

📅 2026년 2월 27일 | 키움증권 리서치센터

## 3월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 약세 요인 해소 과정일까

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

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



# Contents

---

- I. **채권:** 약세 요인 해소 과정일까 ..... P. 03
- II. **FX&매크로:** 반도체 호조가 이끄는 경기 ..... P. 23



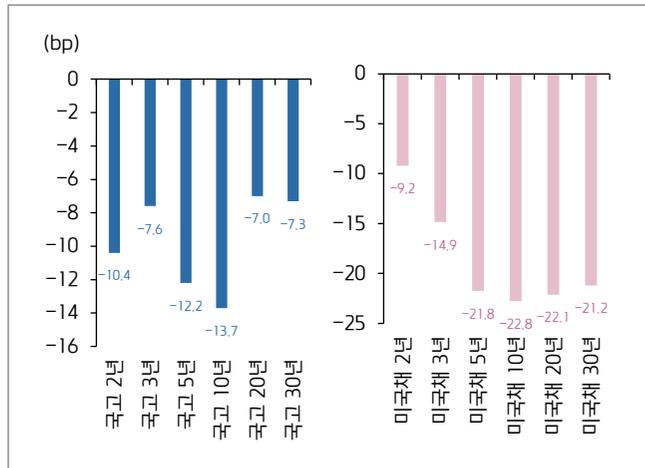
# I. 채권: 약세 요인 해소 과정일까

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



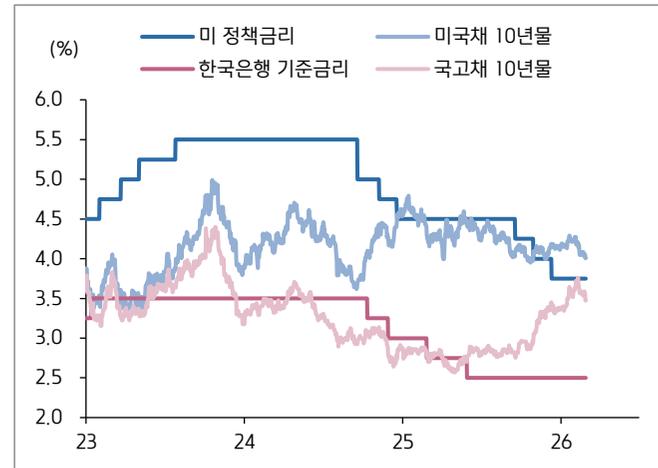
- ▶ 2월 국고채 시장은 강세 마감. 월 중반까지는 대외 금리 변동에 영향을 받으며 상승 압력을 보였으나, 월 후반 들어 한국은행과 재정경제부의 구두개입성 코멘트와 수급 조절 등에 따라 금리 하락 전환 마감. 한국은행의 2월 금통위가 다소 비둘기적이었던 점도 월 후반 금리 추가 하락을 견인
  - 일본 8일에 진행된 중의원 조기선거에서 다카이치 총리가 이끄는 자민당이 압승을 거둬 대규모 재정 지출이 예상되며 일본 금리 상승
  - 이후 최용훈 한은 금융시장국장이 "지금 기준금리가 2.5%인데, 국고채 3년물 금리가 3.2%를 상회 중이어서 상당히 높은 수준"이라고 우려
  - 한편 반도체 수출 중심 성장 개선 등에 따른 코스피 지수 상승 등도 월중 금리 상승 요인으로 작용

2026년 2월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 1월 30일 종가 기준

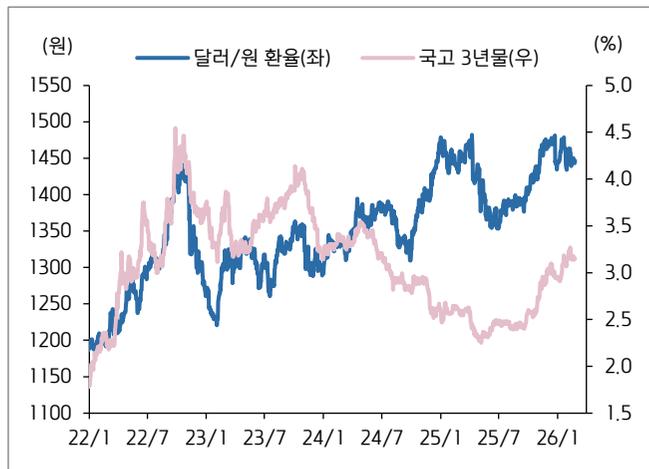
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

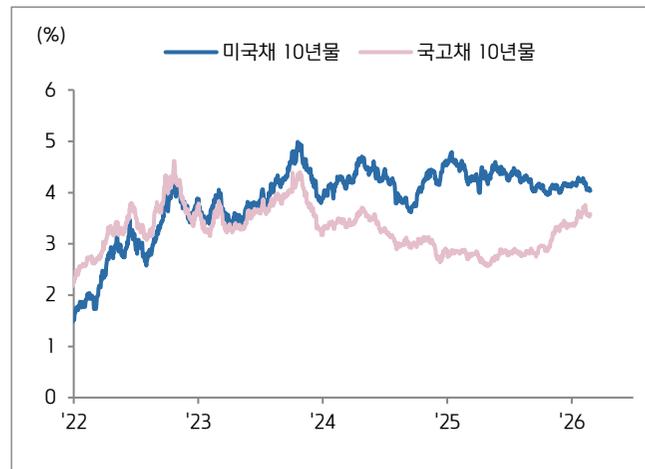
- ▶ 3월 국고채 시장은 강보합 예상. 2월 중 약세 리스크는 일부 완화되었다는 점에서 금리의 상방 압력이 완화된 가운데, 2월 중 금리 인상 우려가 상당부분 완화되었다는 점에서 추가 하락 속도는 상당히 둔화될 것으로 예상
- ▶ 2월 자료에서 언급했던 시장 약세 요인이 완화되었는지 점검 필요
  - 1) 달러/원 환율이 수급 우려가 완화되며 하락했으나, 미 연준 금리 인하 기대 축소와 트럼프 관세 정책 불확실성 상존에 따른 상방 우려 재차 부각 가능성
  - 2) 연내 추경 가능성이 상존하나 재경부의 물량 조절 등은 금리 상방을 약화시킬 요인
  - 3) 한국은행 2월 금통위를 통한 동결 의지 확인 또한 금리 상방을 완화시킬 요인인 가운데
  - 4) 미 연준 통화 완화 정책 기대가 축소되고 있어 대외 요인으로 인한 금리 상방 우려는 남아있음
- ▶ 국고 3년 3.00~3.15%, 국고 10년 3.40~3.60%. 커브 플래트닝 예상 3-10년 스프레드 35~40bp

달러/원 환율과 금리



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

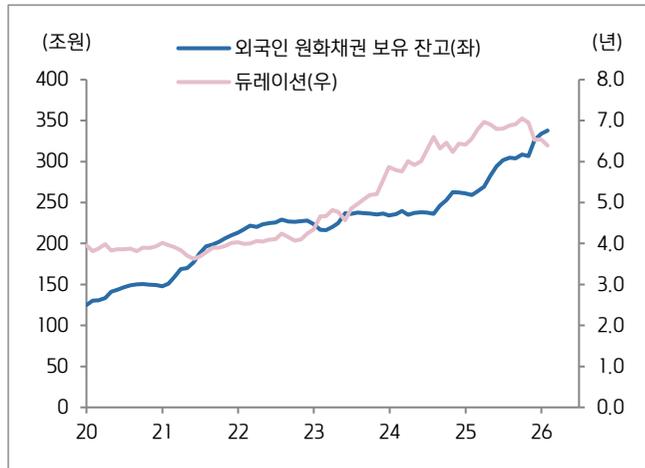
미국채 금리와 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

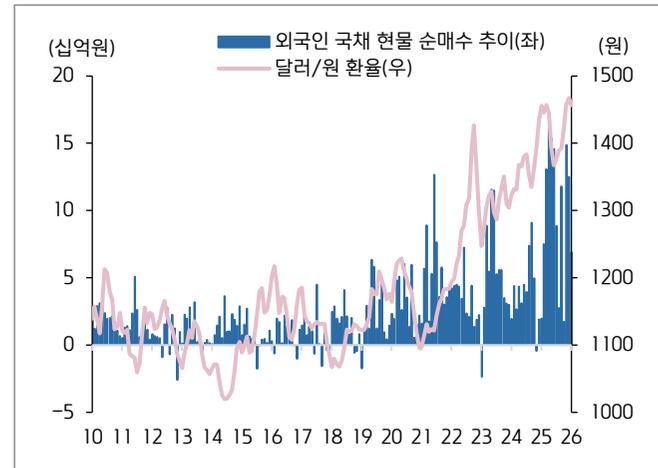
- ▶ 1,480원 선까지 올랐던 달러/원 환율은 1,420원 선으로 하락. 국민연금 국내 투자 확대 등의 수급적인 요인에 따라 환율 하락했으며, WGBI 편입으로 추가 하락 기대가 상존
- ▶ WGBI 편입에 더불어 RIA 계좌 제도 도입 등 정부 당국의 환율 하향 안정 목적을 위한 정책 등이 시행된다는 점 등을 고려하면 단기적으로 환율 하락에 따른 금리 하향 안정화 또한 기대해볼만

외국인 원화채권 보유 잔고와 듀레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

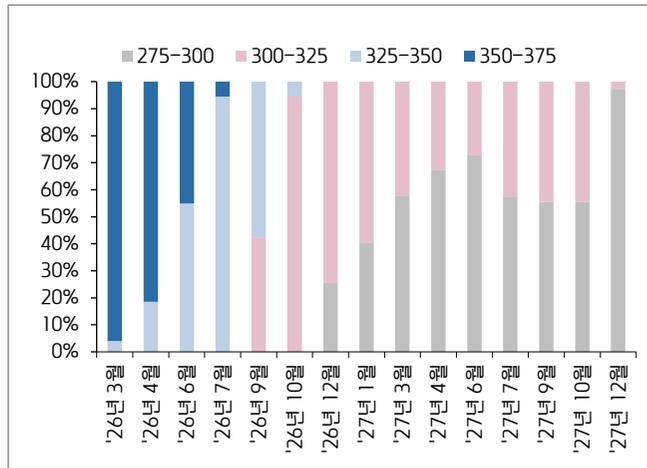
외국인 국채 현물 순매수와 달러/원 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

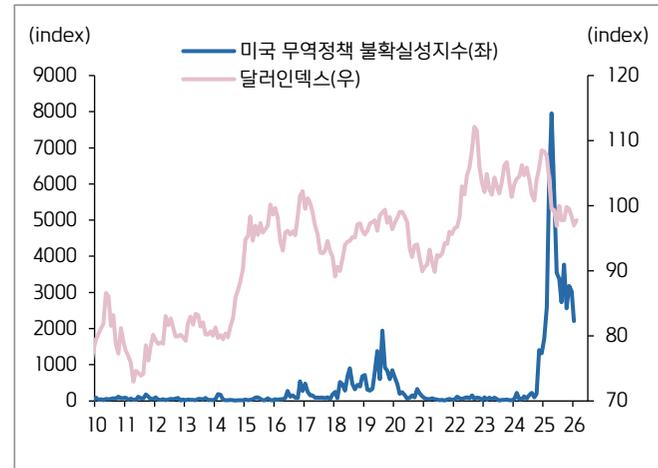
- ▶ 다만 트럼프의 관세 정책 불확실성이 재차 부각될 수 있는 환경에 놓여있으며, 트럼프의 관세 정책 불확실성이 길어질수록 미 연준의 대응 또한 지연될 가능성이 있음
- ▶ 현재는 하반기 중 두 차례 가장 인하할 수 있다는 기대가 조성되어 있으며, 6월에도 금리 인하를 단행하는지 여부가 50:50 수준으로 형성 중. 만약 고용지표가 계속해서 견조하고 관세정책 불확실성이 장기화될 경우 미 연준은 금리 동결 구간을 장기화할 수 있음. 그 경우 인하 기대가 조성되어 있는 시장의 기대가 되돌려지며 달러에 강세 요인으로 작용할 것으로 예상

CME Fedwatch 2026년 중 금리 수준 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

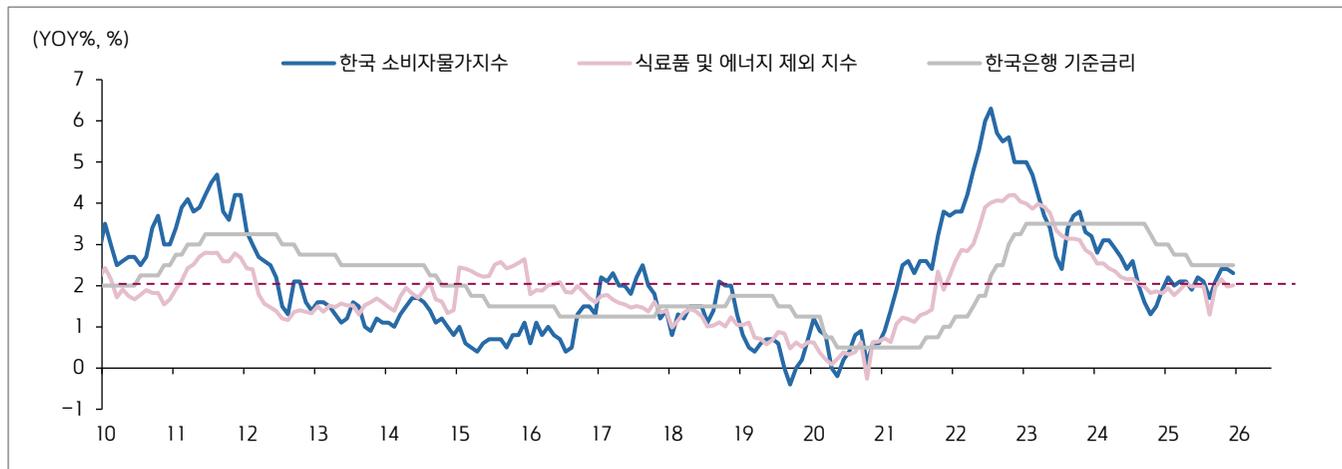
미국 무역정책 불확실성 지수와 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 환율에 대한 우려는 결국 물가 상방에 대한 요인 때문인 가운데 2% 대 물가 상승률 흐름이 이어지면서 인플레에 대한 경계감이 이어질 것으로 예상
- ▶ 국제유가의 급등이 나타나고 있지 않으나, 지정학적 리스크로 인한 유가 급등 가능성은 여전히 남아있음.  
미국과 이란 간의 긴장이 이어지고 있다는 점이 그 요인  
- 트럼프 대통령, 이란과의 대화를 계획 중이라 밝힌 가운데, 핵시설 재타격 등 군사적 목표 또한 배제하고 있지 않다는 점이 부담
- ▶ 환율 또한 점차적으로 낮아질 것으로 기대되고 있으나, 환율의 구조적인 요인에 큰 변화가 없다면 환율로 인한 기대 인플레 경계감이 계속해서 이어지면서 시장금리 또한 수시로 상방 리스크에 노출될 것으로 예상

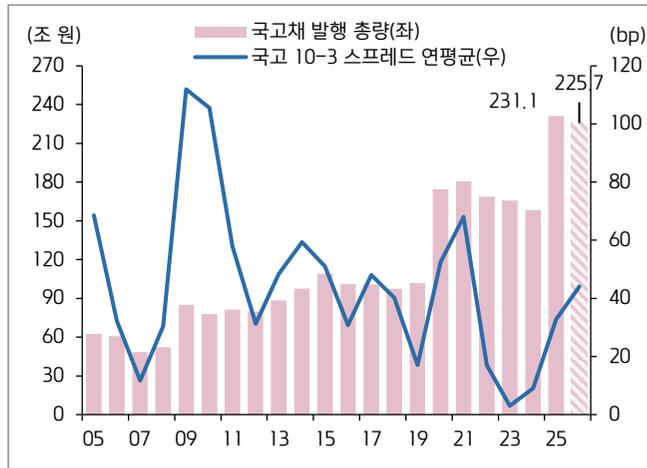
한국 소비자물가지수와 한국은행 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

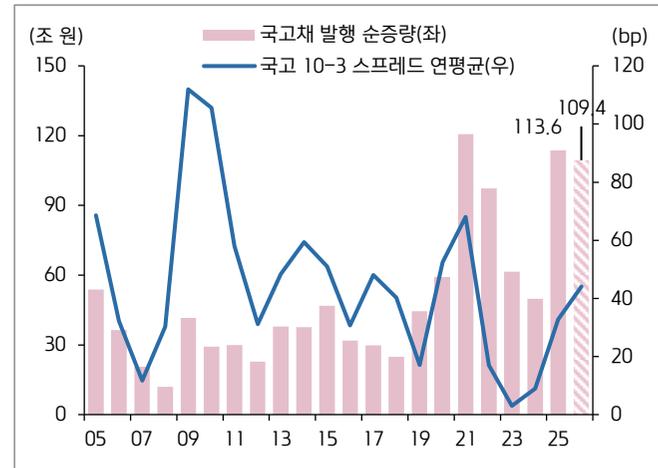
- ▶ 1월 15일 수석보좌관회의에서 이재명 대통령은 '추경 편성'을 해서라도 문화예술 분야의 직접 지원 확대를 하겠다고 언급. 적자국채 발행을 통한 추경은 아니라고 선을 그었으나, 올해 6월 지방 선거를 앞두고 추경 편성 가능성을 우려하던 채권시장에서는 '추경'과 관련해 민감하게 반응

국고채 발행 총량과 국고 10-3 스프레드 연평균 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터  
주) 2026년은 YTD 평균

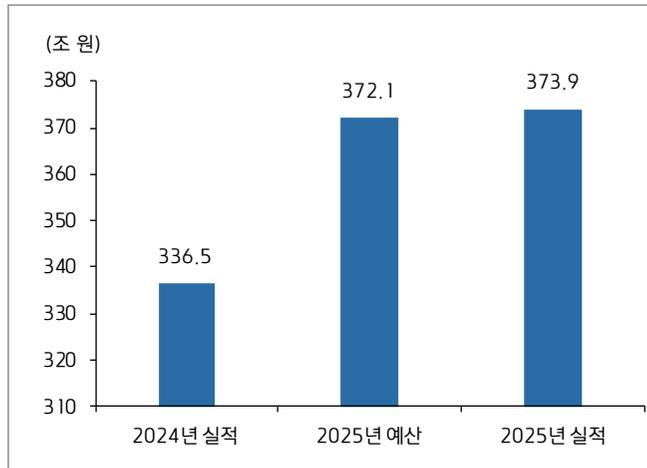
국고채 발행 순증량과 국고 10-3 스프레드 연평균 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터  
주) 2026년은 YTD 평균

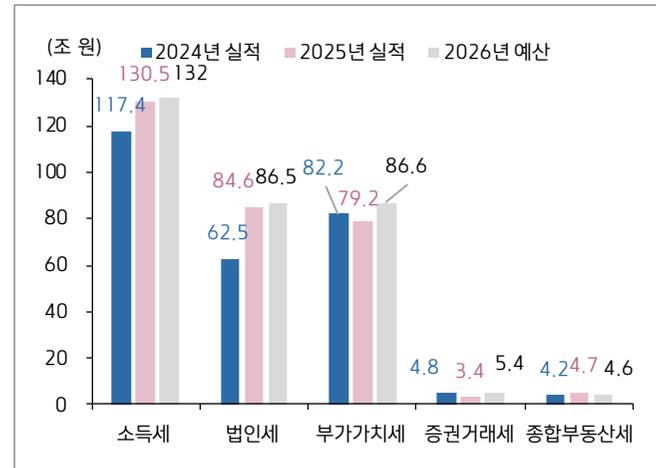
- ▶ 대통령의 추경 발언을 고려하면 3월 말 법인세 확인 이후 2분기 중 벚꽃 추경 가능성을 배제할 수 없음.  
적자 국채 발행을 최소화하겠다는 움직임을 고려하면 올해 초과세수 가능성을 염두에 두고  
세입 조정을 통해 적자국채 발행 없는 추경 편성 가능성이 고려
- ▶ 2025년 세입은 추경안 대비 1.8조 원 증가한 가운데 세계잉여금은 1천억원에 불과해 추경 논의 시  
적자국채 발행 등 공급 부담 요인이 수시로 부각될 수 있음
- ▶ 다만 법인세(기업 실적 개선), 증권거래세(세율 인상 및 증시 활황), 소득세(성장률 개선에 따른 효과) 등이  
예상보다 증가하면서 세수 여건 개선 예상  
- 2026년 KOSPI 순이익 전망치 435조원(2.11 기준)으로, 작년 8월 예산안 발표 당시 순이익 전망치(239조원)  
대비 큰 폭 증가. 법인세율 고려 약 49조원 가량 세수 확보 가능

총세입 실적



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

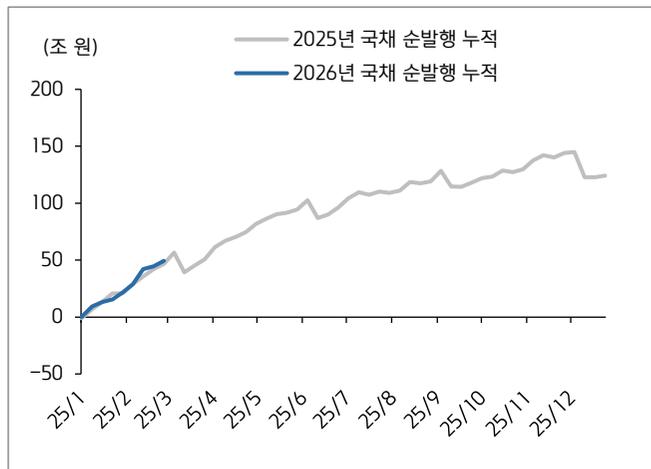
세입 항목별 실적



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

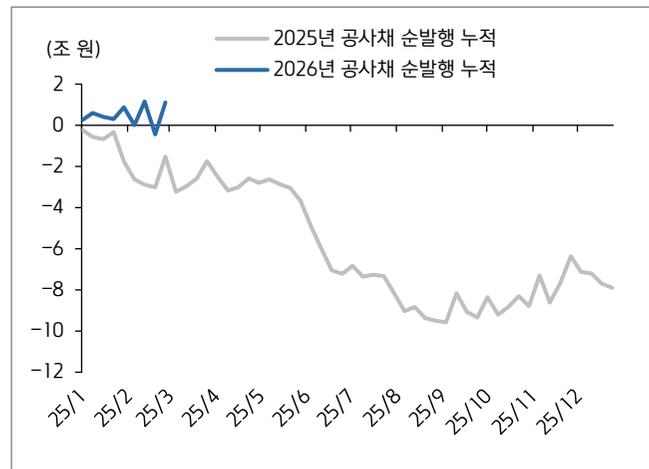
- ▶ 한편 국채당국은 올해 1분기 공사채 등 공적채권 발행 규모를 6조원 가량 축소하기로 결정.
  - '채권 발행 기관 협의체' 제1차 회의에서 주요 공적채권 발행기관들이 연초 계획 대비 1분기에 총 6조원 내외 수준에서 축소 발행하기로 결정
  - 최근까지 공사채 순발행 규모가 크지 않았으나, 연간으로 증가세를 보일 것이라는 우려가 상존하고 있었던 상황에서 물량 조정은 심리 개선에 기여 예상
- ▶ 1분기 발행 규모 또한 조정하면서, 정부발 공급 리스크 확대 우려는 완화될 것으로 예상
- ▶ 추경 이슈가 상존하나 적자국채 발행으로 이어지는 않을 것으로 예상되며 금리 하방 압력 요인일 것으로 예상

연간 국채 순발행 누적 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

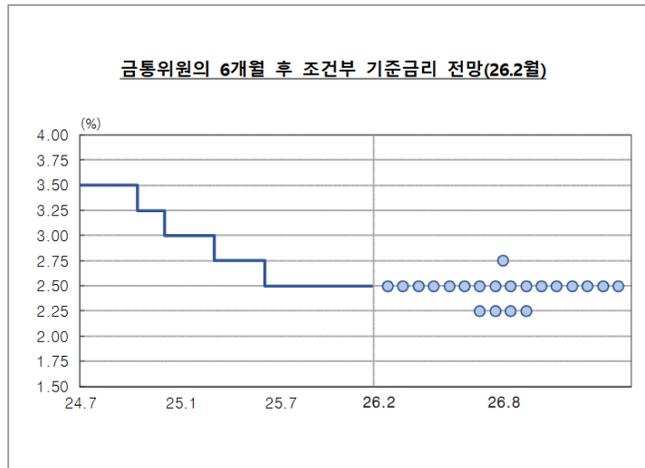
연간 공사채 순발행 누적 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

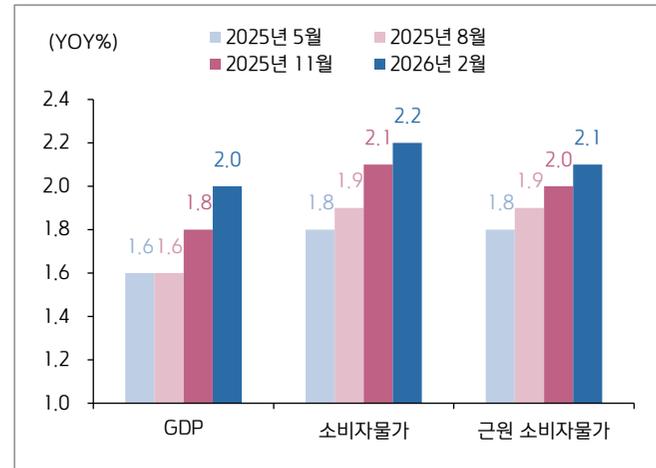
- ▶ 한국은행의 금리 동결이 장기화될 것으로 예상. 반도체 중심의 수출 개선 흐름 지속과 고환율에 따른 물가 상방 우려 상존, 부동산 가격 상승에 따른 금융불안 등이 금리 동결 장기화의 배경
  - 특히 성장에 대한 눈높이의 변화가 한국은행 금통위원들의 시선 변화의 가장 주된 배경이라고 판단.
    - K자형 성장이라는 사실에 변화는 없으나, 전반적인 헤드라인 지표의 개선에 따라 금리 인하 시 물가 상방 리스크를 높일 수 있다는 판단에 인하 기대를 축소하는 과정을 연말부터 진행해온 것으로 판단
- ▶ 한편 인상은 아니라는 점을 강조하기 위해 2월 중 시장금리 레벨이 과도하다는 한은 구두 코멘트가 있었고 이후 시장은 동결에 대한 기대를 확대. 특히 한은은 2월 금통위에서 성장률을 상향 조정했지만 6개월 포워드가이드를 통해 향후 동결 가능성이 우세하다는 점과 인상을 언급하는 정도가 크지 않다는 점을 강조해 시장 강세 전환에 영향을 미침

한국은행 금통위원 6개월 포워드 가이드런스



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

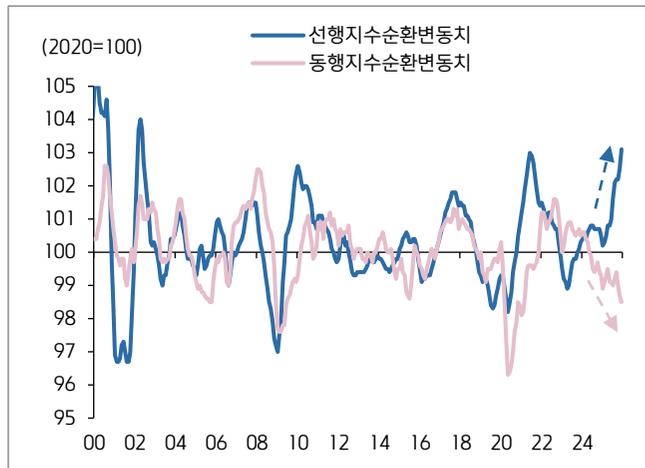
한국은행 경제 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

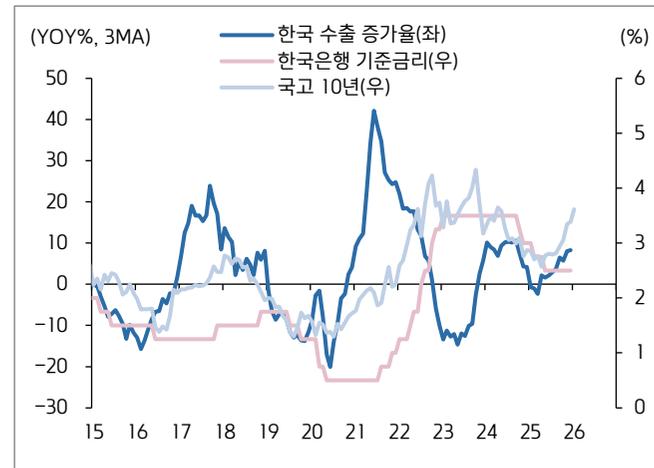
- ▶ 2025년부터 진행된 경기선행지수와 동행지수 간의 엇갈린 방향성에 변화가 생긴 것은 아님. 여전히 엇갈린 성장세가 나타나고 있어 성장에 대한 평가가 달라진 것은 아니지만 주가지수의 추가 상승과 반도체를 주도로 한 수출 및 경기 회복 기대에 대한 '눈높이'의 변화가 인하 기대를 차단한 것으로 판단

한국 선행지수/동행지수 순환변동치 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

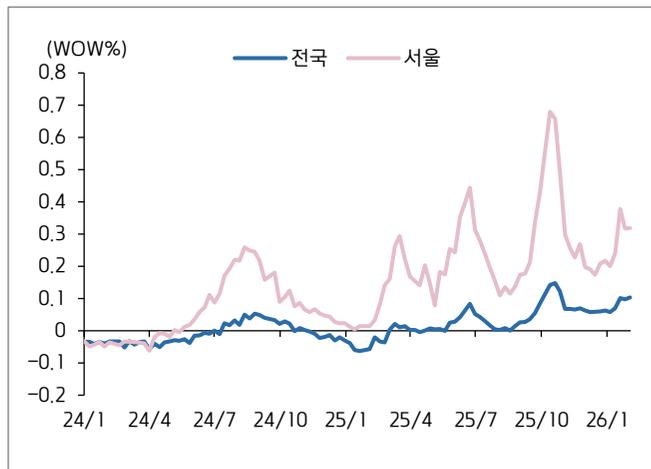
한국 수출과 한국은행 기준금리, 국고채금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

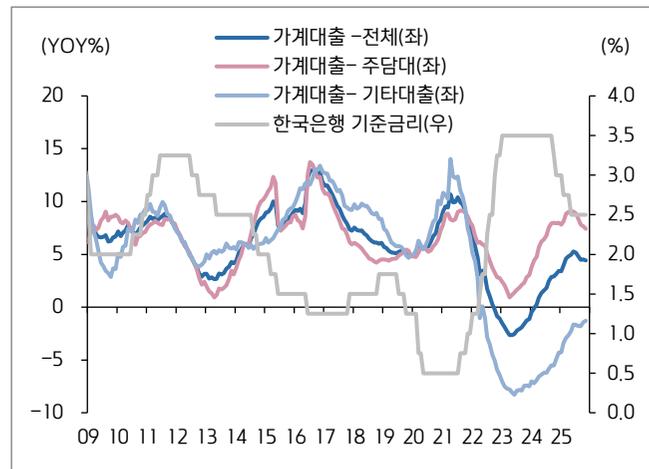
- ▶ 부동산 가격의 변화 또한 한국은행의 정책 변수. 정부의 잇따른 부동산 관련 규제 정책에도 불구하고 가격 상방 압력이 지속되는 데에 따라 한국은행은 공조를 강화시킬 필요
- ▶ 특히 성장에 대한 눈높이가 변화한만큼 통화정책이 경기 부양보다는 금융 불균형 측면에 더 집중할 수 있는 환경에 놓이게 되었음
- ▶ 부동산 가격 상승 압력 또한 2025년 하반기 내내 나타난 현상으로 현재와 크게 달라진 점은 없지만 상승 압력이 지속되고 있다는 점과 풍선효과가 나타나고 있다는 점이 한국은행의 인하 기대를 축소시킨 배경으로 판단

아파트 가격 주간 변화율



자료: KB부동산데이터허브, 키움증권 리서치센터.

가계대출 증가율 추이



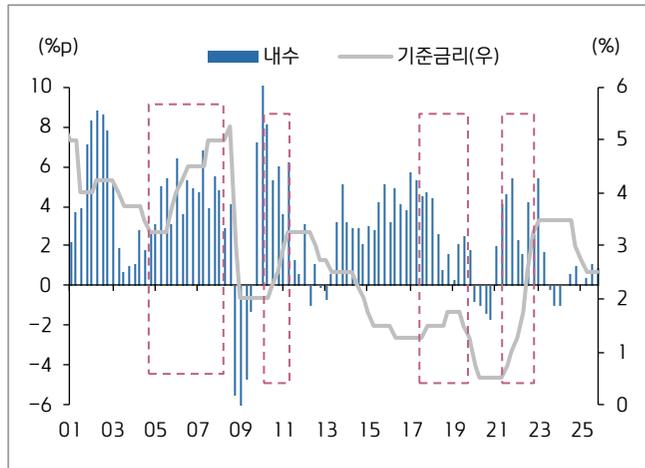
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

## 12.

## 국고채 결정 요인 - ③한은: 인상을 위해서는 전반적인 회복 조건이 필요

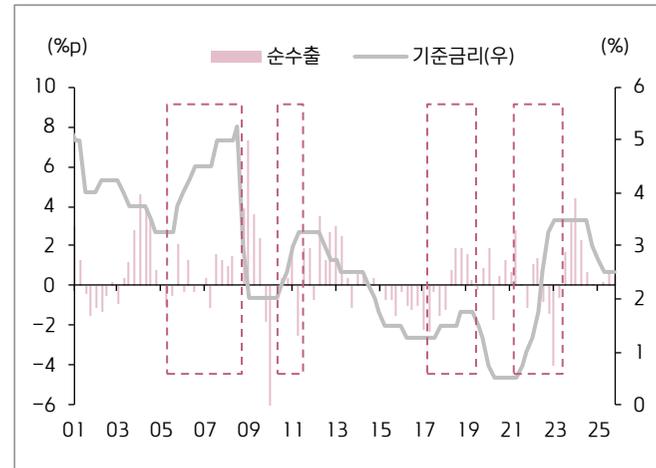
- ▶ 다만 부동산, 수출 경기 개선 등만으로 한은이 금리 인상을 단행하기는 어려움
- ▶ 과거 순수출의 개선이 금리 인상의 트리거가 되기 보다는, 순수출의 부진이 '인하'의 트리거로 작용해왔던 한편, 순수출 개선과 함께 내수 부문의 성장이 궁극적으로 인상 환경을 조성했던 배경임
- ▶ 올해 소매판매를 비롯한 건설 부문의 개선 등이 얼마나 나타나는지가 금리 인상의 여부를 결정하는 요인이 될 것이며, 내수부문의 성장이 얼마나 지속되는지 여부를 확인할 필요가 있는만큼 올해 인상을 결정하기는 어려울 것으로 봄

내수 부문 성장 기여도와 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

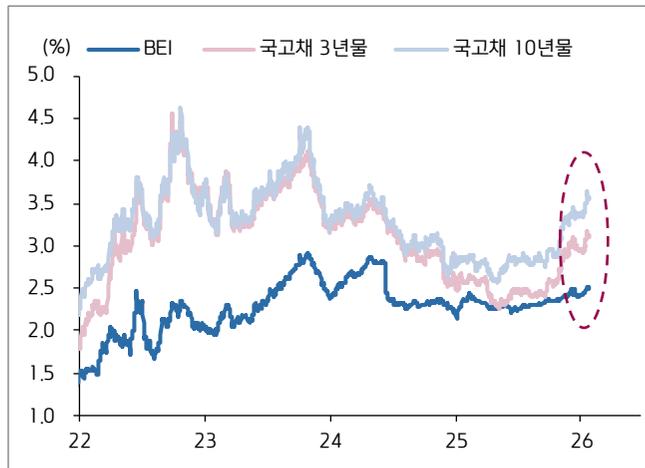
순수출 부문 성장 기여도와 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

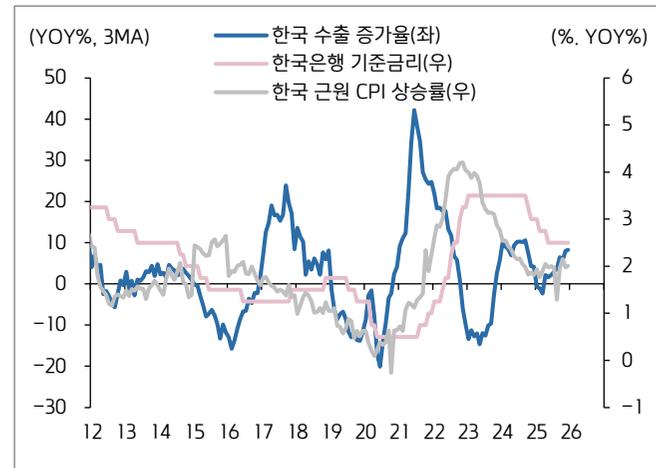
- ▶ 한국은행은 2026년 연중 동결 예상. 금리 인상까지 이어지기 위해서는 전반적인 수요 개선이 필요하나 K자 성장의 흐름이 해소되기까지는 다소 시간이 소요될 것. 전반적인 수요 개선을 확인하기 위해서는 물가의 흐름을 확인하는 것이 필요
  - 2026년 중 금리의 상승에 기대인플레이 또한 동반 소폭 상승한 것으로 나타남. 환율의 상승과 경기 개선 기대 등이 기대인플레를 반등시킨 요인으로 판단하며, 그만큼 시장에서는 물가의 변화에 민감해질 수 있다는 것을 뜻함
- ▶ 한국은행은 2026년 물가 상승률이 2.2% 수준일 것으로 예측하는 가운데, 큰 폭의 조정은 아니라는 점에서 물가에 대한 경계감은 다소 낮아지고 있는 것으로 판단

국고채 금리와 BEI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국 수출과 근원물가, 기준금리 추이



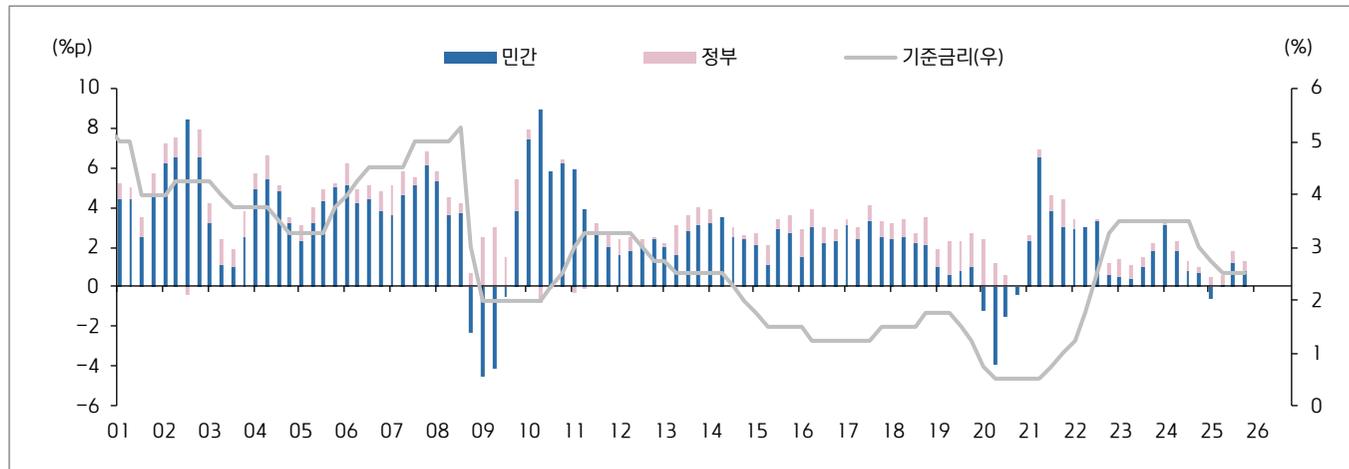
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

## 14.

## 국고채 결정 요인 - ③한은: 정부의 뒷받침과 민간의 회복 기다림

- ▶ 올해 2% 수준의 성장이 기대되는 가운데 정부의 성장 기여도가 확장 재정 기조에 따라 높아질 것으로 예상. 정부의 성장 마중물이 민간의 성장으로 이어질 것으로 기대되는 부분도 있으나, 그 흐름의 지속성을 확인할 필요
- ▶ 과거 정부 지출이 성장 보전을 위한 정책이었던 가운데, 이번 정책 효과가 성장 보전이 아닌 성장의 마중물이 되기 위해서는 통화정책 측면에서는 긴축 정책을 펼치기도 어려움
  - 금리 정책보다 선별적 유동성 조절 정책을 통한 미세 조정 정책을 취할 것으로 예상
  - 인상 우려 완화와 함께 1~2월 중 상승한 금리 레벨은 일부 되돌릴 전망

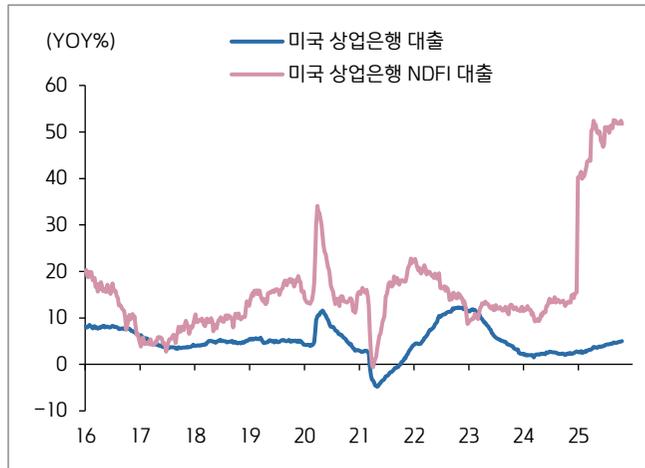
민간/정부 성장기여도와 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

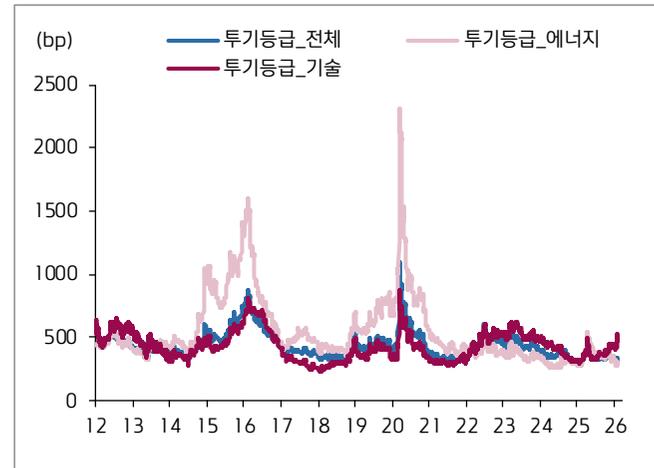
- ▶ 미국채 10년물 금리는 2월 중 4.0% 수준까지 가파르게 하락. 그 배경에는 트럼프 관세 판결 이후 재정 부담 불확실성이 일부 완화된 점이 영향을 미쳤던 가운데, 사모대출 이슈 또한 일부 매수 요인으로 작용한 것으로 판단
- ▶ 비금융기관에 대한 대출 확대 속에 부실 대출에 대한 경계감이 부각되는 상황이며, 시장금리 상승 시 차환 발행에 대한 부담과 부실 채권 리스크가 재부각될 수 있는 환경
  - 최근 불거진 테크 종목들의 실적 부진 우려 등에 따라 하이일드 스프레드가 확대되는 양상을 보이는 등 축적된 신용 불안 요인이 상존한다는 점에서 미 연준은 완화적 정책을 유지할 것
- ▶ 미 연준의 금리 동결 가능성이 부각되고 있지만 한편으로 인하 기대가 여전히 유지되고 있는 점 등은 금리 하락 요인으로 작용

미국 상업은행 NDFI 대출 규모 증가율



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

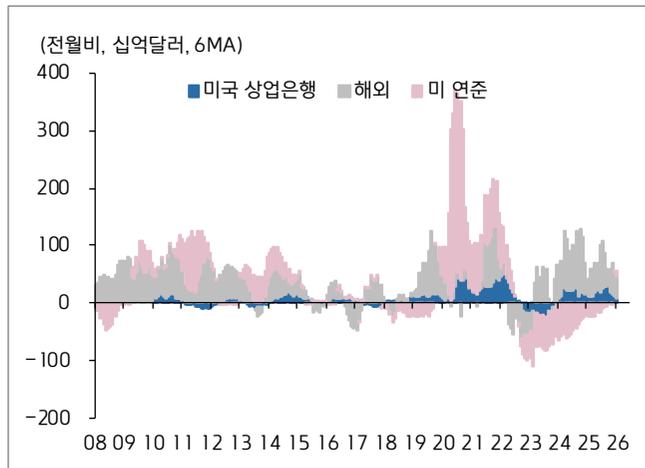
미국 하이일드 섹터별 OAS 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

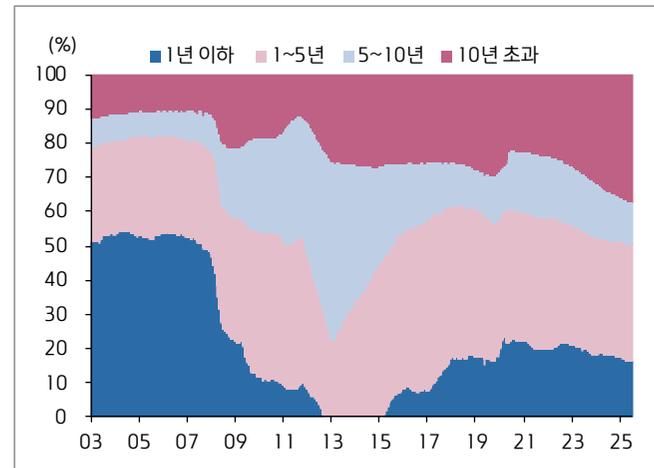
- ▶ 다만 미국의 확장재정 기조 속에서 금리의 추가 하락은 제약될 것. 트럼프 관세 판결 이후 환급에 대해 구체적으로 언급이 없었다는 점은 일시적으로 금리 하락 요인으로 작용할 수 있으나, 시간이 소요되는 과정에서 재정부담은 여전히 높은 상황. 불확실성은 완화되었을 수 있지만 재정 확장 기조라는 데에는 변함이 없음
- ▶ 이를 사모대출 관련 리스크로 미국채 10년물이 4%를 하회할 수 있으나, 그 폭은 제한적인 수준에 그칠 것이며, 미 연준의 금리 인하 기대가 확대되지 않고 있는 점 또한 금리 반등의 요인이 될 것으로 예상

미국채 수요 주체들의 미국채 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 보유 미국채 반기 비중 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 17. 걱정 금리 레벨은 어디일까 - 국고 3년물

- ▶ 한국은행 기준금리 동결 구간 가정(2.50%), 국고 3년물 금리는 3.00~3.10% 수준으로 판단  
- 과거 금리 인하기 후 동결 구간이 장기화되는 상황에서 국고 3년과 기준금리 스프레드를 고려(50~60bp)
- ▶ 한국은행의 구두개입과 동결의지 강화로 상승 압력은 점차 약화될 것으로 예상하나, 추경과 관련한 불확실성은 아직 남아있음. 특히 대통령의 추경 목적이 문화예술인 지원이었다는 점에서 그 외 분야에 대한 지원을 위한 추경 또한 수시로 부각될 수 있는 환경
- ▶ 수급 불안 요인이 완화되는 것을 확인하기 위해서는 2분기까지는 분할 매수 관점에서 접근하는 것이 적절

국고 3년-기준금리 스프레드와 한국은행 기준금리



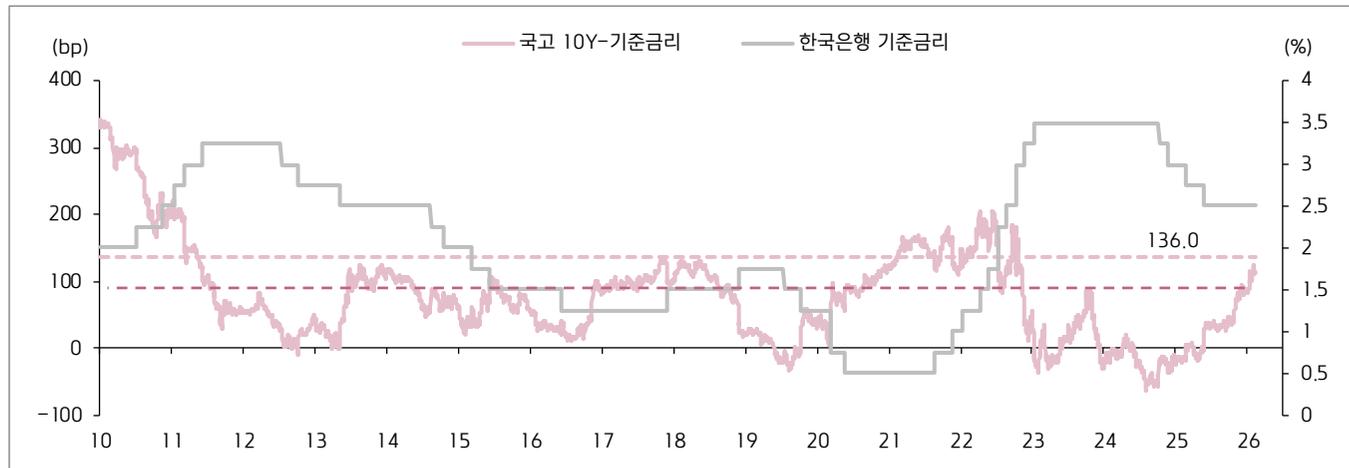
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

## 18.

## 적정 금리 레벨은 어디일까 - 국고 10년물

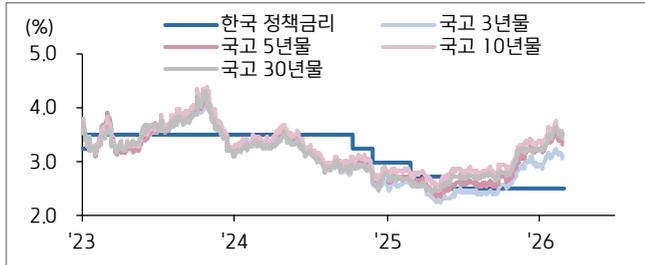
- ▶ 국고 10년물 금리는 과거 레벨을 고려해 보수적으로 산정할 경우 국고 10년과 기준금리 스프레드는 최대 136bp까지도 확대 가능
- ▶ 2분기를 지나며 수급 불안이 해소되는 것을 확인하기 전까지 수시로 상방 압력에 노출될 수 있으며, 미 연준의 금리 인하 시기 지연 리스크 또한 남아있다는 점에서 2분기 초까지는 분할 매수의 관점에서 접근할 필요
- ▶ 국고 3-10년 스프레드는 40bp 내외에서 형성될 전망

국고 10년-기준금리 스프레드와 한국은행 기준금리

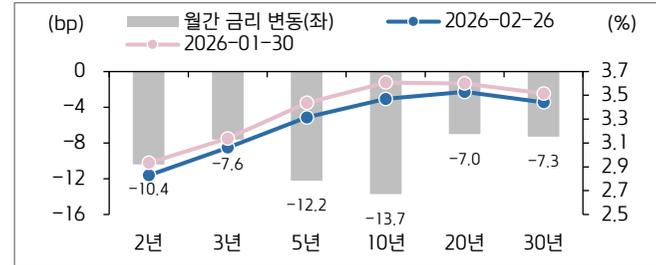


자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

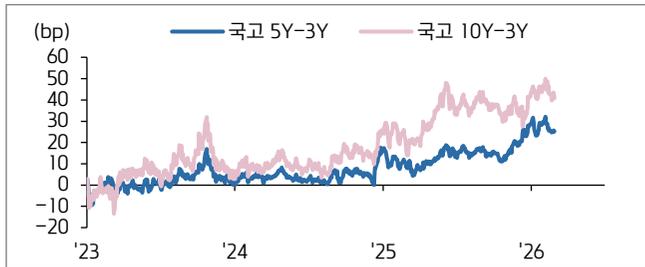
주요 국고채 금리 추이



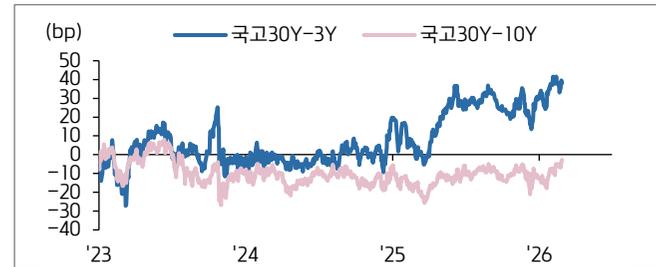
한국 월간 수익률 곡선 변화



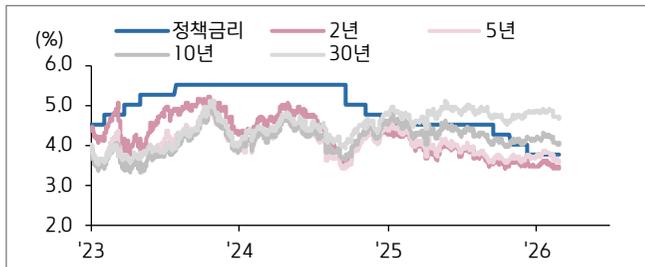
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



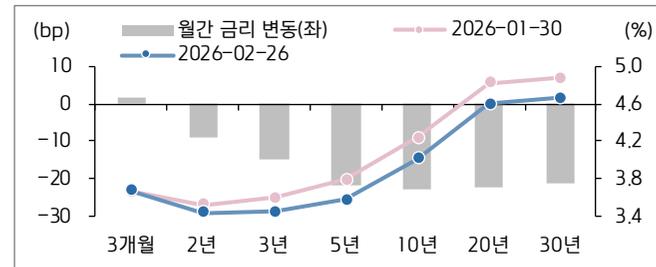
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## II. FX & 매크로 : 반도체 호조가 이끄는 경기

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





## 매크로 환경

### ✓ 반도체 수출 호조세와 재정 지출 확대

- 한국에서는 반도체를 중심으로 한 수출 호조세가 지속될 것으로 예상된다. 물론 양극화 심화와 체감경기의 취약성은 여전히 부담 요인이다. 다만 AI 투자 사이클에 기대 반도체 수출 호조가 전체 수출 실적을 견인하는 흐름은 여전히 유효하다. 여기에 정부의 확장적 재정 기조가 더해지며, 국내 경기에 대한 긍정적인 시각은 유지될 것으로 예상된다.
- 미국에서는 노동시장의 수요 둔화가 지속되겠으나, 경기 전반에 대한 긍정적인 시각 자체는 크게 훼손되지 않을 것으로 예상된다. 특히 미국의 세금 환급에 따른 소비 모멘텀이 더해질 수 있다는 점에서, 경기에 대한 평가는 비교적 우호적으로 유지될 것으로 보인다

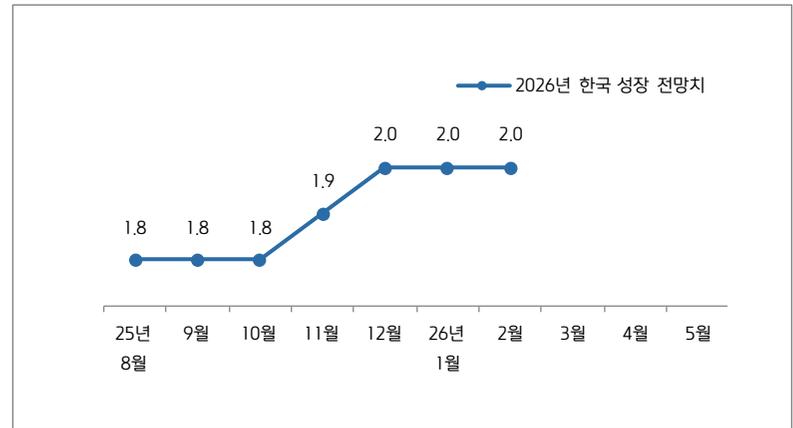
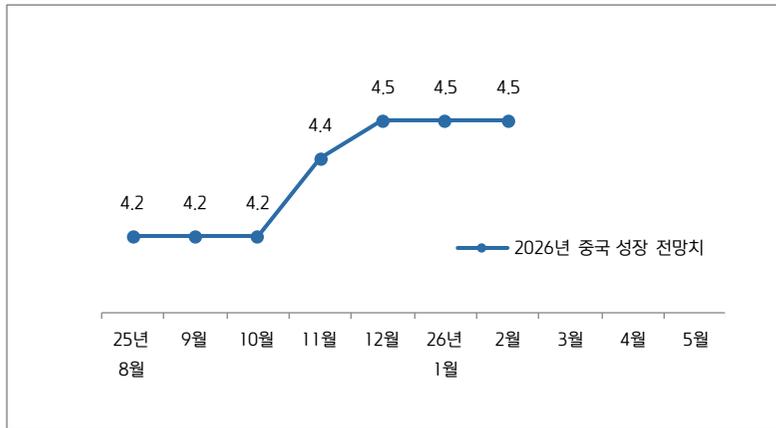
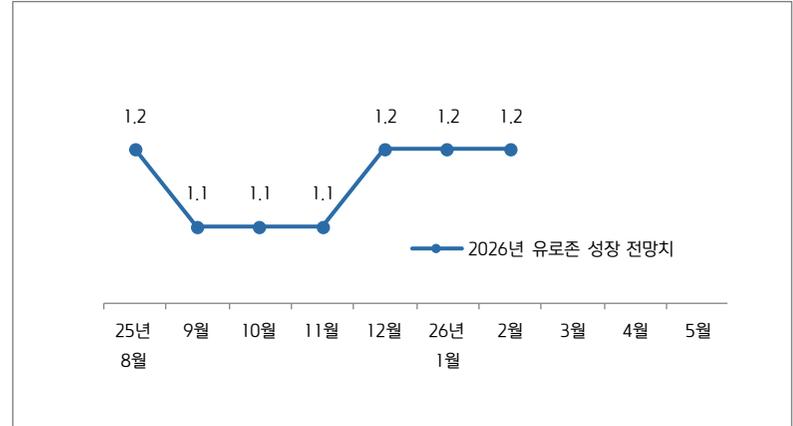
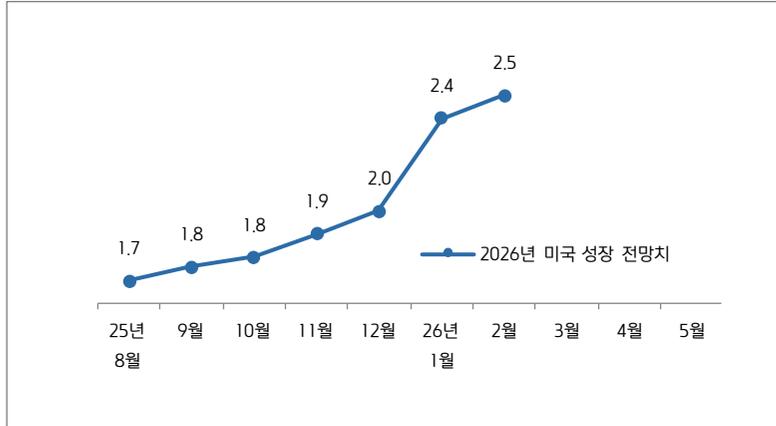
## FX

### ✓ 점진적인 달러/원 환율 하락

- 3월 외환시장은 달러 약세 흐름이 예상된다. 차기 연준 의장에 대한 평가는 혼재되겠으나, 연준의 완화적 통화정책 기조가 유지되는 가운데 엔화 역시 정책당국의 개입 경계 등으로 완만한 강세 흐름이 가능해 보이기 때문이다.
- 달러/원 환율은 점진적인 하락이 예상된다. 달러/엔 환율의 상단이 제약된 가운데, 달러의 제한적인 약세 흐름과 국내 시장 복귀 계좌(RIA)에 따른 환전 수요 가능성, 국내 증시 상승에 따른 외국인 자금 유입 등을 기대해볼 수 있다.

# 01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

▶ 2026년 미국 경제성장률에 대한 주요 IB들의 전망치 상향 조정이 이어지며, 경기 전반에 대한 긍정적인 시각이 반영되는 모습



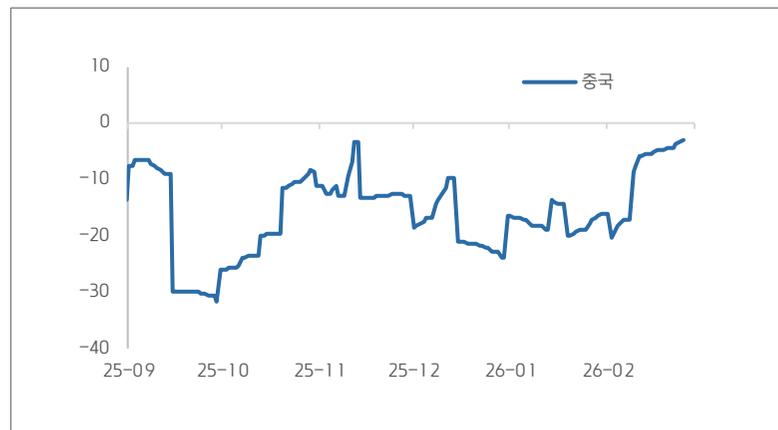
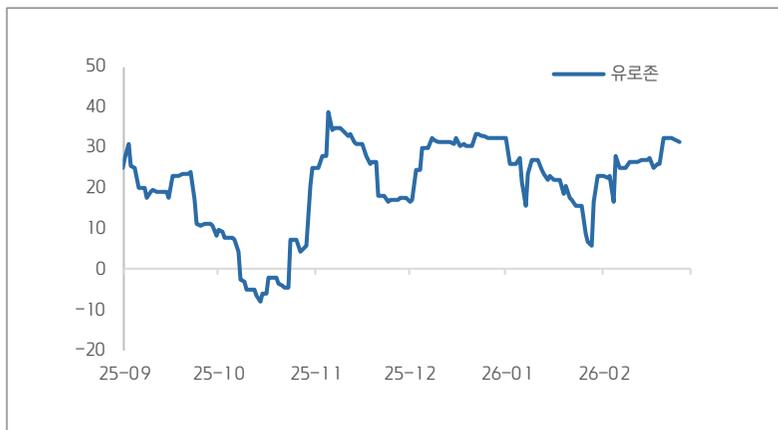
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

## 02.

# 주요국 서프라이즈 인덱스

▶ 미국은 최근 다시 지표들이 시장 예상치를 상회하는 가운데 중국도 조금씩 개선되는 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국내 경제의 질적인 측면에서 산업간, 소득 분위간 양극화는 더욱 심화되며 취약해지는 부분은 불가피
- ▶ 하지만, 반도체 경기 호조와 정부의 재정 확대에 힘입어, 주요 글로벌 IB들은 2026년 한국의 경제성장률을 연간 2% 내외로 전망하며 긍정적인 시각 점증
- ▶ AI 투자 사이클이 피지컬 AI(로봇 등)로 확장될 경우, 관련 제조업의 밸류체인도 함께 확대될 가능성 상존  
이는 AI 소프트웨어 중심에서 하드웨어-제조 영역으로의 확장을 의미하며, 한국 경제와 금융시장에 긍정적인 파급 효과를 가져올 것으로 전망

#### 해외 기관들의 한국 연간 성장률 전망

제공사	일자	2025	2026	2027	제공사	일자	2025	2026	2027
Bank of America	02/09/26	1.0	1.9	2.1	Goldman Sachs Group	02/09/26	1.0	1.8	1.9
Barclays	02/09/26	1.0	2.1	1.8	HSBC Holdings	02/09/26	1.0	1.8	2.0
Bloomberg Economics	02/09/26	1.1	2.2	2.0	JPMorgan Chase	02/09/26	1.0	2.0	1.9
BNP Paribas	02/09/26	1.0	2.0	1.8	Moody's	02/09/26	1.1	1.7	
Capital Economics	02/09/26	1.0	2.0	1.8	Morgan Stanley	02/09/26	1.1	1.9	1.8
Citigroup	02/09/26	1.0	2.4	2.0	Nomura Securities	02/09/26	1.1	2.3	2.1
DBS Group	02/09/26	1.0	2.2	2.0	Oxford Economics	02/09/26	1.1	2.0	1.9
Deutsche Bank	02/09/26	1.0	2.0	1.7	S&P Global	02/09/26	1.0	2.0	1.9
Fitch Ratings	02/09/26	1.0	2.0	1.9	Societe Generale	02/09/26	1.1	2.1	2.0
UBS	02/09/26	1.2	2.2	2.2	Standard Chartered	02/09/26	1.0	2.0	1.8

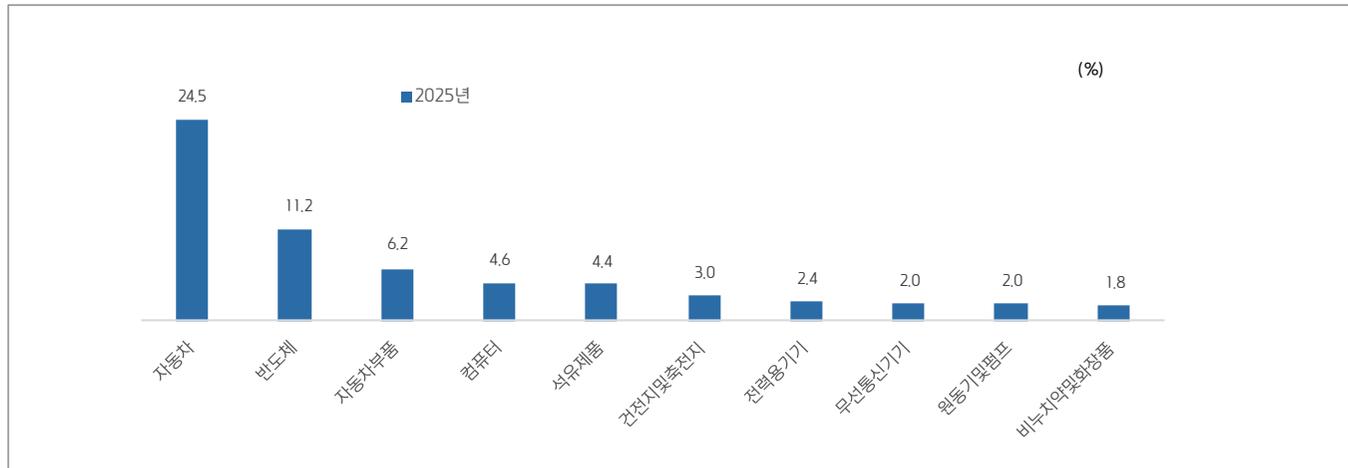
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

## IEEPA 관세 무효화에 따른 제한적 실익

- ▶ 2/20일 국제비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 관세 무효 판결에도 국가별 영향은 차별화될 가능성
  - 무역확장법 232조에 따른 관세가 유지된다는 점에 기인. 철강, 알루미늄, 자동차 및 자동차부품, 구리, 반도체 등 232조 대상 품목은 IEEPA 상호관세에서 명시적으로 제외, IEEPA 관세가 무효화되더라도 232조 대상 품목의 관세에 미치는 영향은 제한적
- ▶ 한국의 대미 수출 상위 품목에는 자동차, 반도체, 자동차부품 등이 포함. 이에 따라 232조 대상이 아닌 소비재 및 일부 중간재 수출은 일정 부분 혜택을 받을 수 있으나, IEEPA 무효화로 얻는 실질적 이익은 제한적 가능성

한국 대미 수출 주력 품목 비중(2025년 기준)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 대법원 판결에도 불구하고 관세 수입 보존, 미국 제조업 보호 및 무역 적자 해소를 위해 무역법(제122조)을 근거로 대부분의 수입품에 10%관세를 일괄 적용한다고 발표
  - 대법원은 IEEPA가 대통령에게 국가 비상경제 상황에서 외국과의 거래를 통제할 권한은 주지만 의회의 고유 권한인 세금(관세) 부과권까지 부여하지는 않는다고 지적
  - 다만 기 납부된 관세 환급과 관련해서는 별도판단을 내리지 않고 하급법원에 맡김에 따라 관세 환급을 둘러싼 기업들의 소송은 국제무역법원에서 다뤄질 예정
- ▶ 이후 관세 대체 과정에서의 실효관세율 하락 가능성, 관세 환급 관련 불확실성, 재정적자 심화 우려 등에 주목

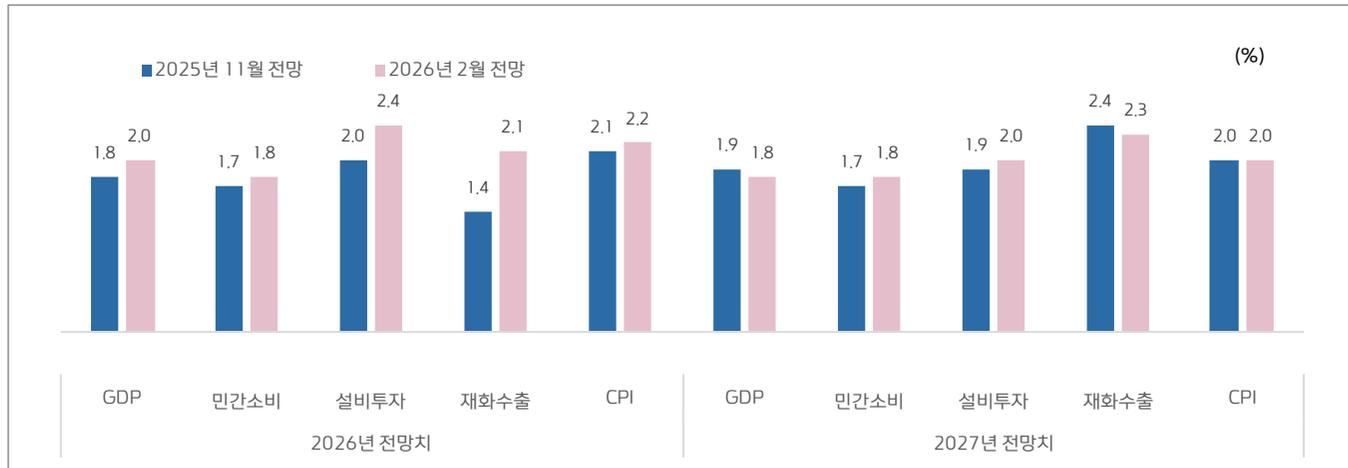
## 관세 관련 IEEPA 대체 가능 법조항 주요 내용

	관련 조항	관세 부과 사유	연방기관의 조사 필요여부 (조사 담당기관)	조치 기간의 제한	관세율의 제한
무역확장법	제 232조	국가 안보에 대한 위협	필요 (상무부)	없음	없음
무역법	제 122조	국제 결제 문제	불필요	150일 (의회 승인시 연장 가능)	15%
	제 201조	국내 산업에 대한 피해	필요 (국제무역위원회)	4년 (최대 8년까지 연장가능)	50% 인상 (1년후부터 단계적 인하 필요)
	제 301조	미국 기업에 대한 차별 또는 무역 협정에 따른 미국의 권리 침해	필요 (미 무역대표부)	4년 (기한 제한 없이 연장 가능)	없음
관세법	제 338조	미국 상거래에 대한 차별	불필요	없음	50%

자료: 미국 의회조사국, 한국은행 재인용, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국은행은 2026년 경제성장률 전망치를 2.0%로 종전(1.8%)보다 상향 조정
  - 미 관세 영향, 건설투자 부진에도 반도체 경기 활황세, 양호한 세계 경제 흐름 등에 반등
  - 반도체 중심의 수출 호조를 통한 설비투자의 개선도 긍정적으로 반영
- ▶ 2027년 경제성장률 전망치는 소폭 낮추었으나 잠재성장률 수준으로 비교적 양호

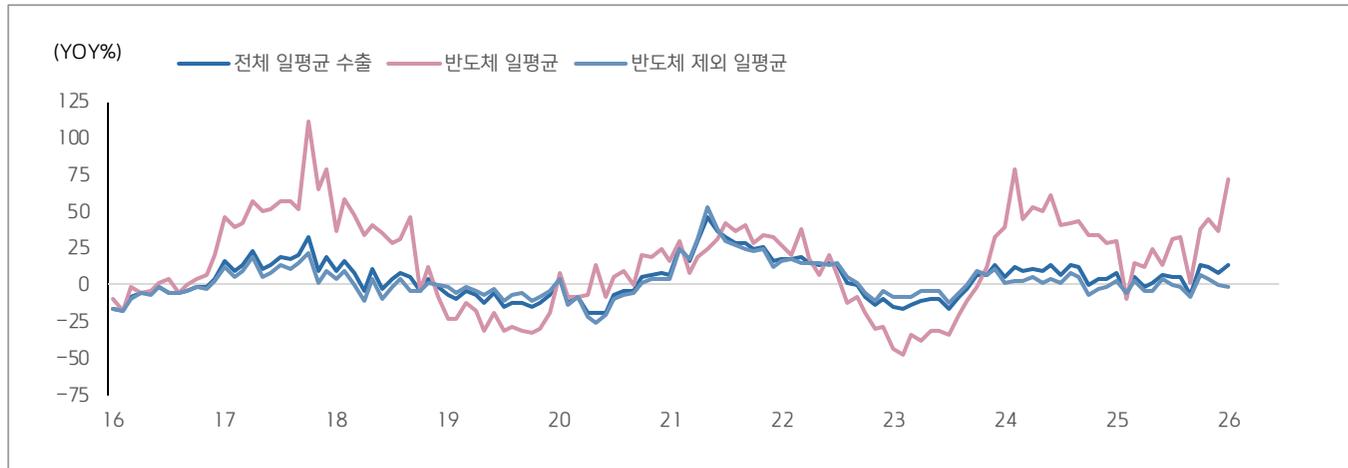
한국은행 경제 전망 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 일평균 기준으로 한국 수출 증가율은 최근 3개월 평균 기준 11.7%(YOY)를 기록하며 개선
- ▶ 반도체 수출이 주로 견인하고 있는 상황이며 이를 제외한 일평균 수출 증가율은 마이너스를 기록해 품목별 차별화 흐름은 심화, 국내 수출이 고르게 성장하는 상황이 아님을 시사
- ▶ 단기적으로 반도체 경기의 향방이 한국 수출과 전체 경기에 있어 중요한 변수로 작용

한국 수출과 반도체, 반도체 제외 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

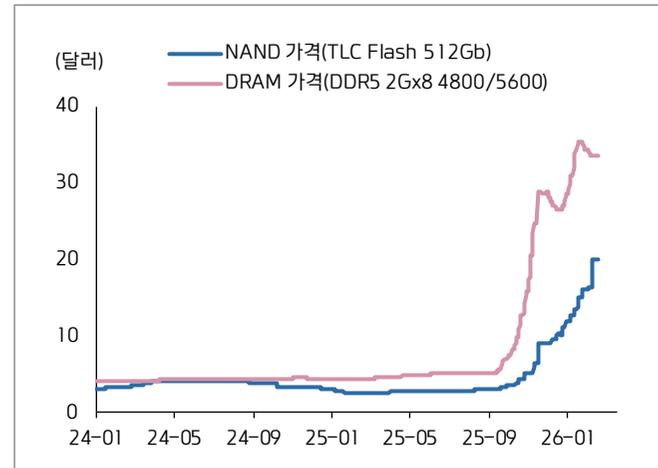
- ▶ 한국 반도체 수출이 메모리 가격 사이클에 따라 수출 실적 변동성이 큰 산업이라는 점에 우려의 시각
  - 한국의 주력 수출 품목인 D램과 낸드플래시는 수요·공급 불균형, 재고 축적과 소진 과정에 따라 단가가 급등락하는 특성을 보임에 따라 수출 흐름도 이에 민감하게 반응하는 구조
- ▶ 반도체 경기가 전방 산업의 투자 심리와 글로벌 IT 수요 변화에 의해 쉽게 좌우될 수 있어 한국 수출의 안정성 측면에서 위험 요인으로도 작용할 수 있음을 의미

한국 수출과 메모리 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

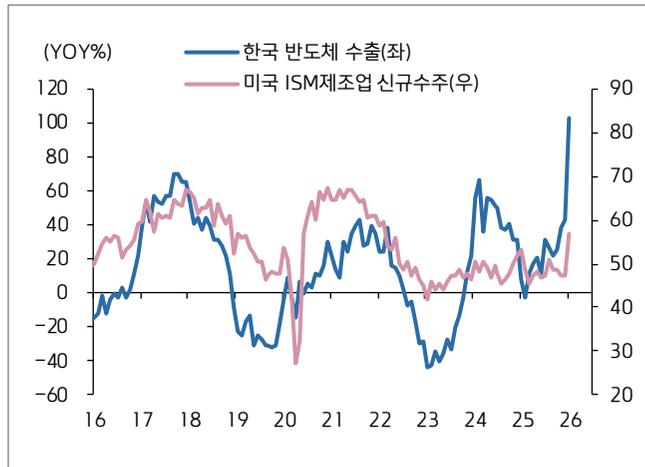
D램 가격과 낸드 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

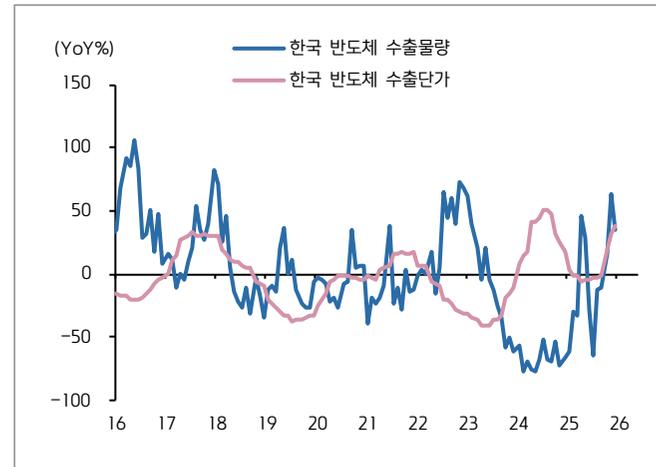
- ▶ 한국 반도체 수출의 경우 메모리 가격 상승 영향이 주로 작용하고 있는 것이 사실이나 최근 미국 신규 수주에 대한 기대가 개선되고 수출 물량도 양호한 상황
- ▶ 최종 수요가 소비자에 맞춰지며 PC나 모바일 등의 수요 의존도에 높았던 과거에 비해 시투자 사이클을 통해 B2B 즉 기업 수요를 통해 이익 변동성의 진폭을 완충해줄 것으로 기대
  - 다만, 이를 확인하는 과정까지는 관련 우려는 수시로 제기될 가능성 존재. 만약 반도체 수출의 지속성에 대해 회의적인 시각이 제기될 경우 반도체 경기에 대한 긍정적인 기대를 미리 선반영 했던 국내 경기에 대한 전망치에도 부정적으로 반영될 가능성 상존

한국 반도체 수출과 미국 ISM 제조업 신규수주



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 수출 물량과 수출 단가

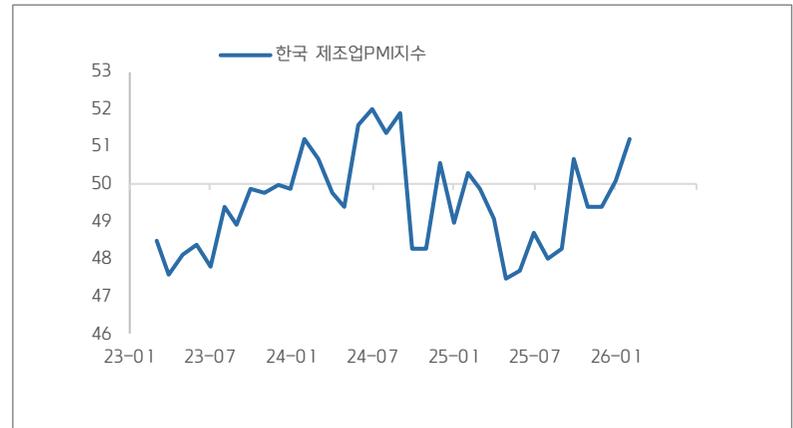
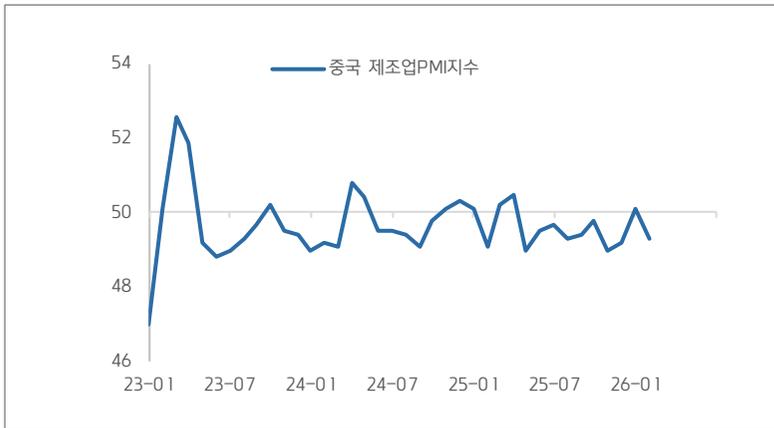
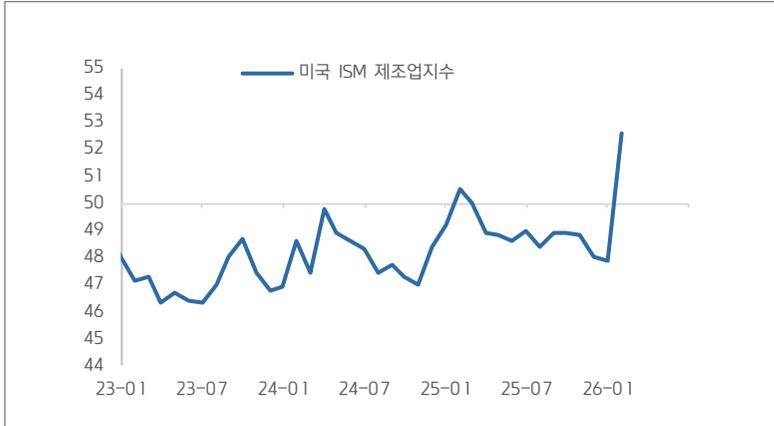


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 10.

## 주요국 제조업 체감경기

▶ 중국을 제외하면 미국과 유로존, 한국의 제조업 체감경기는 개선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

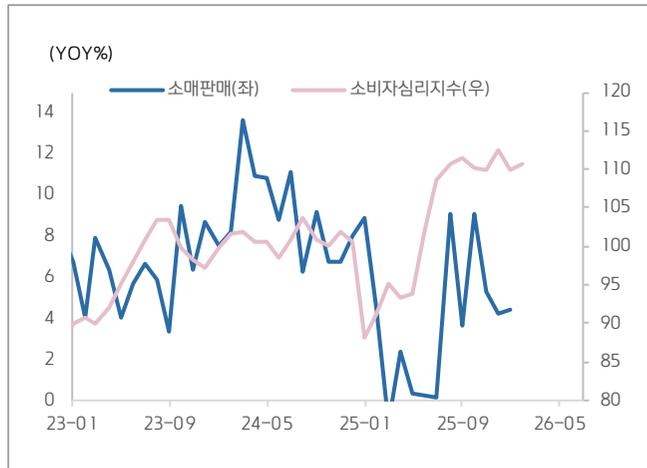
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 11.

## 내수, 미약하지만 회복 조짐

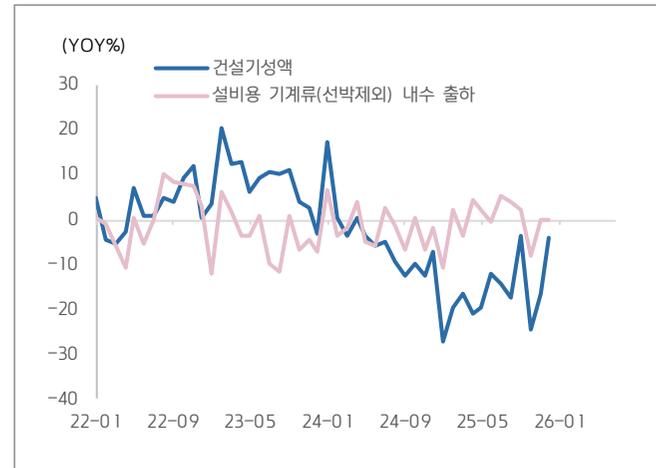
- ▶ 소비자심리지수는 기준선(100)은 지속해서 상회하는 가운데 소매판매도 소폭 반등
- ▶ 건설투자는 여전히 부진한 상황이나 기성액을 중심으로 추가 하락이 제한되고 설비용 기계류 내수 출하도 마이너스권에서 반등

한국 소매판매와 소비자심리지수



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 건설기성액과 설비용 기계류(선박제외)내수 출하



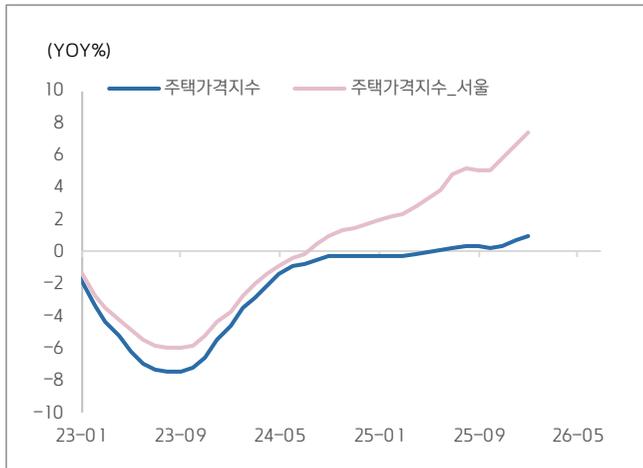
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 부동산 가격은 아직 불안정한 상황

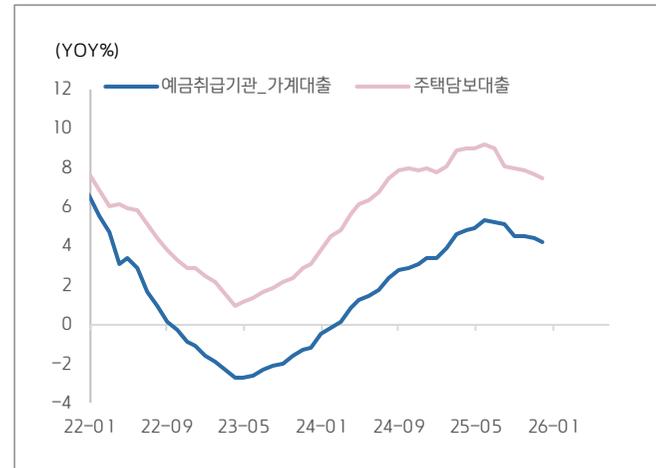
- ▶ 부동산 가격은 서울, 수도권을 중심으로 여전히 오름세를 이어가며 경계감을 쉽게 완화하기 어려운 상황
- ▶ 다만, 예금취급기관의 가계대출과 주택담보대출 증가율은 지난 해 정점을 형성한 이후 점진적으로 둔화되는 흐름

한국 주택매매가격지수



자료: KB은행, 키움증권 리서치센터

한국 예금취급기관 가계대출과 주택담보대출



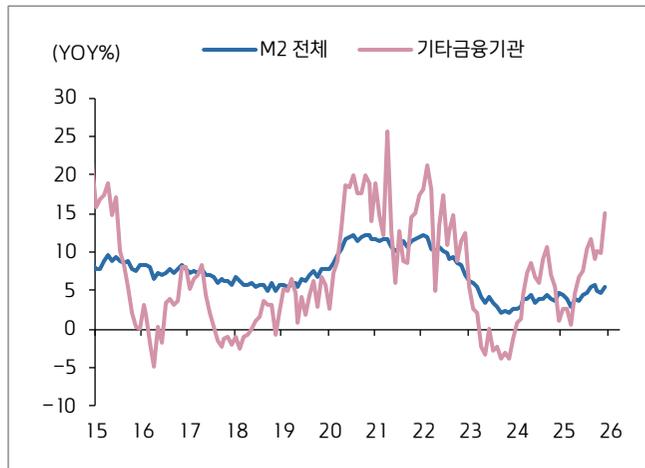
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 13.

## M2 안정 속 금융화와 K-자형

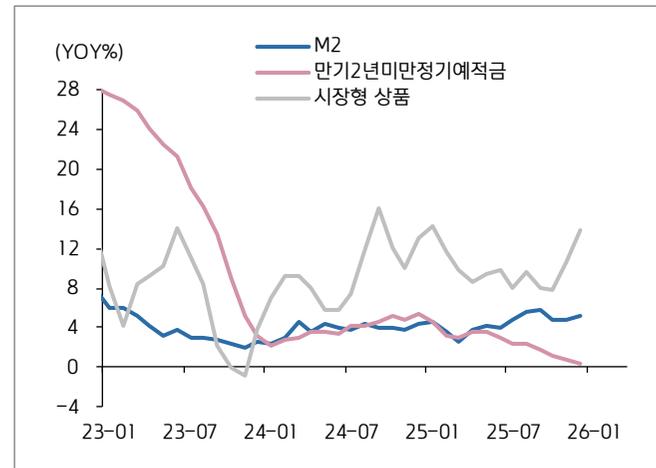
- ▶ 통계 개편 이후 M2 증가율은 4~5% 범위에서 등락을 보이고 있으며, 구 M2 증가율이 8% 내외에서 움직이던 흐름과 비교하면 상대적으로 안정적인 모습
- ▶ 다만, 경제주체별 및 금융상품별로 살펴보면 내부적으로는 차별화. 경제주체별로 구분해 보면 가계와 기업의 M2 증가율은 둔화되는 반면, 증권사와 보험사 등을 포함한 기타금융기관의 M2 증가율은 12월 기준 전년 동월 대비 12.3%까지 확대되며 꾸준히 증가
- ▶ 유동성이 실물보다 금융시장에 머무는 구조로 전환되고 있음을 시사, 유동성의 금융화가 진행되는 흐름은 한국 경제의 K-자형 구조를 한층 강화할 가능성

한국 M2 경제 주체별 보유 현황



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 M2 상품별 구성 내역



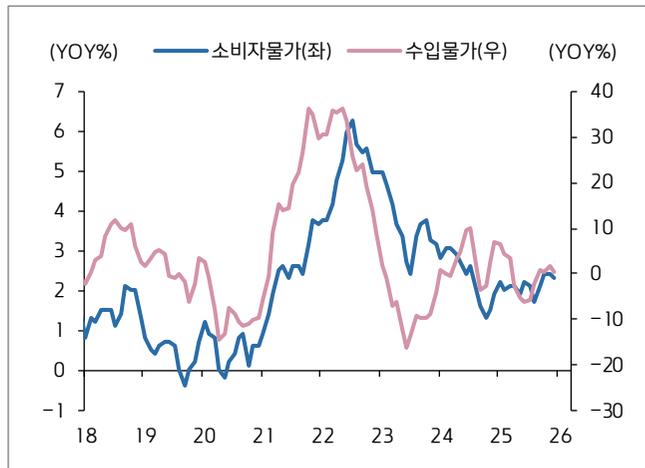
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 14.

## 인플레이션 압력은 제한적

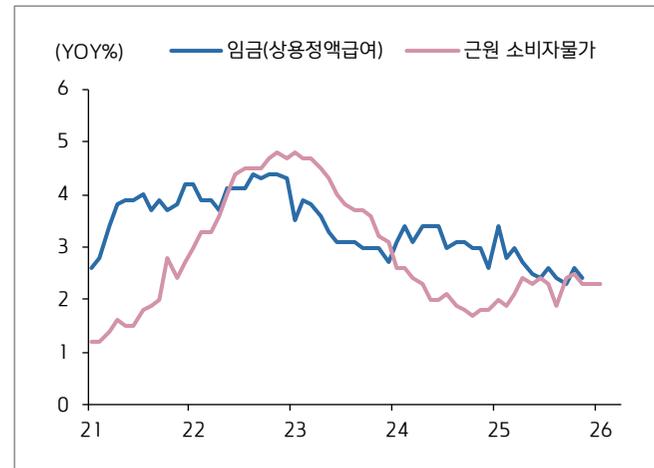
- ▶ 한국 소비자물가는 2% 내외에서 움직이며 안정적, 높은 환율 수준에도 수입물가는 둔화세
- ▶ 임금과 근원 물가의 둔화세는 수요 측면의 인플레이션 압력이 아직 제한적임을 시사
- ▶ 물가에 의한 기준금리 인상 가능성은 현 상황에서는 낮을 전망

한국 소비자물가와 수입물가



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 임금과 근원 소비자물가

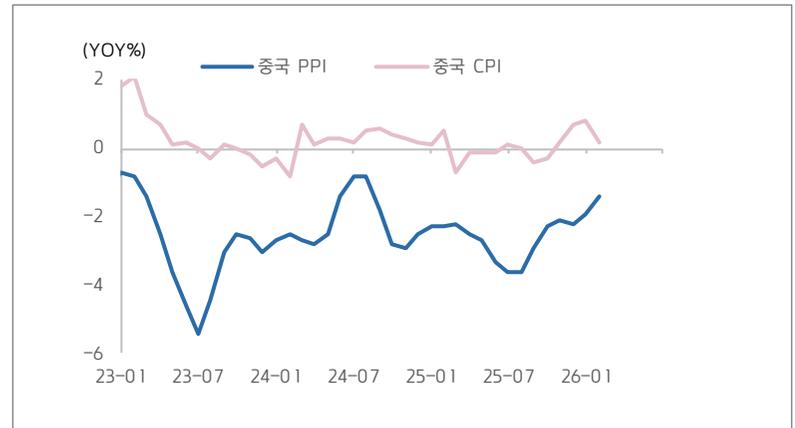
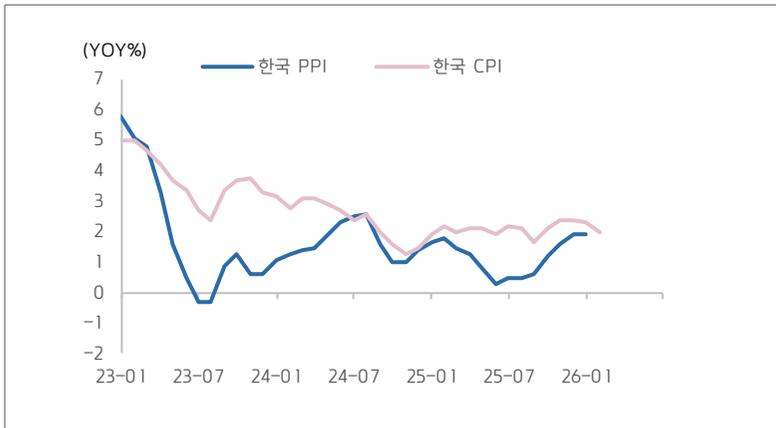
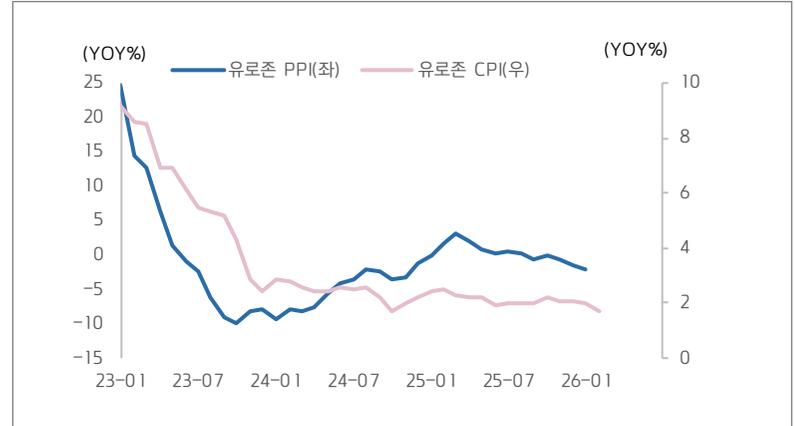
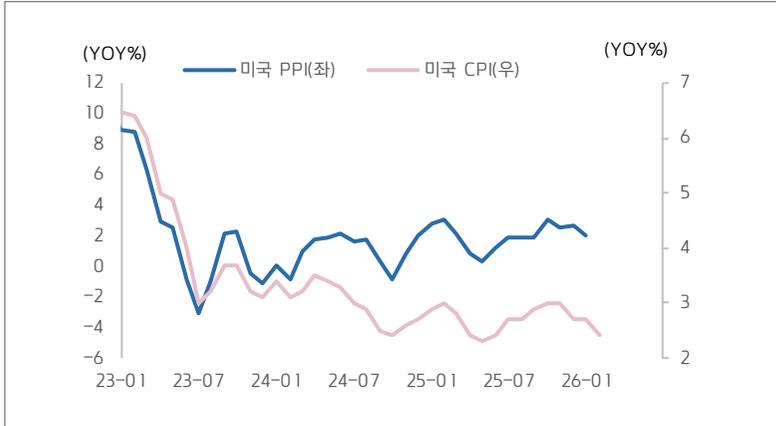


자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

# 15.

## 주요국 물가 흐름

▶ 주요국의 물가는 경계감은 잔존하나 대체로 둔화세를 보이며 안정적



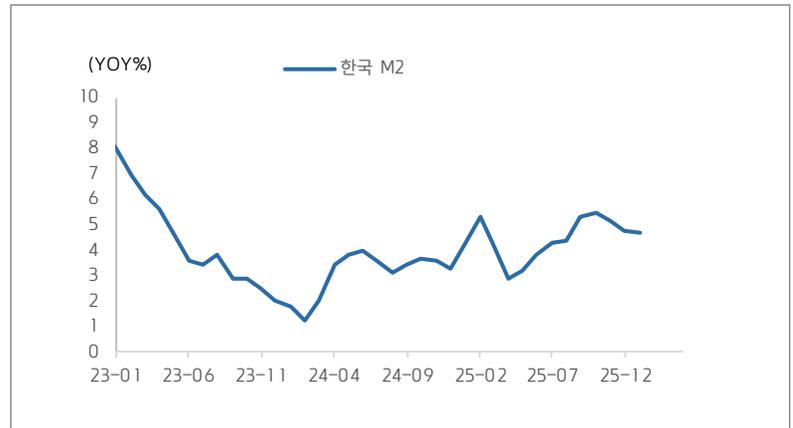
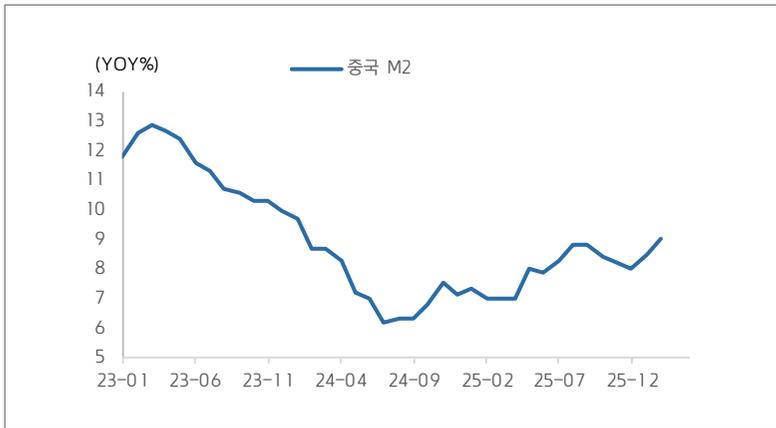
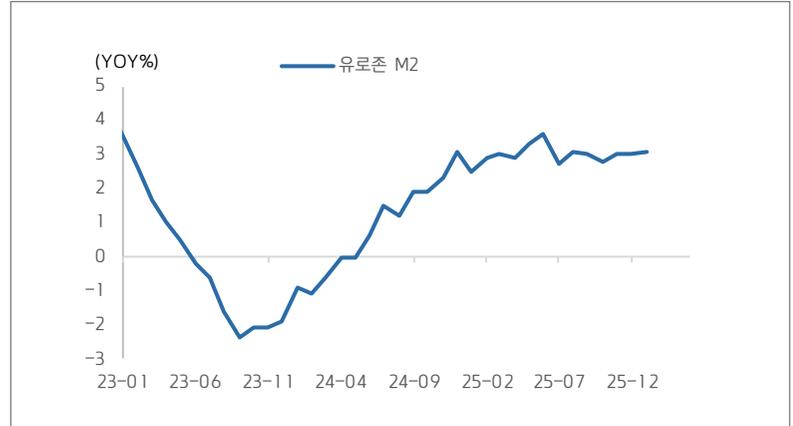
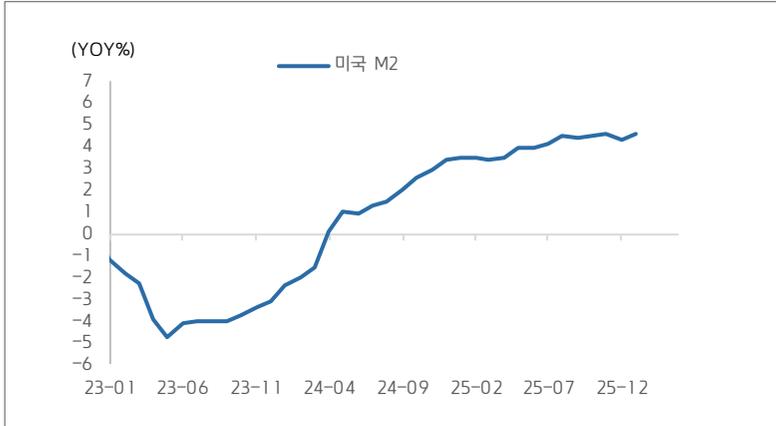
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 16.

## 주요국 M2 흐름

▶ 미국은 M2 증가율은 4% 중반 내외에서 움직이는 가운데 한국은 통화량 지표 개편 이후 4~5% 범위에서 등락, 중국은 반등



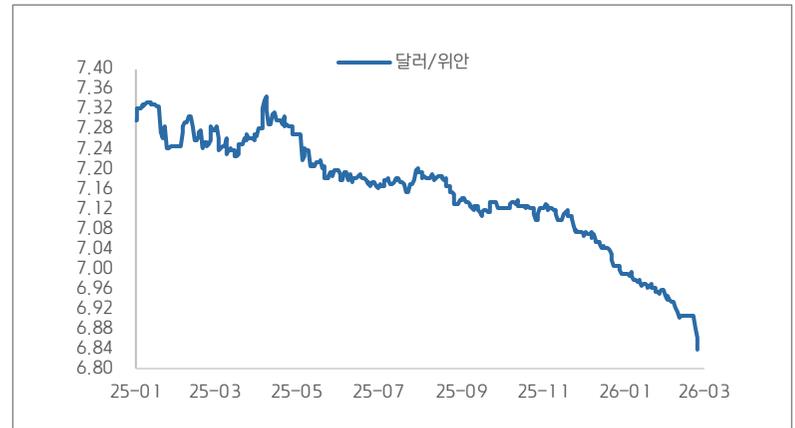
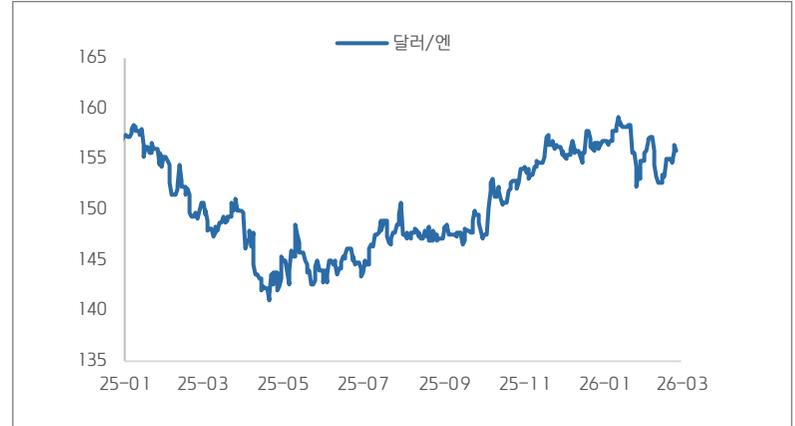
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 17.

## 주요국 환율 흐름

▶ 달러/엔 환율의 상단이 제약되며 달러인덱스는 약세, 달러/원 환율은 하락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 18.

## U자형 경로 속 상반기 달러/원 환율 완만한 하락

- ▶ 2026년 달러/원 환율은 U자형 경로를 보일 것으로 전망하는 가운데 상반기는 점진적인 하락세를 보일 것으로 예상하며 3월에는 1,400원 초반 등락 예상
- ▶ 달러인덱스는 올해 초 상단이 하향 조정되며 점진적인 하락세를 보이고 있으며 달러/원 환율도 상단을 낮춰가는 흐름

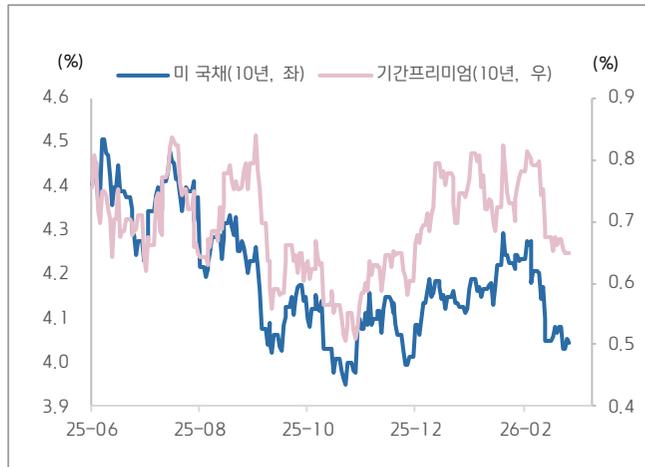
달러/원 환율과 달러인덱스 추이와 전망 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 점선은 당사 전망치

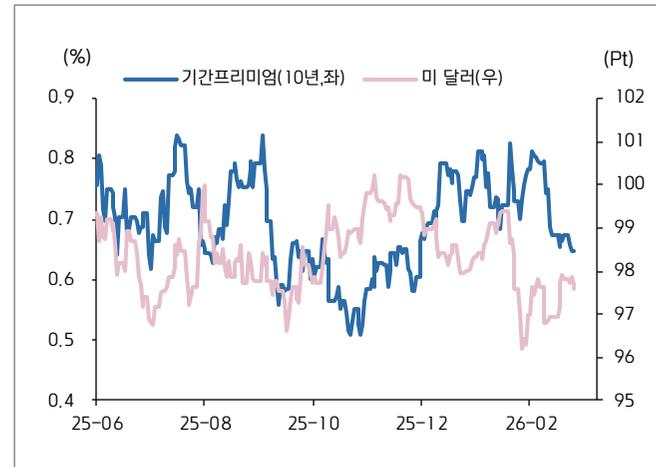
- ▶ 미국 국제비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 상호관세 무효화 이후 관세 수입 및 환급과 관련한 불확실성이 정부의 재정건전성에 대한 우려를 높일 가능성
- ▶ 관세율이 기존보다 낮아지면서 인플레이션 우려를 낮추는 금리 하락 요인과 재정건전성 우려에 따른 기간 프리미엄 상승으로 인한 금리 상승 요인이 상충
- ▶ 미 달러화는 재정건전성 우려에 따른 달러 자산 신뢰 약화와 인플레이션 우려 완화에 따른 추가 금리 인하 전망 등으로 약세 흐름 당분간 이어갈 전망

미국 국채금리, 기간프리미엄(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

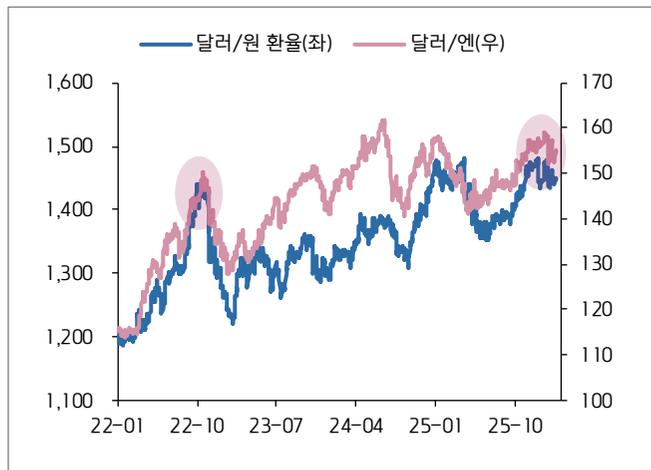
미국 국채금리\_기간프리미엄(10년)과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

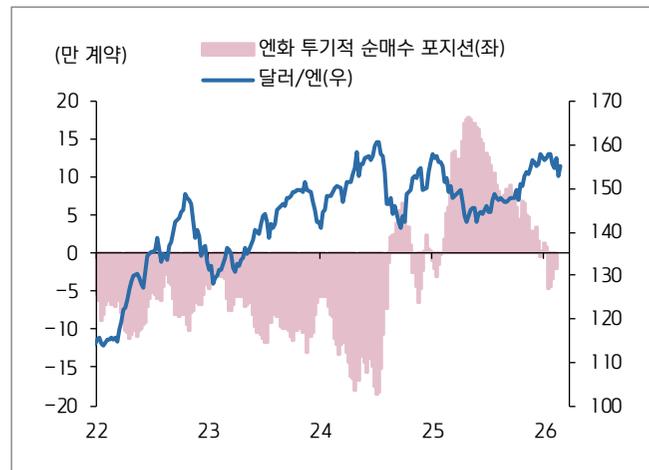
- ▶ 일본 정부의 환율 안정화 의지를 고려할 때, 달러/엔 환율의 추가 상승은 단기적으로 제약될 전망
  - 미국과 일본 간 정책 공조 가능성이 제기되는 소식이 이어지면서, 엔화는 달러당 150엔 후반에서 중반대로 빠르게 강세 전환
  - 2022년 당시에 일본 정부는 엔화 약세를 저지하기 위해 세 차례(9월~10월)에 걸쳐 대규모 엔 매수·달러 매도 개입을 단행했으며, 150엔 부근에서 고점을 형성한 이후 약 한 달 만에 약 8%가량 강세 전환된 바 있음
- ▶ 원화와 엔화 모두 시장 내 약세 심리가 우세했던 상황을 감안하면, 이러한 기대 심리를 약화시킬 촉매가 필요  
엔화가 정책당국의 외환시장 개입을 계기로 단기적인 강세로 전환될 경우, 원화 역시 이에 연동된 흐름을 보일 가능성 상존

달러/엔 환율과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔화 투기적 순매수 포지션과 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부는 해외 주식에 투자한 자산의 국내 환류를 유도하고, 외환시장 및 국내 증시의 안정을 도모하기 위해 '국내시장 복귀계좌(RIA: Reshoring Investment Account)' 제도를 도입
- ▶ 이 제도는 2025년 12월 23일까지 보유한 해외 주식을 매도해 국내로 유입할 경우, 양도소득세를 비과세 또는 감면하는 방식
  - 2026년 1분기(1~3월)에 복귀할 경우 100% 세금 감면 혜택이 제공돼, 특히 2월 중 자금 유입이 집중될 가능성 존재
  - 이는 2025년 미국 증시의 AI 랠리로 급증한 서학개미의 달러 수요를 완화하고, 원화 환전 수요를 유도함으로써 환율 안정 및 유동성 개선에 기여할 수 있는 정책적 장치로 평가

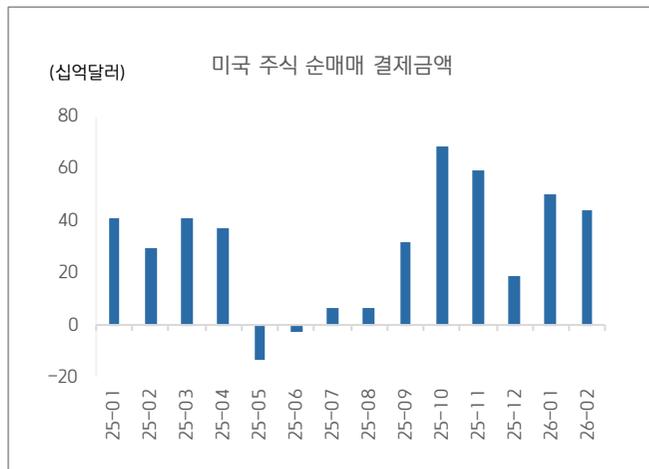
## 국내시장 복귀계좌(RIA) 핵심 요약

구분	주요 내용
정식 명칭	국내시장 복귀계좌 (Reshoring Investment Account, RIA)
도입 목적	외환시장 수급 불균형 완화(달러 공급 확대) 및 국내 자본시장 활성화
신청 대상	2025년 12월 23일 기준 해외 주식을 보유하고 있는 개인 투자자
수혜 조건	① RIA 계좌 개설 후 기존 해외 주식 이체 ② 계좌 내에서 매도 및 원화 환전 ③ 국내 자산(주식, 현금)에 1년 이상 투자 유지
세제 혜택	해외 주식 양도소득세 비과세 또는 감면(1분기 복귀 양도소득세 100% 면제, 2분기 80% 감면, 하반기 50% 감면)
혜택 한도	1인당 해외 주식 매도 대금 5,000만 원까지 (해당 매도분에서 발생한 양도세 감면)
시행 시기	2026년 2월 예정 (조세특례제한법 개정 후 시행)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

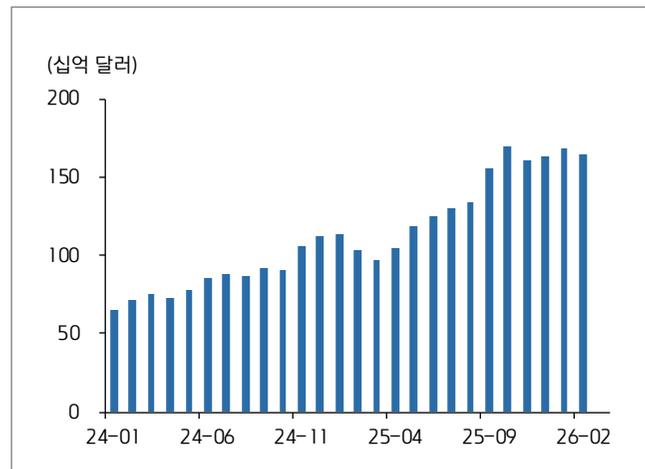
- ▶ 2025년 말 기준, 증권예탁원에 보관된 미국 주식 잔액은 약 1,600억 달러에 달하며, 이 중 10%만 환류되더라도 약 160억 달러의 공급 효과가 기대
  - 2024년 귀속 해외주식 양도소득세 신고 인원은 약 52.3만 명이며, 1인당 평균 양도차익은 약 2,800만 원으로 실제 매도 금액은 대부분 5,000만 원 이상일 것으로 추정
  - 극단적으로 모든 투자가가 RIA를 활용해 환전 한도를 최대한 채울 경우 환전 수요는 최대 약 26조원(52.3만명\*5,000만원) 수준에 달하며, 2025년 연평균 환율을 적용하면 대략 184억 달러 규모로 추정
  - 2025년 개인의 미국 주식 월평균 순매수 규모는 약 27억 달러에 달해, RIA 제도 도입 시 자금 유입 효과 기대

미국 주식 순매매 결제금액



자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터  
주: 2026년 2월은 2/25일 기준

미국 주식 보관금액



자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터  
주: 2026년 2월은 2/25일 기준



## 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.