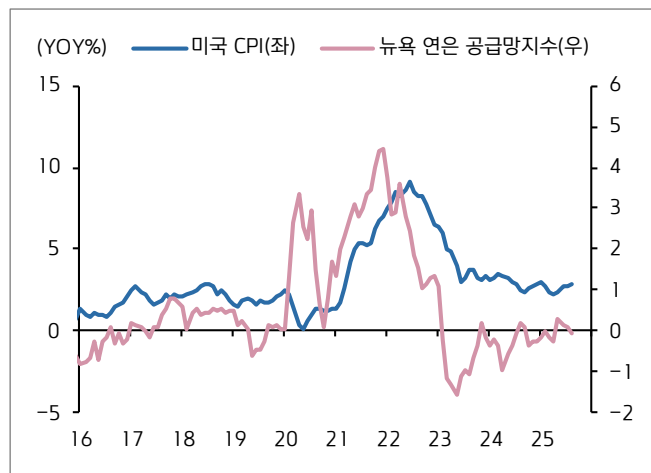


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02. 관세 충격, 시차를 두고 물가에 반영

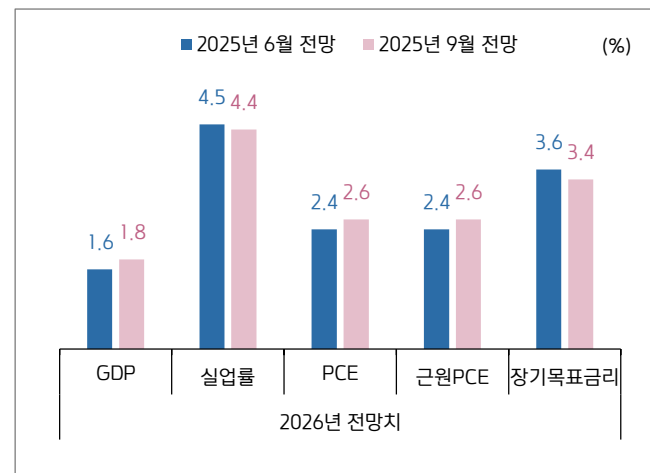
- ▶ 팬더믹 당시에는 공급망 붕괴로 공급 자체가 중단되었으나, 현재는 공급이 유지된 상태에서 '가격 부담의 주체' 전환이 핵심 이슈로 부각
- ▶ 관세가 물가에 미치는 영향은 시차를 두고 점진적으로 나타나는 만큼 기울기는 완만하지만, 물가 수준은 비교적 높게 유지될 가능성이 큼
 - IMF와 WTO 연구에 따르면, 관세 충격은 단기보다 6개월~1년 이상 시차를 두고 소비자물가에 반영되는 경향이 확인
 - 연준은 내년 물가 전망치를 올해보다 둔화될 것으로 보면서도 6월 전마잇보다는 상향 조정했으며, 성장을 전망치 역시 상향 조정

미국 소비자물가와 뉴욕 연은 공급망 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2026년에 대한 연준의 경제 전망 변화



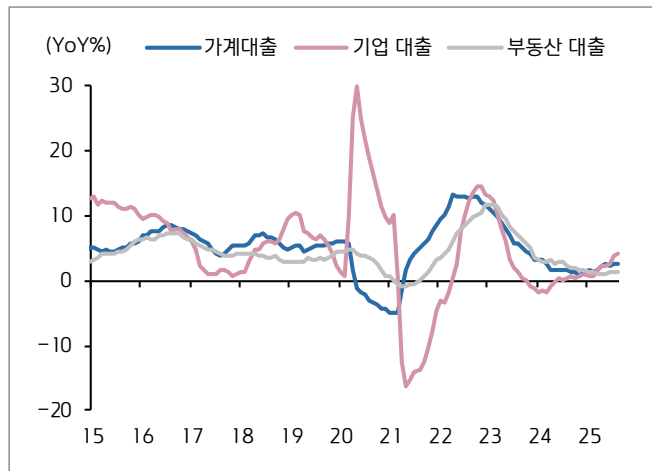
자료: FRB, 키움증권 리서치센터

03.

미국 경기, 침체 우려 속 투자 사이클과 수요 회복의 선순환 유도

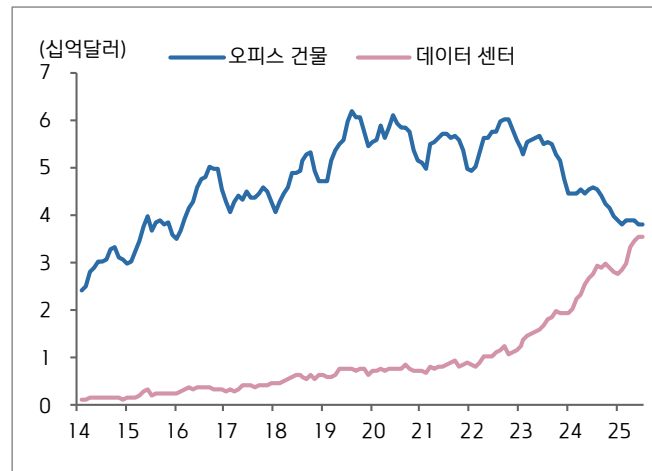
- ▶ 금융 규제 완화와 감세 정책은 은행 중심의 민간 신용 창출을 촉진해 수요 부진 완화에 기여 가능
- ▶ AI 산업을 중심으로 한 생산성 투자 사이클은 지속되고 있으며, 관세 불확실성 완화와 금융 여건 개선이 병행될 경우 미국 경제의 펀더멘털 회복 가능성이 더욱 커질 것으로 전망
 - 이러한 정책 환경은 설비투자의 증가를 유도하며, GDP 성장의 핵심 축으로 작용할 기반을 형성

미국 민간 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 오피스 건물 및 데이터 센터 건설착공지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04. 정부 정책이 이끄는 AI 투자와 인프라 확대

- ▶ 트럼프 행정부는 규제 완화, 공공 AI 조달 확대, 반도체 공급망 강화 등을 통해 AI 투자에 우호적인 환경 조성 중
 - 이러한 정책은 데이터센터, AI 반도체, 클라우드 인프라 등 핵심 분야의 투자 사이클 가속화 요인으로 작용할 전망
- ▶ 미국 성장은 투자 사이클을 매개로 정부 정책과 민간 자금의 순환 구조 속에서 전개될 것으로 예상

트럼프 행정부 AI 투자 촉진 정책

정책 영역	세부 내용 (2025년 발표)	AI 투자사이클에 미치는 영향
규제 완화	- 7월 23일: "anti-woke AI" 행정명령 발표 → 연방정부 입찰 AI는 정치적 중립성 의무화, 불필요한 규제 제거 - 환경·데이터 규제 완화로 AI 데이터센터 투자 인센티브 확대	- 규제부담 축소로 AI 인프라(데이터센터·서버) 투자 촉진 - 연방정부 AI 프로젝트 참여 기회 확대
세제·재정 인센티브	- 제조업·인프라 투자에 대한 세액공제 확대 검토 - 에너지 관련 보조금 일부 조정(전력 인프라 투자 유도)	- GPU/AI 반도체 공장·데이터센터 투자 세제 혜택 강화 - 전력 인프라 확충으로 AI 서비스 확장 기반 마련
기술 인프라 투자	- 국가적 데이터센터·통신 인프라 확충 프로그램 확대 논의 - 클라우드 기업과의 공공 인프라 협력 강화	- AI 모델 학습·추론용 대규모 컴퓨팅 자원 확보 용이 - AI 스타트업과 대형 테크기업의 진입장벽 완화
공공 조달 확대	- 연방정부 AI 솔루션 도입 확대 (국방·보안·행정 서비스 디지털화)	- AI 소프트웨어·솔루션 수요 확대 → 산업 성장 선순환 유발
무역·반도체 정책	- 반도체 공급망 미국 중심 재편 가속 - 대중국 반도체 장비/칩 수출 통제 유지 및 강화	- AI 반도체(특히 Nvidia·AMD·TSMC 미국 내 생산) 투자 집중 - 미국 내 공급망 안정성 제고로 AI 기업 투자심리 강화

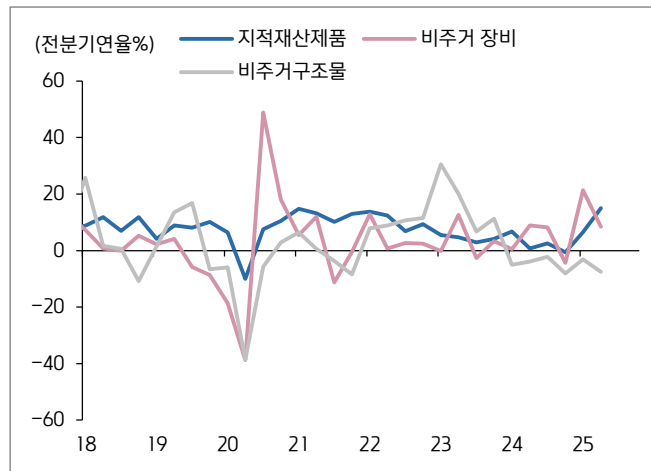
자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

05.

미국 경제, 성장과 불균형 공존하는 K자형 패턴

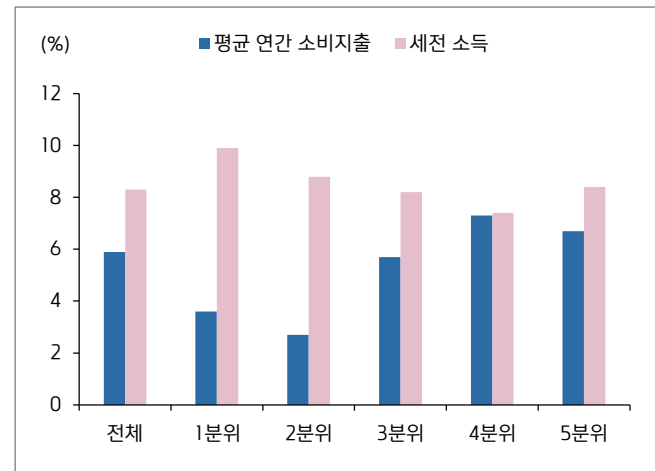
- ▶ 신성장 산업 관련 투자는 성장을 견인하는 반면, 전통 산업 중심 투자는 부진. 미국 경제는 정부 정책과 기업 투자가 집중되는 영역에서 성장 동력이 강화되는 한편, 그렇지 못한 부문은 뒤처지며 K자형 성장의 불균형이 뚜렷해지는 국면에 놓여있는 상황.
- ▶ 이러한 구조는 성장과 불균형이 공존하는 상황을 장기화할 가능성이 클 것으로 예상. 향후 경기의 향방은 정부가 성장 부문을 어떻게 지원하고 취약 부문을 얼마나 보완하느냐에 달려 있을 것으로 전망

미국 실질 GDP 내 비주거용 세부 투자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 2022~2023년 소득 5분위별 소비지출과 소득 증가율



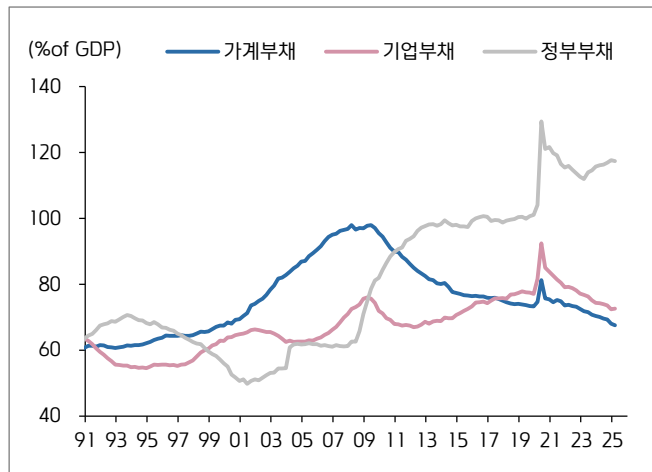
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

정부 부채 주도 성장, 한·미 공통 흐름

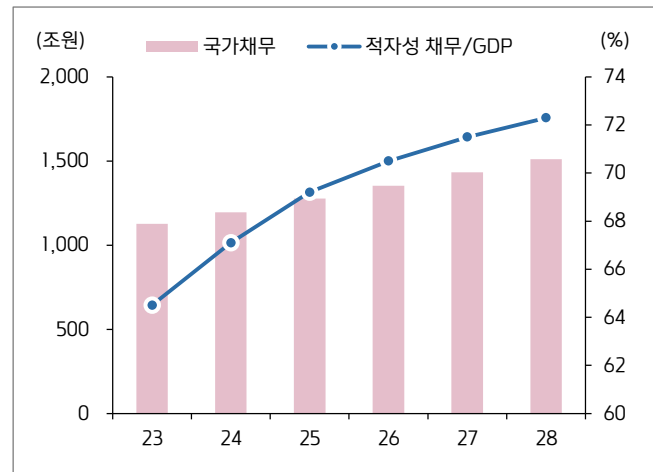
- ▶ 미국은 팬더믹 이후 정부 부채 확대를 통해 성장을 견인하는 국면
 - 반면, 민간 부채는 점진적으로 감소하며, 정부 주도의 성장 패턴이 지속되는 모습
- ▶ 한국 역시 국가 채무가 적자성 채무를 중심으로 꾸준히 증가할 전망
 - 인구구조 변화 대응과 미래 성장 기반 마련을 위한 재정 수요 지속, 이에 따라 2028년 국가 채무는 1,512조원(GDP 대비 50.5%)에 도달할 전망

미국 경제 주체별 GDP 대비 부채 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 국가채무와 적자성 채무/GDP

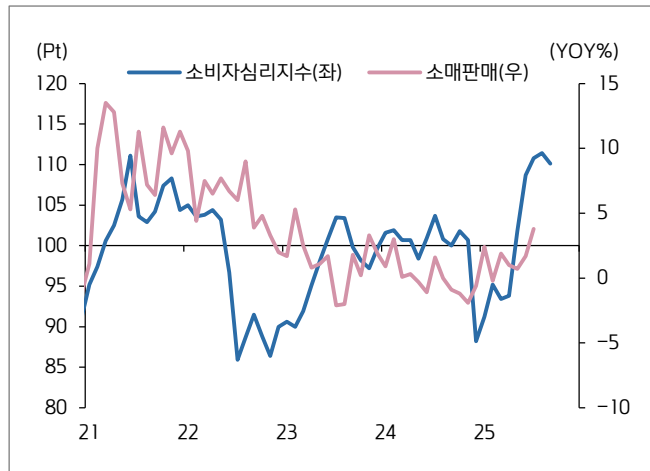


자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

07. 한국, 정책 효과로 소비 개선

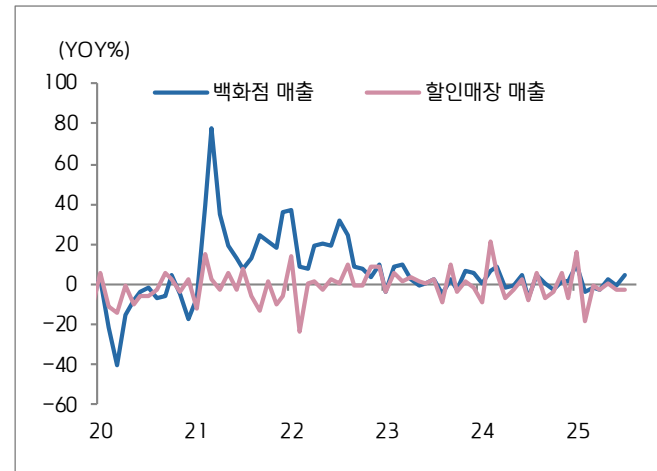
- ▶ 한국은 소비 쿠폰 지급과 소비 심리 개선이 맞물리면서 소비 지표는 점진적으로 반등
- ▶ 건설투자 부진에도 불구하고 소비 회복세가 이어지면서, 3분기 경제성장률은 전기 대비 1% 내외로 반등할 가능성

한국 소비자자기대지수와 소매판매



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

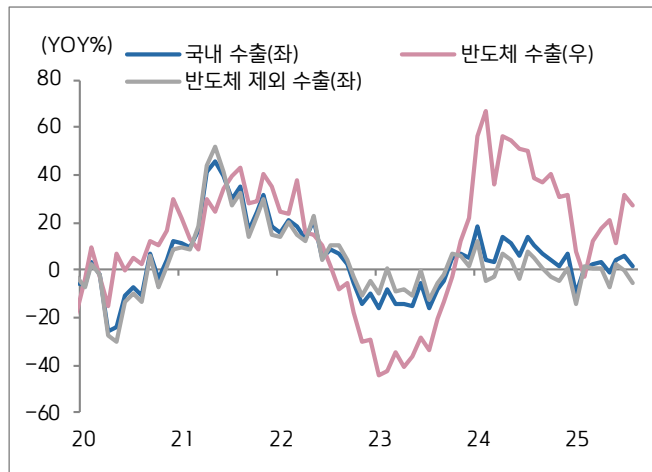
한국 동일점포 매출 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

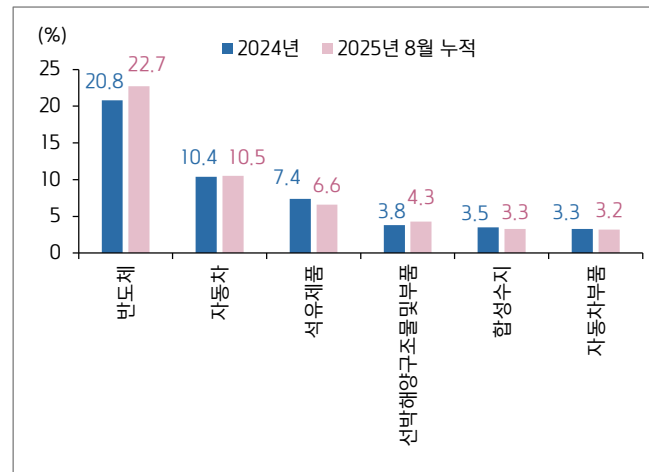
- ▶ 한국 수출은 트럼프 행정부의 관세 여파로 증가율 둔화가 불가피하지만, 반도체 등 주력 수출 품목은 비교적 양호해 산업별 차별화 흐름이 지속될 가능성이 큼
 - 일평균 수출액은 26억 달러로, 7월(24.3억 달러) 대비 확대되며 헤드라인 수치보다 양호한 흐름
 - 대미 수출은 관세 영향으로 감소. 특히, 관세 예외 품목인 반도체 수출은 증가했으나, 철강·자동차부품 등 관세 대상 품목은 감소세를 보이며 관세에 따른 수요 위축 가능성 열어둠

한국 수출과 반도체, 반도체 제외 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

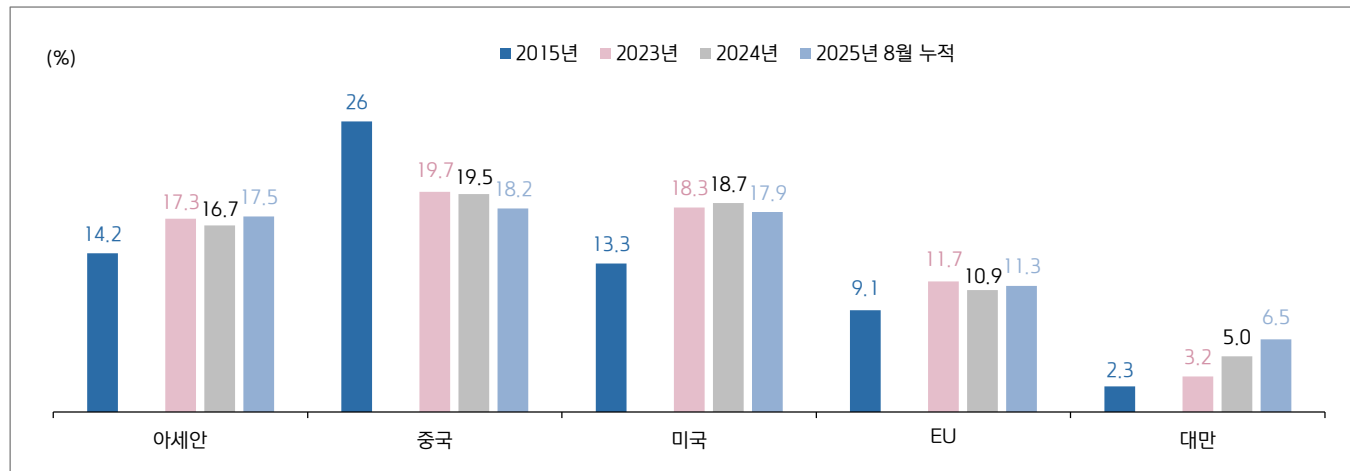
한국 주요 수출 품목 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 수출 지역 다변화는 관세의 부정적 영향을 완화하는 요인으로 작용
 - 미국과 중국으로의 수출은 부진했으나, 아세안 지역 수출은 3개월 연속 증가세를 기록
 - 2025년 8월 누적 기준으로 아세안 수출 비중은 17.5%로 중국(18.2%)과 미국(17.9%)에 근접한 수준
 - 특히 아세안 지역으로의 반도체 수출이 꾸준히 증가. 반도체의 경우 2025년 8월 누적 기준으로 중국 비중이 27.7%로 여전히 가장 크지만, 아세안(21%)과 대만(20.6%) 비중이 빠르게 확대되면서 지역 다변화가 진행

한국 국가·지역별 수출 비중



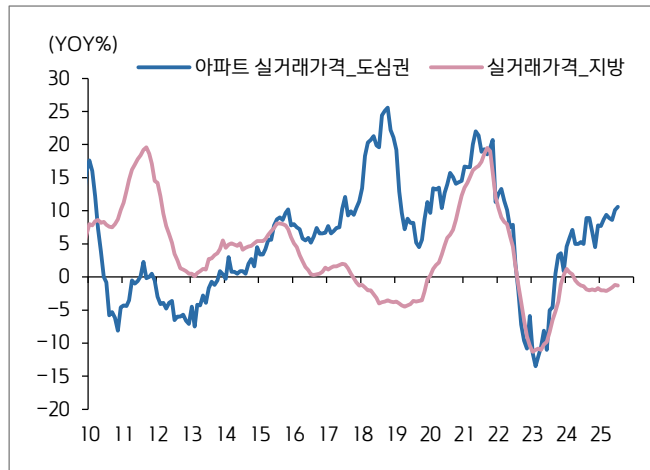
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

10.

확장적 재정과 맞물린 금리 인하, 성장 지원에 초점

- ▶ 부동산 가격은 도심권과 지방 간 차별화가 지속되며 불안정한 흐름을 보이고 있으나 소비자물가는 2% 내외에서 하향 안정화 흐름 지속
- ▶ 10월 금통위에서 25bp 인하 예상. 경기 침체 대응보다는 기업 대출 확대 등 성장을 위한 선제적인 조치로 해석
 - 가게 대출은 규제 강화와 주택공급 확대 등 정부 정책을 통해 제한될 것으로 보이나, 기업 대출은 정부의 확장적 재정정책 기조 속에서 투자 확대와 전략 산업 지원을 위해 늘어날 것으로 전망

한국 아파트 실거래 가격 도심권과 지방



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기준금리와 소비자물가



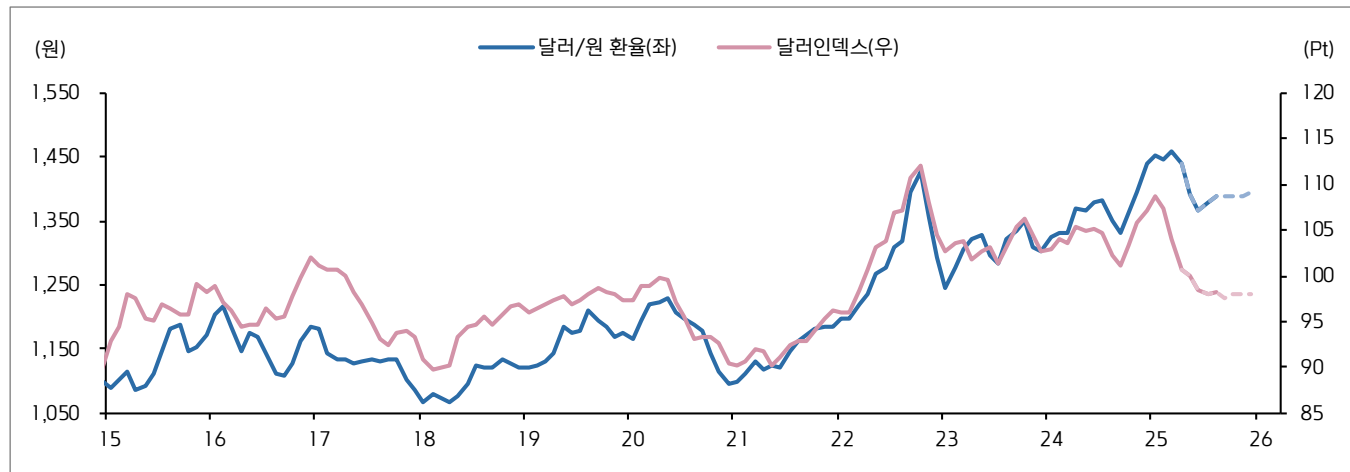
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

달러 바닥 다지기 국면.. 외국인 자금 유입 시 원화 일시적 강세

- ▶ 달러는 연말까지 바닥 다지기 과정을 이어갈 것으로 전망. 연준의 추가 금리 인하 전망이 달러 약세 요인으로 작용하겠지만, 내년 추가 금리 인하 경로에 대한 불확실성과 유로화 추가 강세의 제한 요인이 동시에 존재하면서 달러에는 상충된 영향이 나타날 것으로 예상
- ▶ 달러/원 환율은 달러 흐름에 연동해 1,300원대 후반에서 등락할 것으로 전망. 달러가 바닥 다지기를 하고 있으나 해외 투자 금액 역시 꾸준히 증가하고 있어 달러/원 환율의 하락도 제한적인 상황

달러/원 환율과 달러인덱스



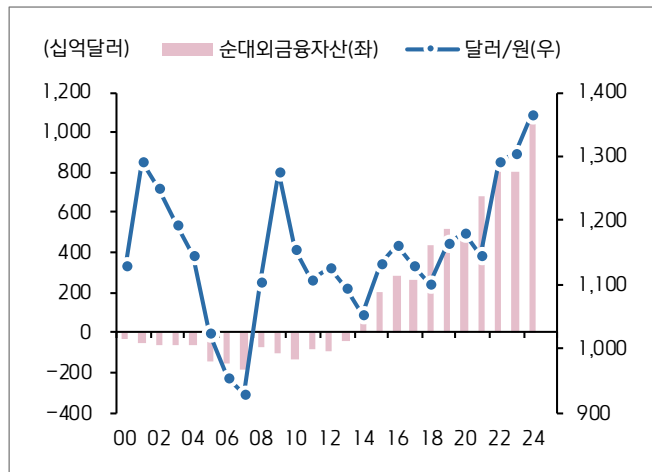
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

미국 자산 매력도 상승과 자금 유출 가능성 : 원화에 하방 압력

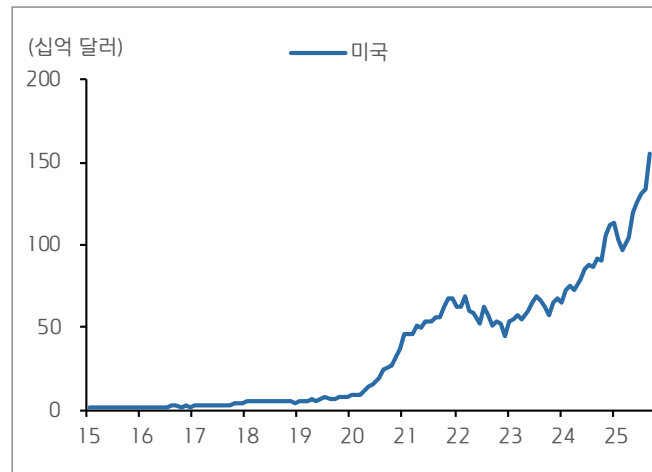
- ▶ 미국 자산으로 국내 자금 유출이 지속될 경우 달러/원 환율의 평균도 우상향 가능
 - 한국 수출의 대미 경기 민감도가 높아진 가운데, 자본수지가 환율에 미치는 영향력 확대
 - 미국 주식시장이 반등할 경우, 내국인의 해외 증시 투자 확대가 원화의 약세 압력으로 이어질 수 있음
 - 물론, 순대외금융자산의 증가로 외화 유동성에 대한 우려는 완화되었으며, 외국인 자금이 이탈하더라도 내국인 자금의 유입으로 자본 변동성 역시 일정 부분 흡수되고 있음. 이러한 자산 축적은 글로벌 리스크 분산에도 기여

한국 순대외 금융자산과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

증권예탁결제원, 미국 주식 보관 금액



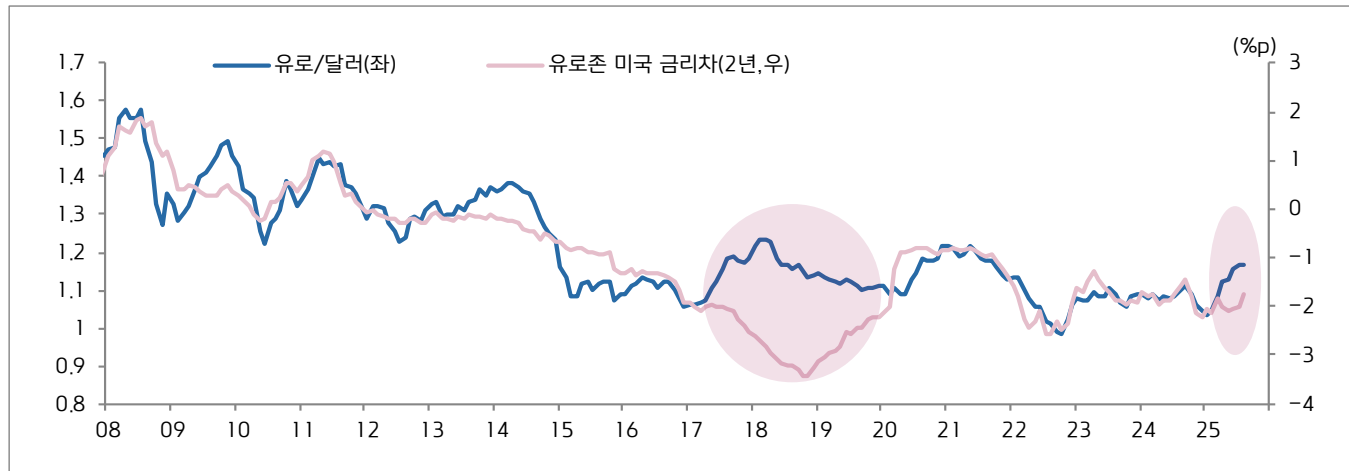
자료: 증권예탁결제원, 키움증권 리서치센터

13.

금리차 무력화: 2017~2019년과 2025년의 유사한 환율 패턴

- ▶ 유로존과 미국 간 금리차 축소는 통상 유로화 약세 요인으로 작용하지만, 올해는 그 관계가 약화되면서 유로화가 강세를 보임. 최근에는 금리차가 다시 확대되고 있으나, 유로화의 추가 강세는 제한적
 - 비슷한 사례는 2017년~2019년에도 나타남. 당시 환율과 금리차 간의 전통적 관계가 약화된 배경에는 트럼프 1기 행정부의 미·중 무역분쟁, 감세 및 재정 확대 정책으로 인한 재정 불안 등이 자리했으며, 이는 달러 약세를 유도하는 요인으로 작용
- ▶ 2025년에도 트럼프 2기 행정부의 관세 불확실성과 재정적자 확대 우려가 달러 신뢰도를 약화시키며 달러 약세 요인으로 작용. 이에 유로존과 미국 간 금리차 축소됨에도 불구하고, 유로존의 재정 지출 확대에 따른 성장 기대가 더해지면서 유로화는 강세

유로/달러와 유로존과 미국 국채 금리차(2년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 달러 흐름 분석에는 ‘달러 스마일’보다는 ‘달러 프라운’ 이론에 주목할 필요.
- 달러 스마일 이론은 미국 경제가 매우 좋거나 매우 나쁠 때 달러가 강세를 보이고, 중간 국면에서는 약세를 보이는 경기·위험 사이클 기반 모델
 - 달러 프라운 이론은 통화정책에 따른 금리차보다 재정정책에 따른 재정 요인이 달러에 더 큰 영향을 미친다는 점에 주목. 과도한 재정지출이나 지나친 긴축 모두 달러 약세를 유발할 수 있으며, 재정 건전성과 정책 균형이 흔들리면 달러가 힘을 잃는다는 것이 핵심 주장

달러 스마일(Dollar Smile) vs 달러 프라운(Dollar Frown)

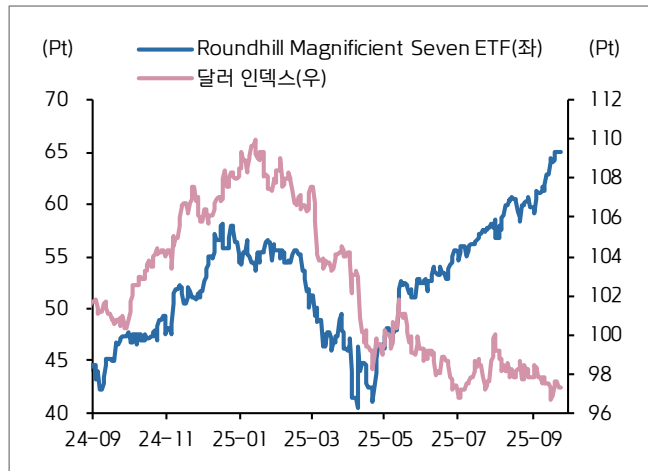
구분	달러 스마일(Dollar Smile) 	달러 프라운(Dollar Frown) 
강세 구간	① 글로벌 위기 시(리스크오프) ② 미국 경기 호황 시(성장 우위)	적정 재정·금리 조합 상대통화(유로, 파운드 등) 불안 시 상대적 강세 가능
약세 구간	미국 경기 둔화 & 안정 국면 (중간 시기)	재정정책 양극단 모두 달러 약세: ① 과도한 재정확대 → 신뢰 약화 ② 과도한 긴축 → 경기침체·금리인하 기대
정책 요인	통화정책 중심 (연준 금리정책이 달러 방향성 주도)	재정정책 중심 (적자 확대, 부채 지속가능성, 신용등급 등)
최근 현황	과거 2000~2010년대 글로벌 금융위기, 코로나 시기까지 유효	2023~2025년: 미국 재정적자 확대, 국채금리 급등에도 달러 약세 현상 출현 → “프라운” 이론 주목

자료: 키움증권 리서치센터

15. 재정 안정이 달러 반등의 열쇠

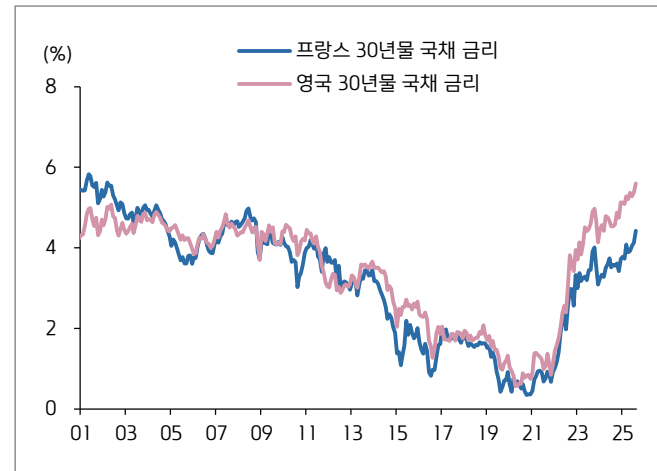
- ▶ AI 투자 등 미국 성장에 대한 기대를 반영한 자금 유입을 고려할 때, 재정 불안이 완화될 경우 달러의 반등 가능성은 높아질 것으로 전망
 - 미국 기술주 ETF로의 자금 유입은 AI 투자를 중심으로 한 성장 기대를 반영하는 것으로, 재정 불안이 완화된다면 달러 반등 가능성도 확대될 수 있음을 시사
 - 2025년에는 트럼프 행정부의 관세 부가가 불확실성을 키우며 달러 신뢰도를 약화시켰으나, 내년에는 관세 수입을 통한 재정적자 축소 기대가 이어질 경우 미 국채금리 상승 압력이 완화되고, 달러에는 반등의 계기가 될 수 있음
- ▶ 반면, 유럽은 프랑스를 중심으로 재정 건전성 이슈가 수시로 제기되며 성장 기대치를 낮출 수 있어, 유로화의 추가 강세는 제한될 것으로 예상

달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 주요국 국채금리(30년)



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.