

2024년 09월 19일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

이번엔 다른가?

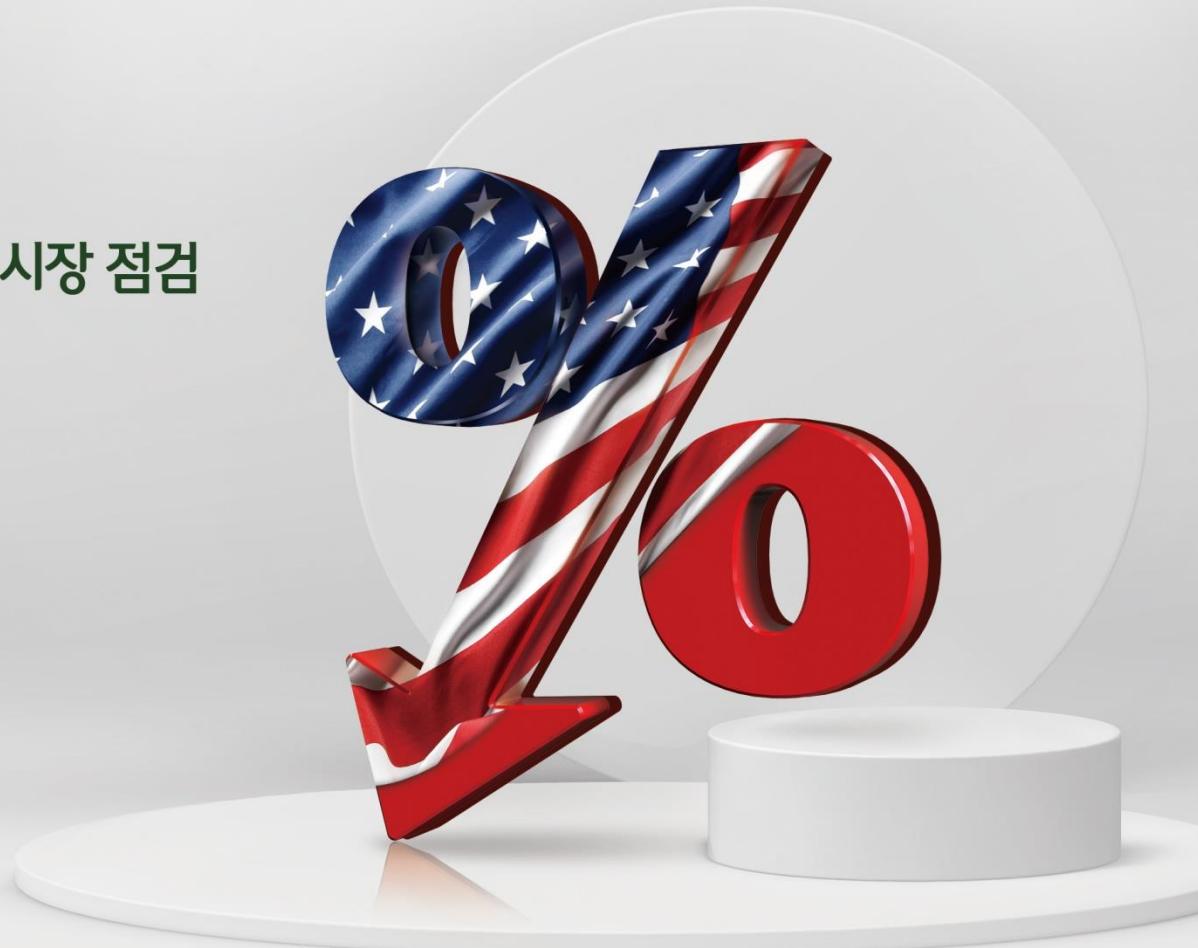
: 9월 FOMC 이후 금융시장 점검

Economist 김유미 helloym@kiwoom.com

투자전략/시황 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com



Contents

Summary	P.03
1. 채권: 금리 인하 선반영 vs. 추가 반영	P.04
2. 원자재: 배럴당 \$70이 새로운 상단일까?	P.31
3. 주식: 금리인하와 주식시장 간 패턴의 변화	P.48
4. 외환: 왜 맞지 않을까?	P.71

Compliance Notice

- 당사는 09월 13일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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 일제의 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.



Summary

1. 채권 : 금리 인하 선반영 vs. 추가 반영

- 미 연준, 2024년 9월 정책금리를 4.75~5.00%로 50bp 인하 단행. 고용 등 경기 관련 리스크를 낮추고자 보험성 50bp 인하 단행. 2025년까지 견조한 미 경제 성장세가 예상된다는 점에서 미 연준, 내년 1분기까지 추가 4회 인하 예상
- 최근 국내외 금리는 모두 금리 인하를 반영하며 기준금리 대비 역전폭이 과거 최대 수준을 상회. 이를 감안하면 미 연준과 한은의 금리 인하 단행 이후로는 시장금리의 추가 하락이 제약될 가능성도 상존. 다만 과거 보험성 금리 인하 구간에서는 경기침체 대응인지, 보험성인지를 판단하는 과정에서 추가적으로 강세폭을 확대했다는 점을 감안, 올해 말까지 시장금리 하락 이후 2025년 1분기에는 바닥 다지기 예상. 올해 4분기까지는 매우 대응 유효하나 내년 1분기 중에는 채권 포지션 조정 필요

2. 원자재 : 배럴당 \$70이 새로운 상단일까?

- 경기침체를 동반한 미 연준의 금리 인하를 제외하면, 금리 인하기 국제유가는 각각 다른 흐름. 특히 유가의 유의미한 레벨 변화는 수요나 공급 변화를 동반. 주요 에너지기관이 글로벌 원유 수요 전망치를 낮추고 있으나, 수요의 구조적 변화를 의미하지 않고 공급 여건도 동일. 이를 감안, 미 연준의 FOMC 이후 유가 반등 전망. 4분기 WTI는 배럴당 \$70 선에서 하방 경직성 강화 예상

3. 주식 : 금리인하와 주식시장 간 패턴의 변화

- 역사적으로 금리인하는 주식시장에 중장기적인 주가 상승의 재료로 작용. 하지만, 침체 여부에 따라 단기 주가 흐름에 큰 변화가 발생 이번 금리인하 사이클은 시작부터 대선 일정이 맞물려 있다는 점에서 과거와 또 다른 패턴이 발생할 것으로 예상
- 이 같은 패턴 변화에도 바이오, 금융 등 내러티브와 실적 성장이 뒷받침 되는 업종은 아웃퍼폼 예상. AI 사이클도 고려 IT 업종 비중 유지

4. 외환 : 왜 맞지 않을까?

- 과거 미국 금리 인하기 미 달러화 흐름은 '제각각'. 연준 통화정책이라는 단일 변수에 의해 움직임이 결정되기 보다 대내외 경제 여건을 함께 고려할 필요. 금리 인하 강도 및 경기 사이클을 고려해 '95년 사례와 유사하게 환율이 움직인다면 달러인덱스는 바닥 다지기 이후 제한적인 강세 흐름 가능. 이에 연동해 달러/원 환율도 1,300원대 초반 등락 이후 중후반대에서 움직일 것으로 전망

1. 채권:

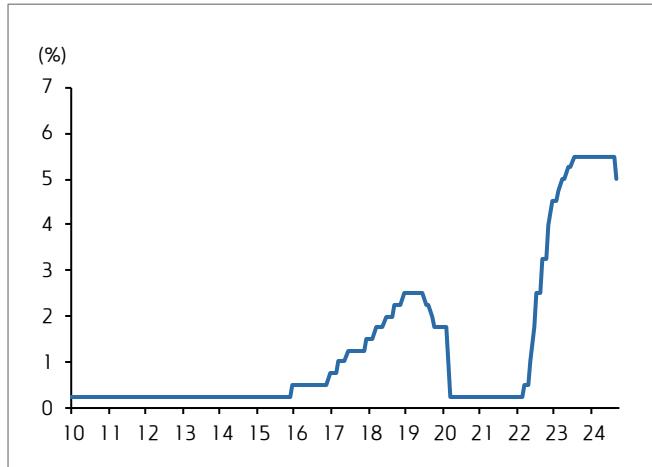
금리인하 선반영 vs. 추가 반영

채권전략 안예하
yhahn@kiwoom.com



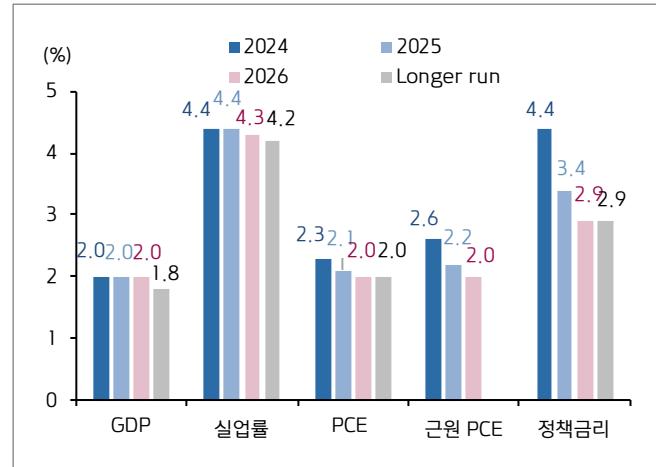
- ▶ 미 연준, 정책금리 4.75~5.00%로 50bp 인하. 미 연준은 물가가 2% 목표에 도달할 것이라는 확신이 강해졌다고 판단했으며, 7월 이후 고용시장 둔화 시그널로 인해 리스크 관리 차원에서 50bp 인하 단행
- ▶ '빅 컷(big cut)'에도 불구하고 미 연준은 경기에 대한 낙관적인 전망 유지, '보험성' 인하의 성격임을 시사
 - 올해 실업률 전망치를 기존 4.0%에서 4.4%로 상향 조정했으나, 내년 전망치 또한 4.4%로 유지. 올해보다 노동시장이 더 악화되지는 않을 것으로 전망
 - 경제 성장을 또한 2% 수준을 유지하고 물가도 2% 수준으로 안정될 것으로 전망해 경기에 대한 부정적인 인식에 기반한 빅 컷이 아닌 '보험성' 빅 컷임을 시사

미 연준 정책금리 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

미 연준 경제 전망(2024년 9월 ver.)



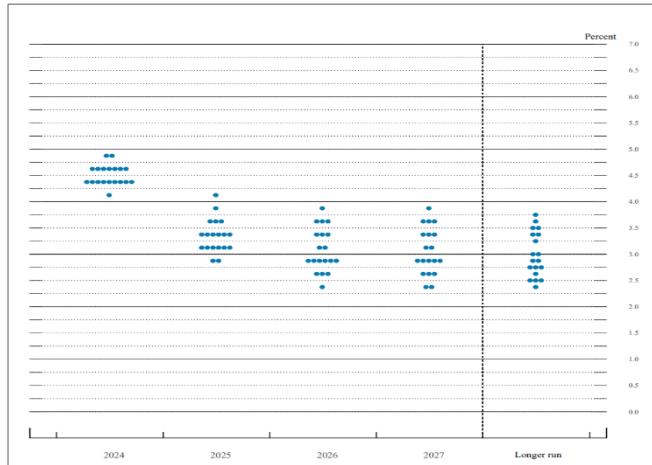
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

02.

9월 FOMC 리뷰: 미 연준, 장기 금리 전망치 추가 상향

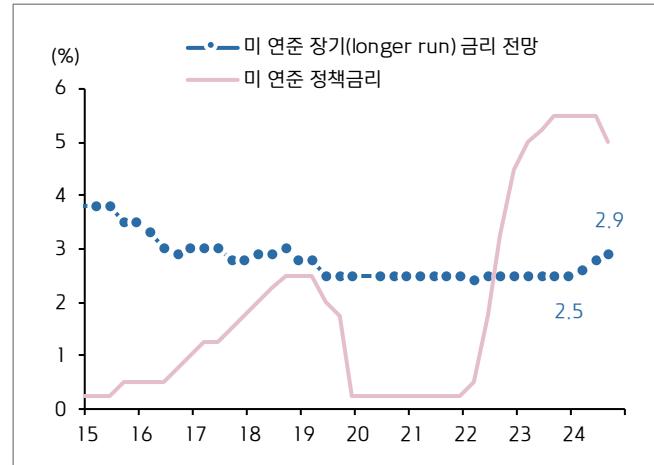
- ▶ 미 연준은 점도표를 통해 2025년 금리 중간값을 3.4%로 제시하며 추가 인하가 단행될 것임을 시사
견조한 미 경제 성장세에도 불구하고 2% 수준으로 물가가 수렴할 것으로 예상됨에 따라 기존의 높은 금리
수준을 낮출 것으로 주장
- ▶ 한편, 미 연준은 장기 금리 전망치를 추가로 상향 조정. 지난 6월 2.8%에서 2.9%로 높이고 2023년 말
2.5%에서부터 2.9%까지 상향 조정. 파월 연준 의장 또한 과거보다 중립금리가 높아졌을 수 있다고 언급
이를 고려할 때 연말 이후 미 연준의 금리 인하 폭에 대한 시장 기대치가 축소될 가능성 열어둘 필요

2024년 9월 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

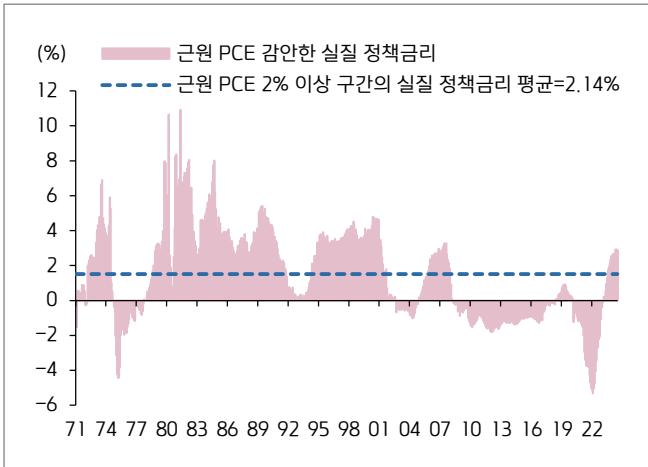
미 연준 장기금리 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

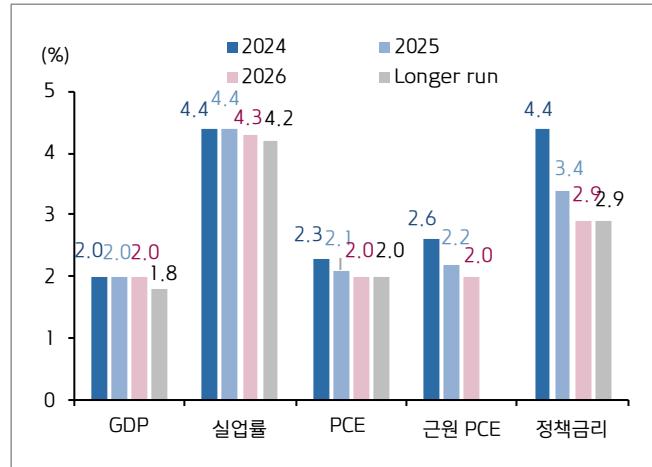
- ▶ 고용 및 물가 둔화, 차별적 경기 회복과 둔화라는 환경 속에서 미 연준은 경기 연착륙을 위한 보험성 성격의 완만한 금리 인하를 단행할 전망
- ▶ 미 연준의 이번 금리 인하 사이클에서의 최종금리 수준은 3.75~4.50% 내외일 것으로 판단함.
 - 물가가 여전히 2% 이상이라는 점을 감안, 과거 물가가 2% 이상인 구간에서의 정책금리 수준을 고려할 필요
 - 2025년 미 연준의 근원 PCE 물가 전망치가 2.2%이며, 과거 근원 물가가 2% 이상일 때 실질 정책금리의 과거 평균이 2.14%p임을 적용하면, 4.3% 수준의 정책금리를 적정 수준으로 평가할 수 있음
 - 물가에서 경기로 시선이 이동하고 있다는 점을 고려할 때 4.3% 보다는 낮은 수준에서 정책금리 형성 예상
 - 2024년 100bp, 2025년 50bp 정책금리 인하로 1분기 말 정책금리는 3.75~4.00% 전망

근원 PCE 감안한 미 연준 실질정책금리



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

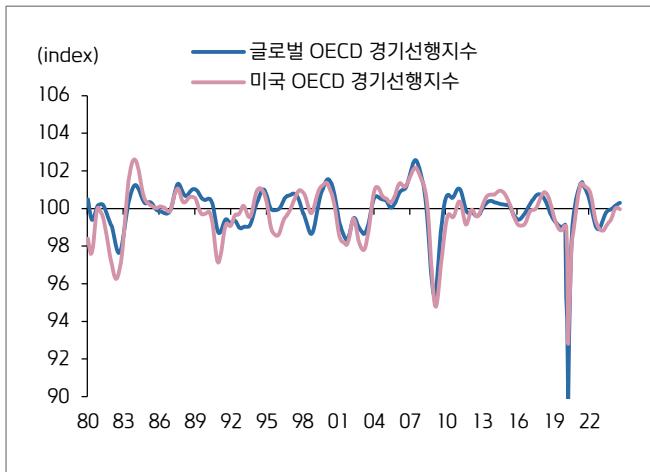
미 연준 경제 전망(2024년 9월 ver.)



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

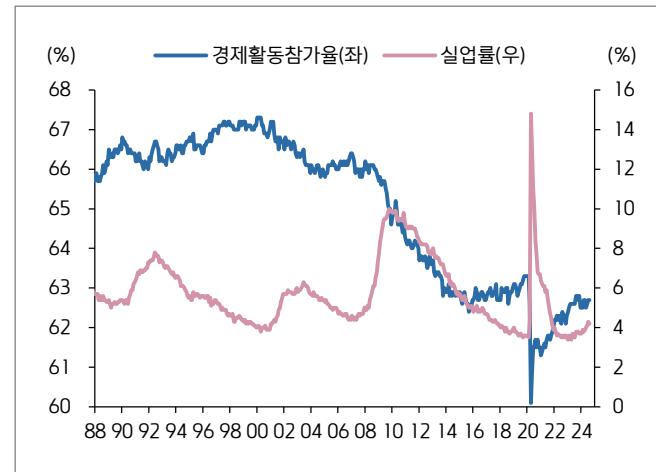
- ▶ 7월 실업률이 4.3%로 반등하면서부터 미국 경기 침체 리스크가 불거짐. 여기에 일본의 금리 인상 및 추가 인상 가능성까지 우려되면서 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려까지 더해지면서 시장 불안이 높아진 상황
- ▶ 경기 침체 리스크가 불거지고 있으나, 미국 고용과 제조업 경기를 제외하면 미국 소비와 재고 순환 등에서는 미국 경기 침체 가능성은 높게 평가하기 어려움. 물론 외부 충격이나 예상하지 못한 충격으로 경기 침체가 현실화될 수도 있겠으나, 미 연준의 금리 인하 등 대응 여력이 높다는 점은 미국 경기 연착륙 가능성을 높이는 요인인기도 함

OECD 경기 선행지수 추이



자료: OECD, 키움증권 리서치센터.

실업률과 경제활동참여율 추이

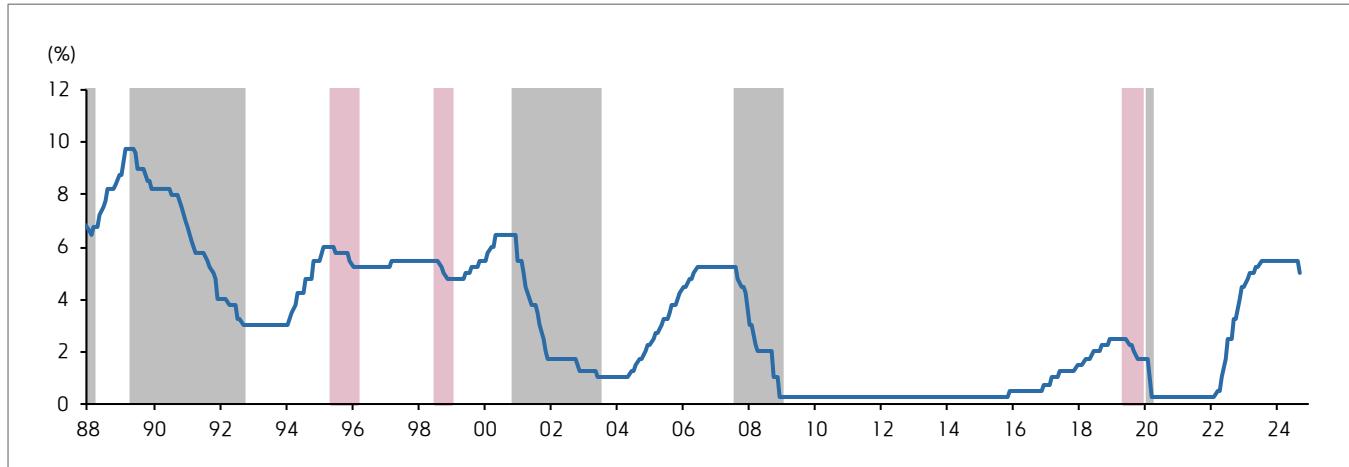


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

▶ 1988년 이후 7번의 금리 인하기를 겪었으며, 경기 수축 국면에서의 4차례와 경기 확장국면에서의 3차례로 나눠볼 수 있음

- 1) 경기 수축국면: 1989년 6월~1992년 9월(40개월, 675bp) / 2001년 1월~2003년 6월(30개월, 550bp)
2007년 9월~2008년 12월(16개월, 500bp) / 2020년 3월(1개월, 150bp)
- 2) 경기 확장국면: 1995년 7월~1996년 1월(7개월, 75bp) / 1998년 9월~1998년 11월(3개월, 75bp)
2019년 7월~2019년 10월(4개월, 75bp)

1988년 이후 정책금리 변화

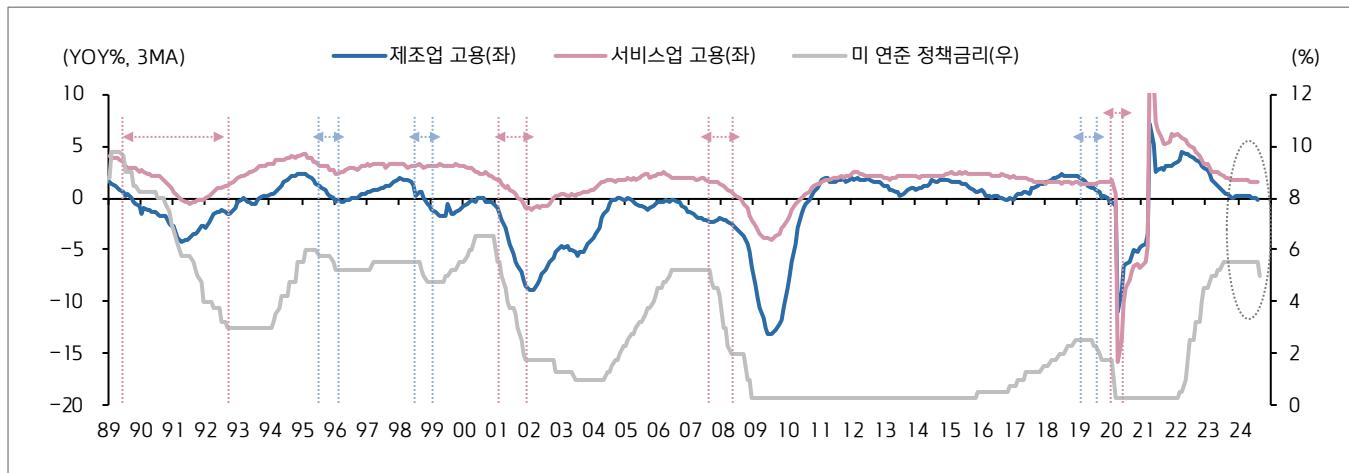


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

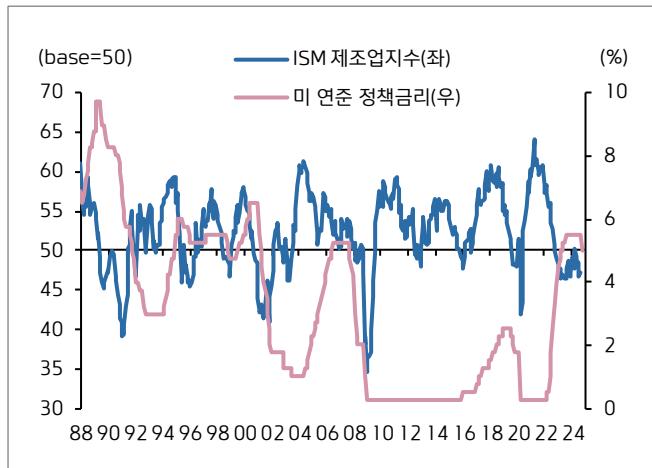
- ▶ 고용지표는 동행성을 띤다는 점에서 금리 인하와 관련해 선행 지표로 활용하기 어려우나 과거 금리 인하기의 고용 변화를 살펴보면, 경기 수축기와 확장기의 차이점이 있음. 경기 수축기의 인하 국면에서는 제조업과 서비스업의 고용이 동반해서 부진한 한편, 경기 확장기 인하 국면에서는 제조업 중심으로만 고용이 부진하다는 특징을 가짐
- ▶ 최근 또한 살펴보면, 제조업 고용은 부진한 흐름을 이어왔던 가운데, 서비스업은 점차 둔화되지만 견조한 흐름을 보여왔다는 점에서 급격한 고용 위축과 함께 경기 침체를 상정할 상황은 아니라는 판단임

1988년 이후 미 연준 정책금리와 고용 추이



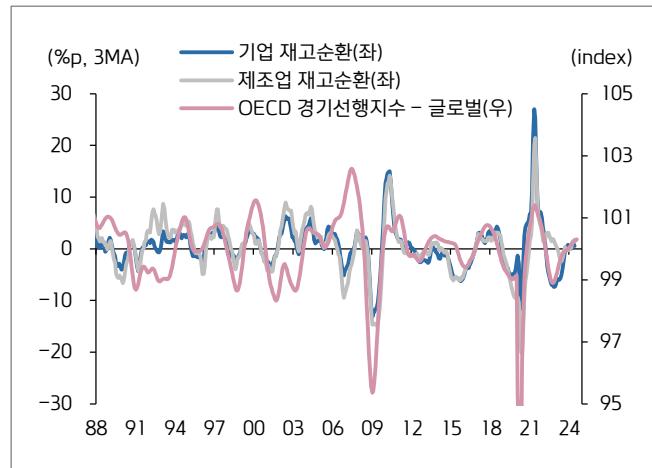
- ▶ 제조업 경기만 놓고 볼 땐 장기간 고금리 상황이 유지됨에 따른 영향을 지속적으로 받고 있는 것을 확인. 2024년 들어서 회복세를 보이기도 했으나, 다시 기준선인 50을 하회하는 국면을 지속하고 있다는 점을 고려할 때 고금리에 따른 제조업 경기 회복이 제약되고 있는 것으로 추정
- ▶ 다만 재고순환 지표를 통해 보면 경기 침체 우려는 과도함. 재고 조정을 마치고 다시 회복세를 보인다는 측면에서 보면, 오히려 제조업 경기는 바닥을 다지고 금리 인하와 함께 회복될 수 있음을 시사. 경기 전반의 위축에 따른 과거 경기 수축기의 금리 인하기를 상정하기 어렵다는 판단

1988년 이후 미 연준 정책금리와 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

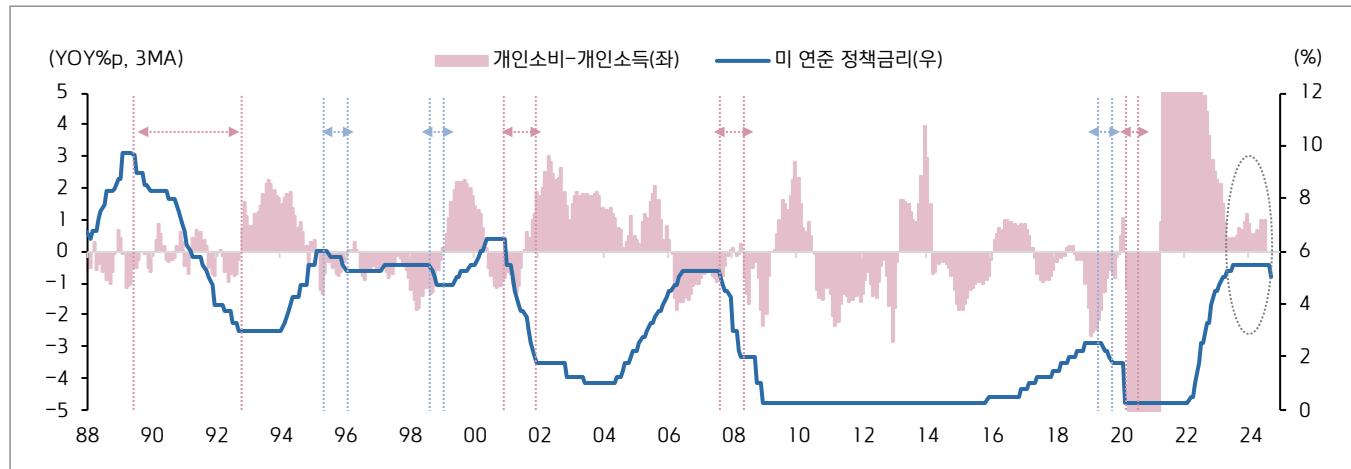
재고순환과 OECD 경기 선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 소비 측면에서 보아도 급격한 금리 인하 가능성은 낮게 평가. 물론 초과저축분 및 저축률 감소에 따라 소비 측면의 확장세를 기대하기도 어려운 국면인 것도 맞으나, 과거 금리 인하기 미국 소비는 소득보다 감소하는 추세에 있었다는 것을 알 수 있음
 - 경기 수축국면과 확장국면 관계없이 소비는 둔화되었던 구간에서 금리 인하 단행
- ▶ 향후 고용의 추가 둔화와 함께 소비 감소 가능성도 있으나, 여전히 소비가 소득을 상회하는 수준으로 견조하다는 점을 고려하면 미 연준의 여러 차례 빅컷 가능성은 가정하여 대응하는 것은 무리가 있다는 판단임

미국 개인소비 및 소득 증가율과 정책금리 추이

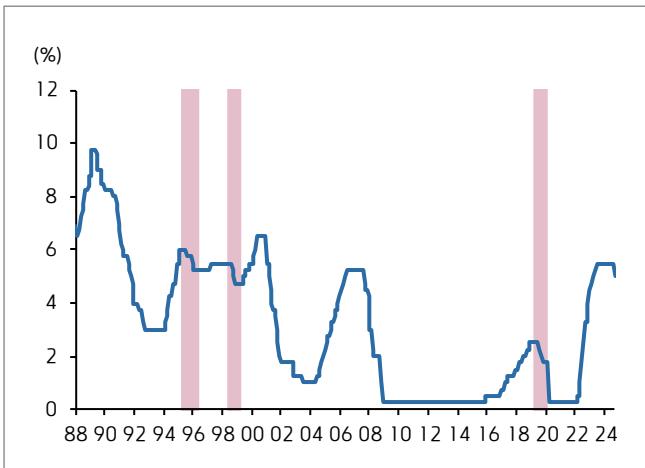


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 붉은색 점선 구간은 경기 수축기 금리 인하기, 푸른색 점선 구간은 경기 확장기 금리 인하기

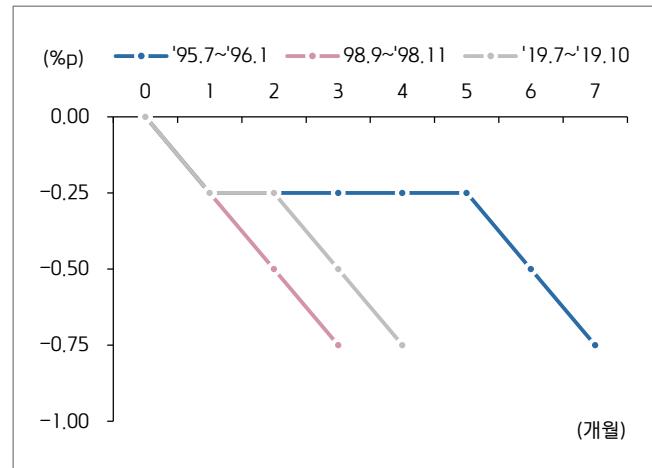
- ▶ 경기 연착륙과 점진적 금리 인하를 감안할 때, 현재 시장금리는 이미 모든 금리 인하를 선반영한 레벨로 볼 수 있을까? 우선 과거 추세를 볼 때 추가 금리 하단은 열려있음
- ▶ 경기 확장 국면의 금리 인하는 1) 단기간에, 2) 상대적으로 적은 폭이라는 특징이 있음. 경기 수축 국면에서의 금리인하는 최장 40개월까지도 이어지거나, 확장 국면에서는 3~7개월 사이에 종료되며, 75bp 수준의 금리 인하가 단행된다는 특징이 있음
 - 경기 확장 국면: 1995년 7월~1996년 1월(7개월, 75bp) / 1998년 9월~1998년 11월(3개월, 75bp)
2019년 7월~2019년 10월(4개월, 75bp)

1988년 이후 정책금리 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 분홍색 음영은 경기 확장기의 금리 인하

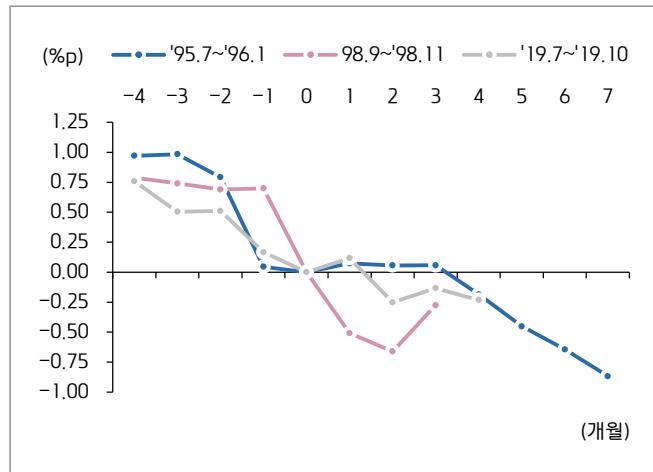
경기 수축 국면 금리 인하 속도 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 금리 인하 시작 직전월 = 0

- ▶ 금리 인하폭이 제한되었다는 점에서 시장금리는 1995년을 제외하면 금리 인하 마무리 단계 이전에 금리 하락세가 제한되었다는 특징이 있으나, 적어도 금리 인하 마무리 단계에서는 시작 전보다 낮은 수준에 머물렀음
- ▶ 과거 보다 시장의 반응이 정책보다 선행성이 강하고 빠르다는 특징이 있는 것도 사실이나, 향후 정책금리의 방향성이 불확실성이 상존하는 점은 레벨 부담에도 추가 하방 압력이 금리 인하 구간에서 추가적으로 진행되게 할 요인이 될 수 있다고 판단함

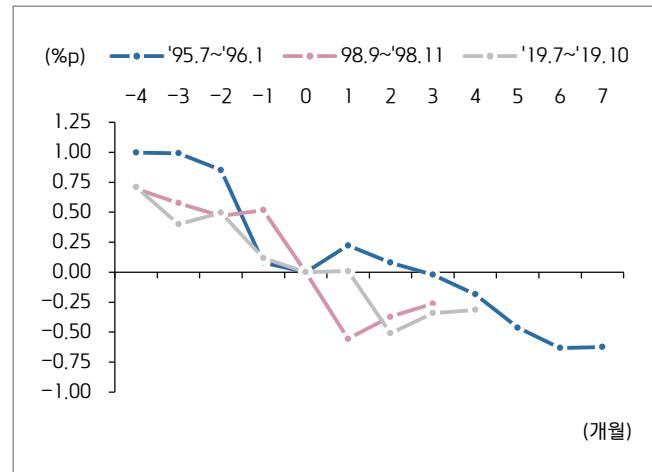
경기 확장 국면 금리 인하기 2년물 금리 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 금리 인하 시작 직전월 = 0

14 | 이번엔 다른가?: 9월 FOMC 이후 금융시장 점검

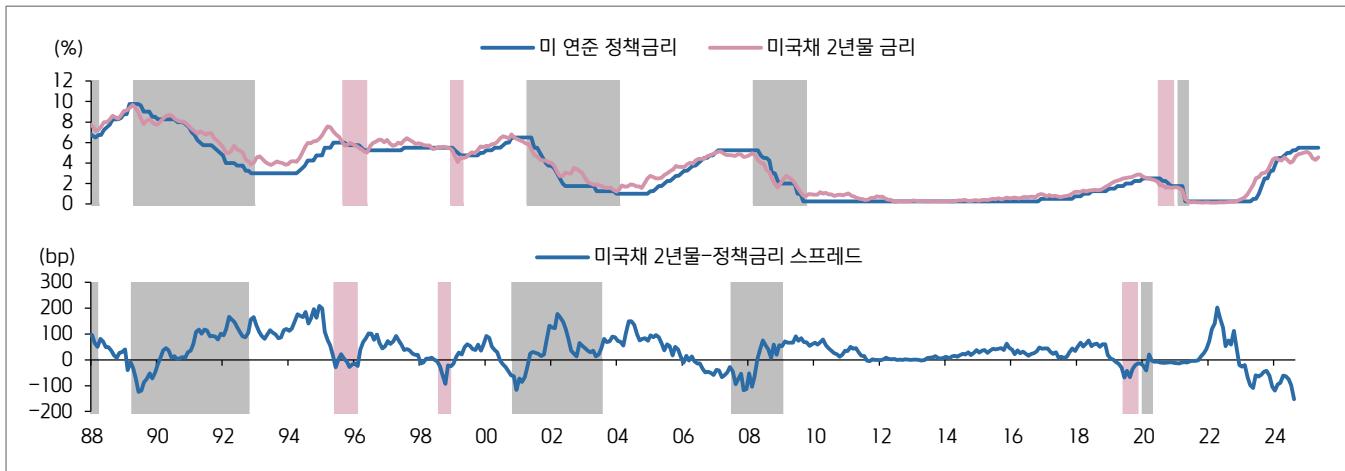
경기 확장 국면 금리 인하기 10년물 금리 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 금리 인하 시작 직전월 = 0

- ▶ 이미 미국채 2년물과 정책금리 스프레드가 150bp 가까이 역전된 상황에서 추가 금리 하락 가능성을 열어두는 것은, 금리 인하 과정에서 경기에 대한 판단으로 시장에 노이즈가 형성될 수 있다고 판단하기 때문임. 당사는 경기 연착륙을 끌어내는 금리 인하로 전망하나, 보험성 인하에 그친다는 정도의 평가는 후기에 평가할 수 있는 만큼, 시장금리는 경기 침체 우려를 반영하며 추가 하락 압력을 받을 수 있다는 것을 의미함
- ▶ 이는 미국채 2년물 금리의 과거 추세에서 확인 가능. 경기 침체기 중 시장금리는 초반에 기준금리를 하회한 이후 금리 인하 후반기 들어서는 기준금리를 상회한 구간에서 금리 인하 마무리. 다만 경기 확장기 중 시장금리는 기준금리를 하회한 상황에서 인하 사이클이 종료되고, 인하 마무리 직후 시장금리가 기준금리를 상회하는 양상이었음. 그만큼 보험성 인하에 그치더라도 경기 침체 리스크를 추가적으로 반영할 수 있다는 것을 뜻함

1988년 이후 정책금리와 2년물 금리 및 스프레드 추이

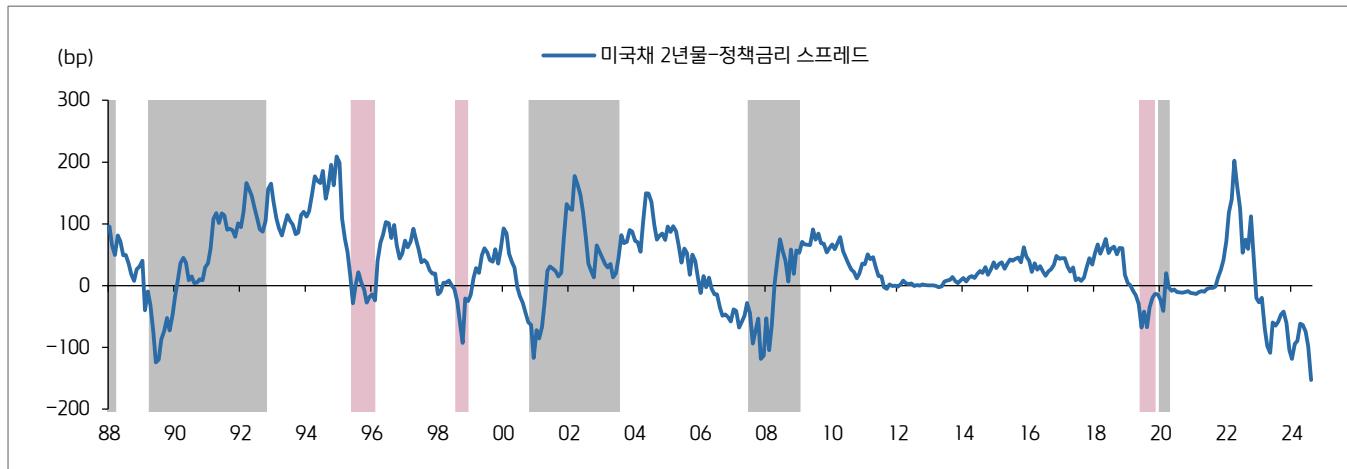


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 경기 침체 노이즈에 따라 추가 인하 가능성 또한 반영할 수 있다는 점을 고려하면, 이번 인하 사이클 구간에서 미국채 2년물 금리와 정책금리와의 차이는 연말까지 150bp를 중심으로 한 레인지에서 형성될 전망
 - 과거 보험성 금리 인하기에 기준금리보다 미국채 2년물은 최대 -90bp 가량 역전되었던 가운데, 현재는 이미 200bp 이상 역전되어 있음. 단, 과거 보험성 금리 인하기에는 기준금리 인하가 75bp 수준에 그쳤으나, 이번 금리 인하폭은 이보다 높은 수준(125bp)일 것으로 전망하며, 125~200bp 수준으로 역전될 수 있다고 판단
- ▶ 이를 고려하면 올해 연말 미국채 2년물 금리 수준은 연말 기준금리 4.75%에서 스프레드를 감안하면 3.25~3.50% 선으로 전망
 - 경기 침체 우려를 반영하는 과정에서 금리 인하 속도가 가팔라질 수 있다는 우려를 반영한다면, 3%선을 하회하는 수준까지도 하락할 수 있으나, 여전히 물가가 2%대를 상회한다는 점과 경기 연착륙 가능성성이 높다는 점을 고려, 3% 이하까지 하락할 가능성은 경기 침체 가능성과 유사하게 판단

1988년 이후 정책금리와 2년물 금리 및 스프레드 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 미국채 10년물은 과거 보험성 금리 인하기에 기준금리와 역전되었던 최대폭 수준이 -45bp. 평균은 28bp. 현재 이미 과거 경기 침체 금리 인하기 때 이상 수준으로 금리가 역전되어 있어 과거와 같은 수준으로 평가하기에는 어려운 부분이 있음
- ▶ 10년물 또한 이미 금리 인하를 선반영했다는 인식이 있으나, 경기 침체 노이즈를 감안 추가 하락 가능성 열어둘 필요. 현재 기준금리와의 역전되어 있는 수준에서 추가로 역전폭이 확대될 전망. 미국채 10년물 금리 연말 레벨은 2년물 금리와의 스프레드를 감안해 3.3~3.6% 레인지 형성 전망. 즉, 현재보다 추가 하방 압력 진행되면서 올해 말까지 채권 매수 전략은 유효

1988년 이후 기준금리와 10년물 금리 스프레드 추이

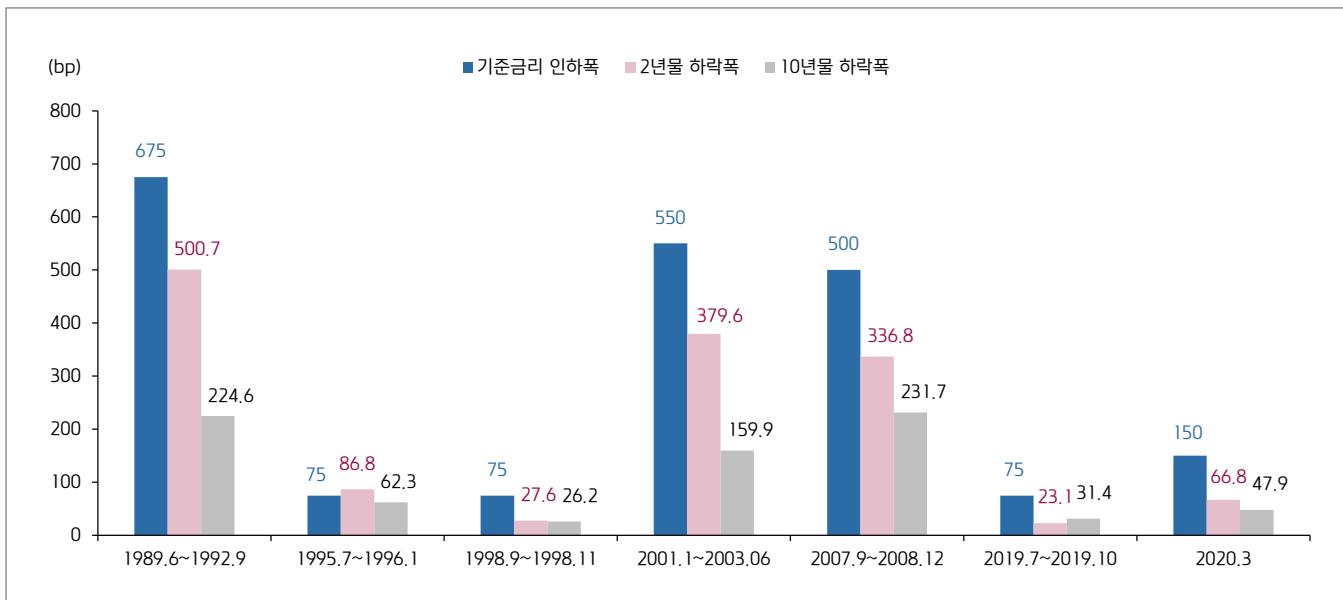


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 시장금리는 금리 인하기 이전부터 금리 인하를 반영하지만, 보험성 인하와 침체 대응 인하에 상관없이 인하기에는 금리 하락 압력을 받는 것이 일반적인 현상.
- ▶ 다만 금리 인하 대응 폭에 따라 10년과 2년 금리 하락폭이 다르게 나타나고, 과거 보험성 금리 인하 구간에서는 장단기 금리 하락폭이 비슷한 수준에 그쳤다는 것이 침체성 인하기와 비교할 때 나타나는 차이점임
- ▶ 이는 결국 보험성 금리 인하기의 장단기 금리차 확대는 제한적이라는 것을 의미함

1990년대 이후 금리 인하 구간 장단기 금리 하락폭

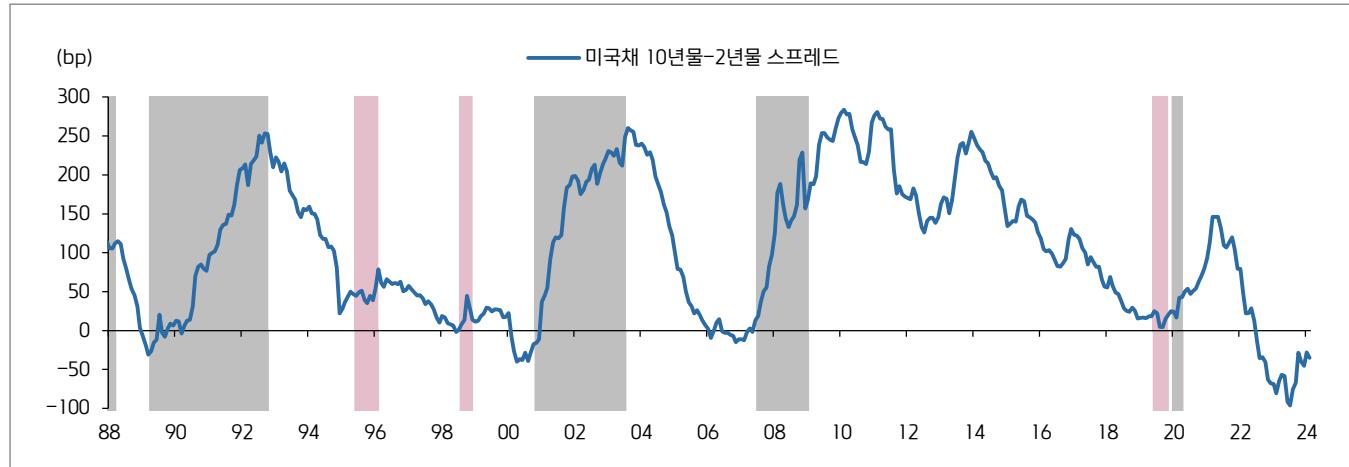


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 금리 인하기별로 장단기 금리차의 추세를 살펴보면 다음과 같은 특징을 가짐.

경기 수축 국면의 금리 인하기에서는 통화와 재정의 동반 확장 정책으로 장단기 금리차가 250bp 수준까지 확대되는 양상을 보였으나, 경기 확장 국면의 금리 인하기에서는 장단기 금리차 확대는 제한적임.
- ▶ 경기 확장 국면에서의 금리 인하 구간에서 금리 인하 단행은 장단기 금리차의 추가 축소를 막는 역할을 했으나 재정이 함께 뒷받침되는 구간은 아니었다는 점이 시장 금리 및 커브에 미치는 가장 주된 요인이었던 것으로 판단
 - 현재의 금리 인하의 원인이 경기 침체가 아니라 보험성이라고 가정한다면 과거와 유사하게 금리 인하 이후 커브 스티프닝 또한 제약적인 수준에 그칠 가능성이 높음

미국채 10년-2년 장단기 금리차 추이

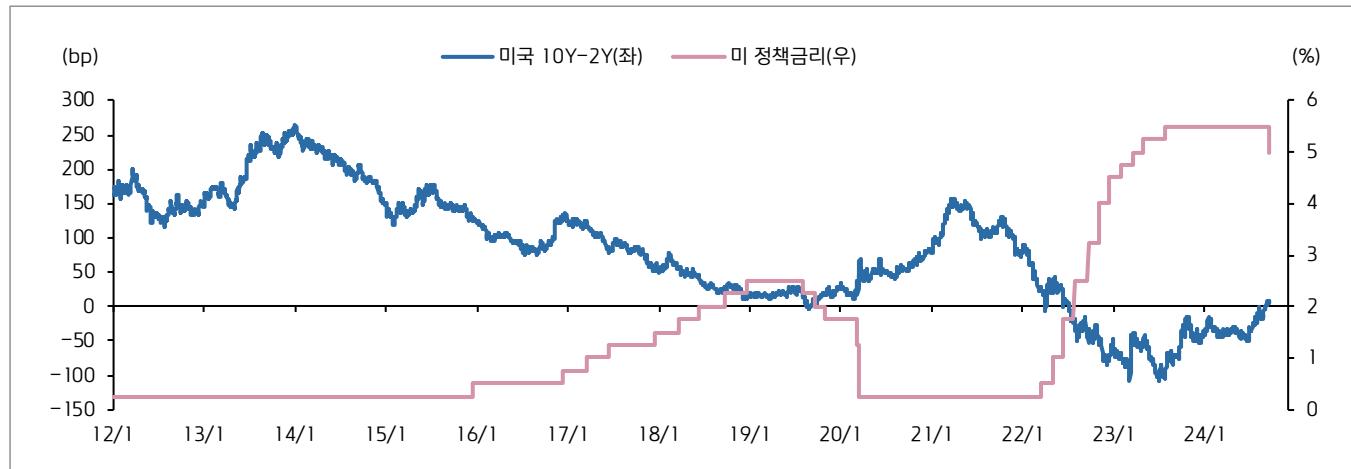


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 최근 미국채 10-2년 스프레드 등 장단기 금리차는 미 연준의 금리인하의 트리거가 고용 둔화 등 경기 침체 우려 등이라는 점에 반응하며, 예상보다 금리 인하폭이 가팔라질 수 있다는 점으로 확대되었음
 - 2024년 6월 10-2년 스프레드는 -49.48bp였으며, 최근 9월 18일 기준 8.1bp 수준으로 역전 해소
 - 2024년 6월 미 연준이 점도표 상 2024년 중 금리 인하폭이 1회에 그칠 것으로 제시하면서 장단기금리 역전폭이 확대되었으나, 최근 들어서는 경기 침체 우려가 불거지면서 미 연준의 금리 인하폭에 대한 기대치가 확대되는 것으로 변화했기 때문

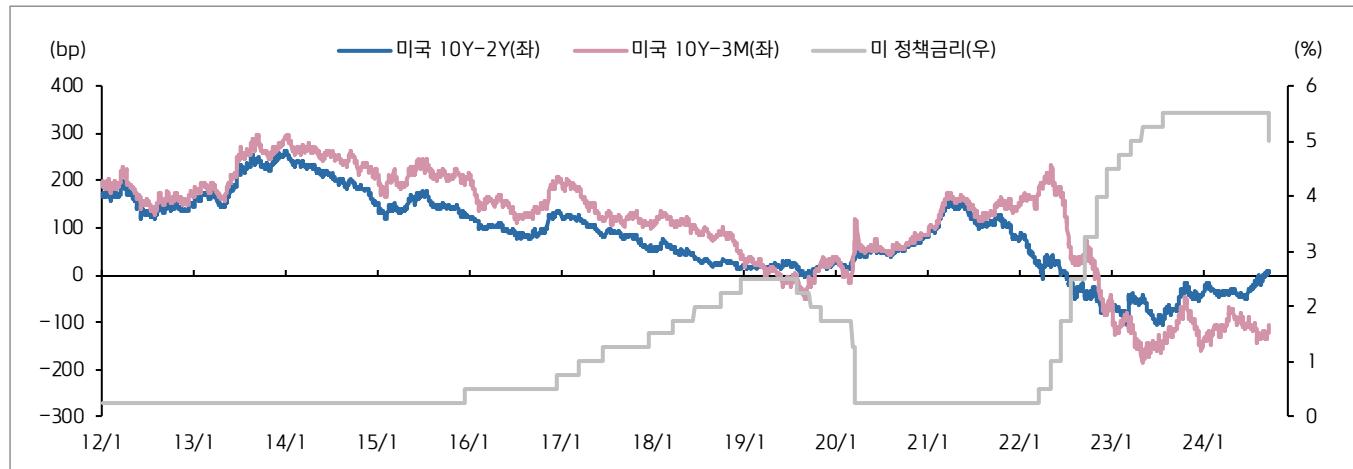
미국 장단기금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편, 10Y-2Y 스프레드와 10Y-3M 스프레드의 방향성은 다른 양상. 10Y-2Y 스프레드는 정상화 방향으로 나아가고 있으나, 10Y-3M 스프레드는 역전폭이 확대되는 등 축소되는 흐름 지속
- ▶ 이와 같은 현상에는 미 연준의 금리 인하폭이 가파르지 않을 것이라는 기대가 작용하고 있는 것으로 판단
 - 향후 2년의 시계열과 3개월 간의 시계열에서의 금리 인하폭 기대가 다르다는 점임
 - 경기 침체 우려로 50bp 인하 가능성을 반영했으나, 10Y-3M 스프레드에서 확인할 수 있음. 단기간 내 추가적으로 가파른 금리 인하 가능성은 제한적이라는 뜻
 - 즉, 미 연준의 금리 인하의 원인이 경기 침체보다는 보험 성격임에 여전히 기울여 있다고 판단

미국 장단기금리차 추이



자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

- ▶ 이번 미 연준의 금리 인하 사이클에서의 최종금리 수준을 4.00~4.25% 수준으로 가정한다면 미국채 2년물 금리 및 10년물 금리는 4분기 말 3.25~3.50% 수준에서 바닥을 형성한 이후 2025년 1분기 들어서는 추가 하락 보다는 금리 인하 레벨에 대한 재평가와 함께 반등할 것으로 전망함
- ▶ 경기 확장기 중 금리 인하기에서의 장단기 금리차 최대폭은 65bp였으며, 평균은 30bp. 금리 인하 후 반등하는 과정에서 QT의 종료와 미 재정 확대 정책 등의 영향이 상충될 것으로 판단하며, 이와 같은 상황을 고려하면 과거와 달리 장단기 금리차 확대폭은 50bp 수준에 그칠 수 있다고 판단.
- ▶ 정책금리 수준이 4% 내외에서 형성되고 추가 경기 위축이 없다면 10년물 금리는 1분기 후반부터는 정책금리 보다 높은 수준인 4% 이상으로 반등할 가능성은 배제할 수 없음

1988년 이후 장단기 금리차 및 시장금리 추이(10Y-2Y)

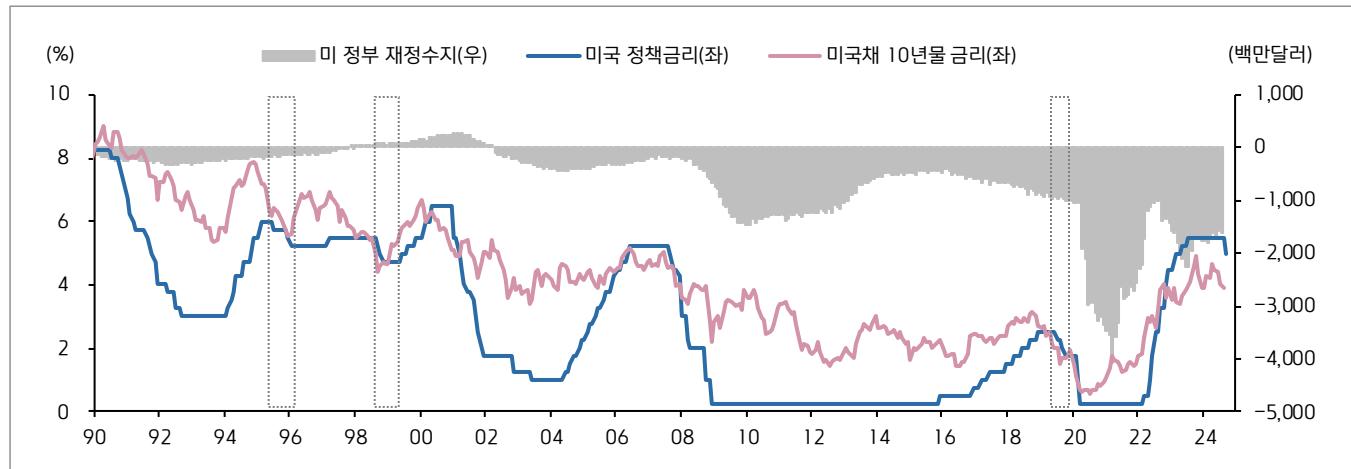


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 화색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 과거 보험성 인하 정책을 펼쳤던 시기는 2019년을 제외하면 재정수지 적자폭이 축소되거나, 흑자전환했던 시기였음. 그만큼 재정의 활용이 활발하지 않았던 시기였기에 장단기 스프레드 확대로 이어지지 않았던 것
- ▶ 11월 미 대선 이후 어떤 후보가 당선되는지 여부는 장단기 금리차의 추가 확대 여부를 결정하는 요인이며, 2025년 1분기 이후 시장금리가 통화정책보다 재정정책 변수의 영향권으로 들어올 수 있게 하는 요인임
 - 통화 완화 정책이 마무리된 이후 국채 발행 확대 등이 수반될 경우 공급 리스크에 따른 금리 상방 압력
 - 리스크 상존. 특히 미국 재정적자 기조가 지속되고 있는 점 또한 중장기적으로 미국채 금리의 텁프리미엄 상승 압력을 높이는 요인

미 정부 재정수지와 정책금리, 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 해리스 등장 이전에는 트럼프의 당선 가능성이 부각되면서 미 재정 정책 확대에 대한 기대 등으로 장기채 금리가 상승 압력을 받았으나, 해리스 등장과 민주당에 대한 지지율 반등 이후 대선 불확실성은 다시 높아진 상황임
- ▶ 아직 대선 국면을 예상하기 어려운 상황이나, 트럼프 당선 가능성이 재차 부각될 경우 장기채 중심으로 금리 상승 압력을 받으면서 커브 스티프닝 확대 예상. 장단기 금리차 60bp 이상으로 확대될 전망. 다만 해리스 당선 가능성이 높다면 커브 스티프닝 수준은 과거 보험성 금리 인하기와 유사한 수준으로 60bp 선이 최대폭일 전망
 - 해리스와 트럼프 모두 재정 확대 정책을 펼칠 것으로 예상되나, 트럼프는 법인세 인하 등으로 재원 마련은 국채발행이 될 것으로 예상됨. 반대로 해리스는 세수를 통한 재원 마련에 무게

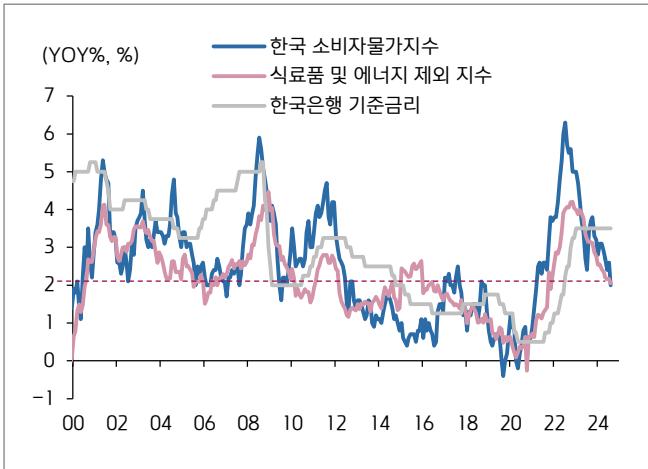
공화당과 민주당 대선 공약 비교

주요 이슈	민주		공화
대중국 전략	디리스킹 / 대중현행 관세 유지 / 공급망 전환 • 안정화 우선 수출 통제 강화(첨단분야 한정, 동맹 동참)		전략적 디커플링 / 수출통제 범위 확대(금융투자, 지식재산, 인력 등)
공급망 정책 기조	온쇼어링 + 니어 • 프렌드쇼어링 / 신뢰 동맹 • 파트너 역할 증대		온쇼어링 위주 / 자국중심 공급망
통상 정책 기조	다자간(Multi-lateral) / 인도태평양		양자간(Bi-lateral) / 보호무역주의
환경 정책	탈탄소 • 그린전환 / 기후변화 적극 대응		화석연료 산업 부흥 / 기후변화 회의론
제조업 보조금	생산	CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지	CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지
	소비	IRA 전기차 보조금 유지	IRA 전기차 보조금 축소(폐지)
외교 • 안보	중국 및 러시아 견제		중국 견제 우선
국내 경제 정책	정부 지출 확대 / 고소득층, 기업 세율 인상		전반적 감세, 규제 완화

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

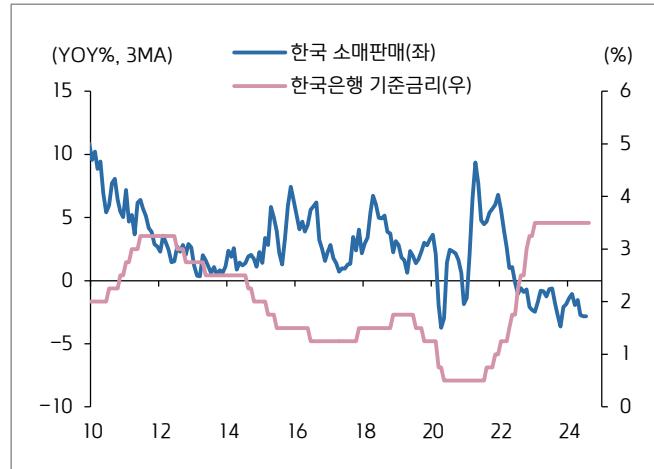
- ▶ 미 연준의 점진적 금리 인하 및 경기 연착륙 전망을 감안할 때, 한국은행은 올해 1회, 내년 2회 수준의 금리 인하에 나설 것으로 예상하며, 분기당 1회 수준의 점진적 금리 인하 단행 전망
- ▶ 한국 소비자물가 상승률이 물가 목표 수준인 2% 선으로 둔화되고 있으며, 소매판매가 2022년 이후 마이너스 성장세를 지속하고 있는 등 국내 내수 경기가 회복되지 못하고 있는 점을 고려하면 한국은행은 기준금리를 인하할 것으로 판단

한국 소비자물가 상승률과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

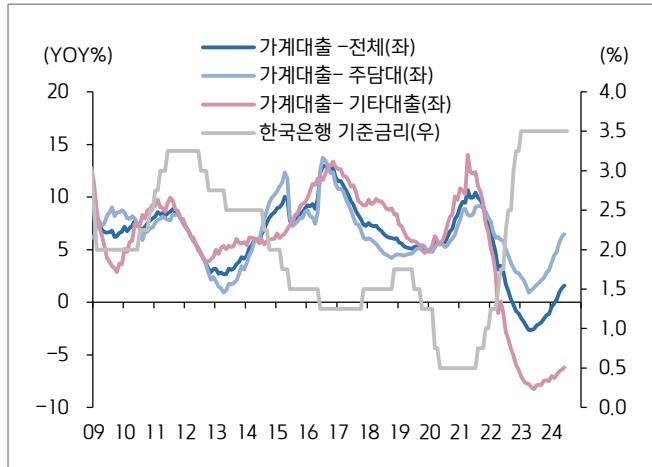
한국 소매판매와 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

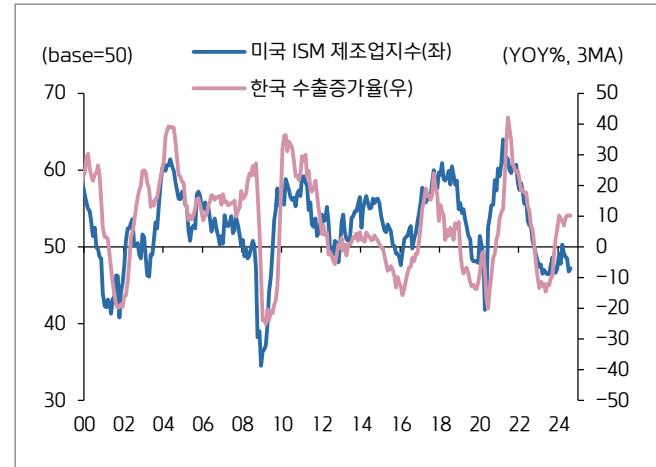
- ▶ 7월 한국은행 금융통화위원회 이후로 금융안정을 중요시해야 한다는 의견이 부각.
수도권 중심의 부동산 가격 상승과 함께 가계대출 증가세가 가팔라지고 있어 금융안정을 고려할 때
한국은행의 금리 인하 시기가 지연될 수 있다는 의견이 등장한 것
- ▶ 다만 한국 수출 증가세가 미국 ISM 제조업지수 둔화 등을 고려하면 성장세 지속이 제약될 수 있다는 점을
고려할 때 내수 및 수출 모두 둔화 압력을 보이는 구간인만큼, 한국은행의 금리 인하 속도 조절의 문제일 뿐
가계대출 증가세가 금리 인하 여부 자체를 제약시키는 요인은 아니라고 판단함
 - 미 연준의 금리 인하와 달리 약세 등은 한국은행의 정책 여력을 높이는 계기가 될 것으로 판단하며, 지속된
내수 부진 요인과 금융당국의 대출 규제 등 거시건전성 정책이 추진되고 있음을 고려하면 한국은행의 금리 인하
시점을 11월로 미루기보다는 10월에 단행하는 것이 적절하다는 판단임

한국 가계대출과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

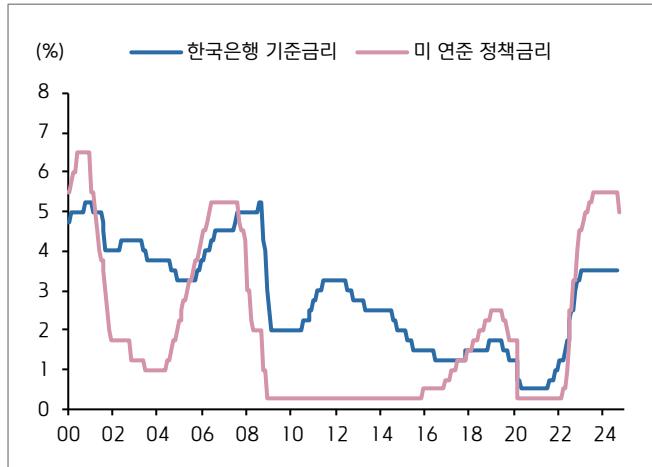
미국 ISM 제조업지수와 한국 수출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

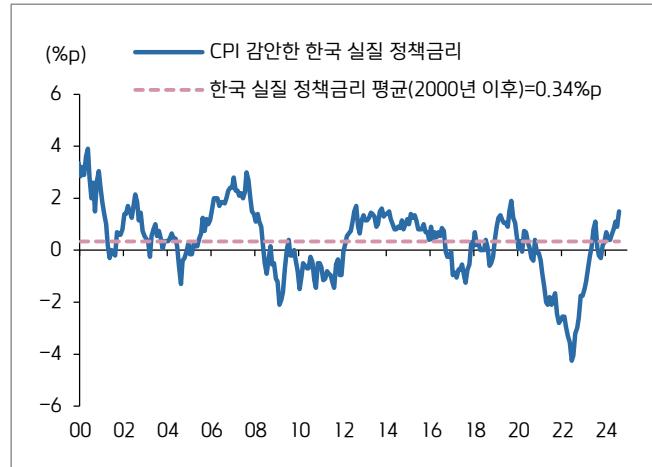
- ▶ 과거 한국은행은 경기 침체구간을 제외하면 정책금리 수준을 물가 수준보다 높게 책정해 실질금리 수준이 플러스 구간에 머물렀음. 현재 경기 침체 우려는 제한적이라는 점을 고려할 때 한국은행은 실질 정책금리 수준을 0 이상으로 형성해 물가 및 금융 안정을 모두 만족시키려 할 것으로 판단함
- ▶ 실질 정책금리의 2000년 이후 장기평균 수준은 0.34%p인 수치를 내년 한국은행 물가 전망치 2.1%에 대입하면 정책금리 하단은 2.4% 수준이 산출되는 가운데, 금융안정을 위한 정책 또한 강조하고 있다는 점을 고려시, 한국은행의 이번 금리 인하 사이클의 하단은 2.5%보다는 높은 2.75% 수준일 것으로 판단함

한국과 미국 정책금리 추이



자료: 한국은행, 미 연준, 키움증권 리서치센터

한국 실질 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 한국 시장금리는 기준금리 수준을 하회하며 역캐리 구간이 장기화되고 있음. 과거 한국 시장금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 구간이 지속된 경험은 보통 금리 인하 과정에서 발생한 바 있는데, 과거와 달리 인하 구간에 접어들기 전부터 역캐리 구간이 이어지고 있으며, 기준금리와 시장금리의 역전폭 또한 역대 최대폭 수준을 기록하고 있음
- ▶ 이미 기준금리 인하를 반영한 금리 레벨이라는 점을 감안하면, 금리 인하 단행 이후 시장금리의 추가 하락세가 제약될 가능성성이 높아보임. 다만 앞서 살펴본 미국과 마찬가지로 금리 인하 과정에서 침체인지 연착륙인지를 확인하는 과정을 거쳐야 하는만큼, 금리 인하 단행 이후 빠르게 통화정책 효과가 소멸되지는 않을 것으로 판단
- ▶ 앞서 과거 평균과 비교한 실질 정책금리 수준이 2.4% 수준임을 감안하면, 정책금리 인하의 하단이 2.75%인지, 2.5%인지를 확인하는 과정을 거칠 것으로 판단. 그 과정에서 3년물 금리는 내년 초 하단은 2.7% 이하로 평가

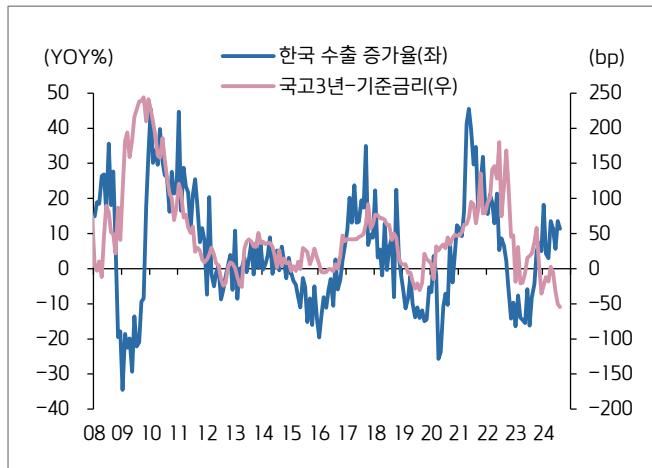
국고 3, 10년 기준금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

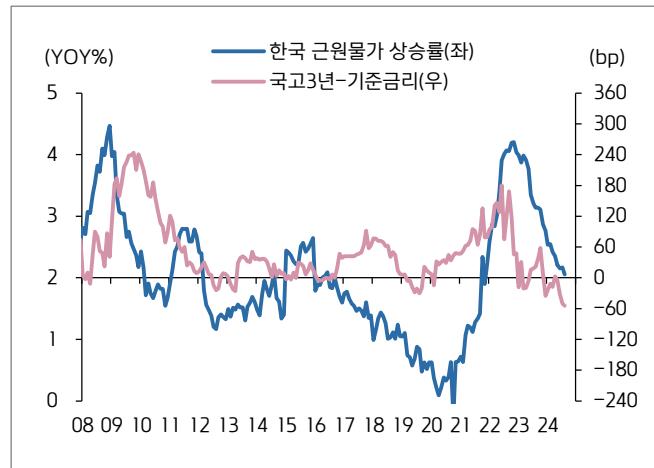
- ▶ 한국은행의 기준금리 수준이 2.75%까지 갈 수 있다는 가능성을 일부 반영하고 있는 가운데, 경기 침체 수준이 아니라면 이를 하회하는 수준으로 금리 인하가 단행되기는 어렵다는 판단임. 그 과정에서 금리 인하를 기대하며 하락했던 시장금리는 내년 초 이후로는 조정을 보일 가능성도 염두에 두어야 함
- ▶ 수출 둔화 우려가 있으나, 마이너스 성장으로 급격히 선회할 가능성이 낮다는 점을 감안하면, 선제적으로 낮아진 시장금리의 추가 하락이 제한될 가능성도 배제할 수 없으며, 근원물가 또한 2% 구간에서 등락을 이어갈 수 있다는 점을 고려하더라도 한국은행의 금리 인하폭이 시장 기대보다는 제약될 가능성이 있음

한국 수출증가율과 국고 3년-기준금리 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

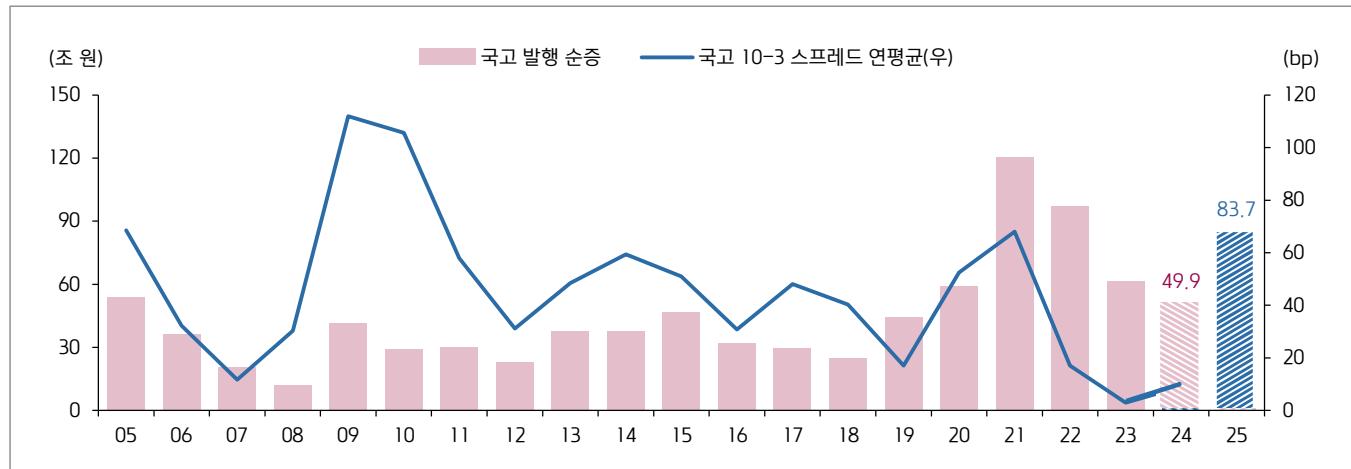
한국 근원물가 상승률과 국고 3년-기준금리 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 내년에 급격하게 증가하는 국채 발행량을 국채 시장에서 소화해낼 수 있는지도 관건임.
올해 WGBI 편입에 실패하더라도 내년에 편입된다면 이를 외국인 수급으로 일부 해소할 수 있는 기대도 있으나, 전년도에 비해 급격하게 늘어나는 물량인 만큼 공급 리스크가 수시로 부각될 수 있는 환경임
- ▶ 더 나아가 미 대선 이후 미국 재정 정책 확대에 대한 우려도 있어 대내외 국채 공급 리스크 및 텁프리미엄의 상승 우려가 수시로 부각될 것으로 판단. 앞서 지적한 바와 같이 재정정책의 영향권으로 국내 금리 또한 내년 1분기 이후로는 들어올 것으로 봄. 결국 1분기를 지나면서는 통화정책으로 인한 강세 요인이 소멸되고 재정정책으로 인한 상승 압력에 노출되는 구간으로 내년 1분기 이후로는 단기 중심의 포지션 구축 필요하며 수급에 따른 커브 스티프닝 가능성 높음

국고채 발행 순증 물량과 국고 10-3 스프레드 평균 추이



자료: 기획재정부, 기움증권 리서치센터
주: 2024년 스프레드 평균은 YTD 평균

2. 원자재:

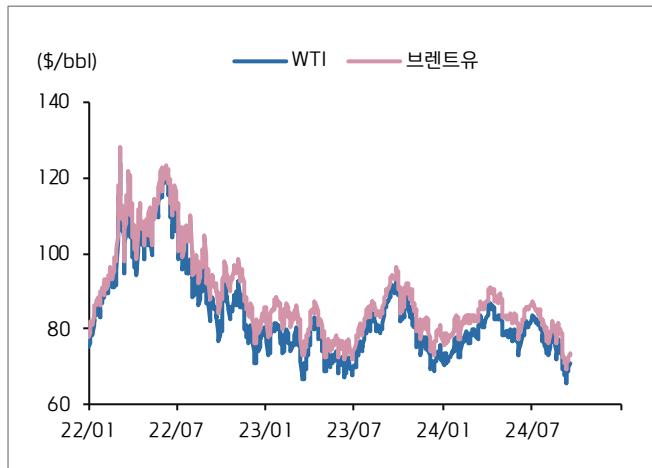
배럴당 \$70, 새로운 상단일까?

디지털자산/원자재 심수빈
sb.shim@kiwoom.com



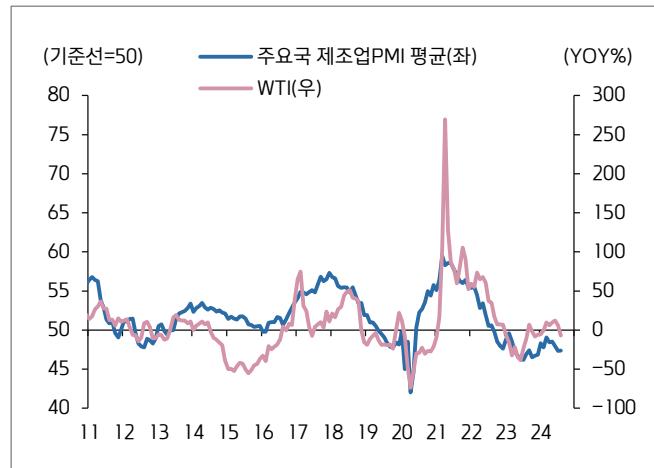
- ▶ 중동지역 정세가 불안정하나 실제 원유 생산 차질 부재로 중동 이슈가 유가에 미치는 영향 제한
 - 이스라엘-헤즈볼라 간 군사적 충돌, 이스라엘-하마스 휴전협상 지연으로 중동 지정학적 리스크 상존
- ▶ 이런 가운데 주요국 경제지표도 부진하게 발표되며 수요 불안 재부각, 유가 하방 압력 강화
 - 중국의 제조업 PMI가 5월부터 기준선(50)을 하회하고, 2분기 경제성장을 부진에 중국 경기 우려 강화
 - 또한 미국의 7월 ISM 제조업지수와 고용지표도 부진하게 발표되면서 미국 경기 경착륙에 대한 경계감 확대

최근 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 제조업 PMI와 국제유가 추이



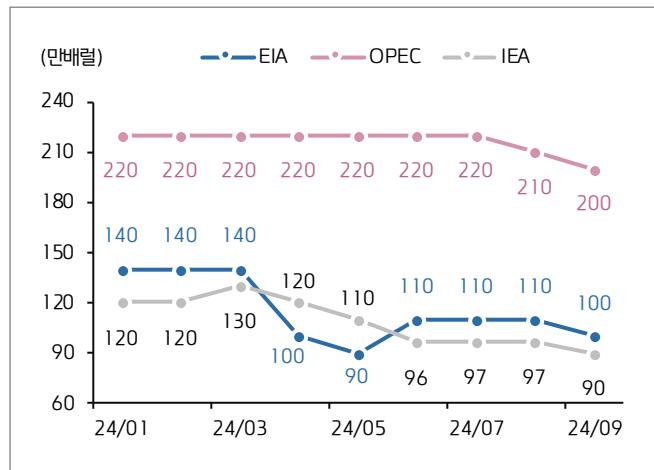
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 / 주: 주요국은 미국, 유로존, 중국

02.

주요국 경기 우려가 글로벌 원유 수요 전망에 미치는 영향

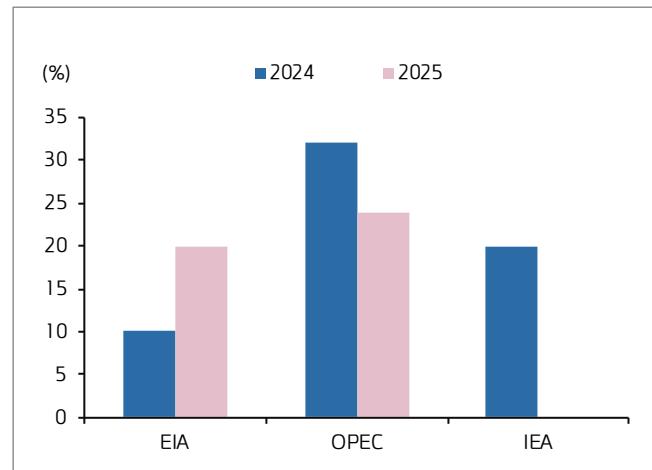
- ▶ 주요에너지기관이 월간 보고서를 통해 발표한 2024년, 2025년 글로벌 원유 수요 전망은 중국 경기 회복과 미국 경기 연착륙을 전제로 하고 있음
- ▶ 이에 중국과 미국의 지표 부진과 경기 우려는 주요 에너지기관의 수요 전망치에 변화를 줄 수 있는 이슈
 - 기관별로 차이는 있지만 '24년, '25년 글로벌 원유 수요 증가 전망치에서 중국 수요가 차지하는 비중은 20% 이상
 - 특히 OPEC은 2024년 글로벌 원유 수요 증가 전망치를 발표한 시점부터 전망치에 변화를 주지 않았지만, 8월, 9월 2개월 연속 이를 하향. OPEC은 전망치를 조정한 이유 중 하나로 중국 석유 수요 증가에 대한 기대 완화를 언급

주요 에너지기관 2024년 수요 증가 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 원유 수요 증가분에서 중국이 차지하는 비중

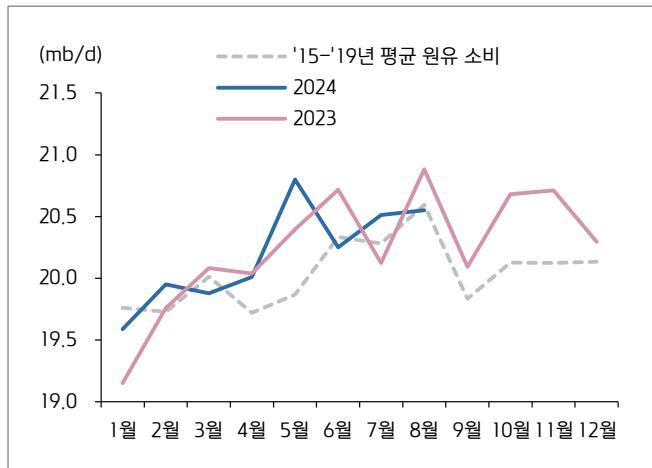


자료: EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터

03. 미 원유 소비량, 지난해와 큰 차이 부재

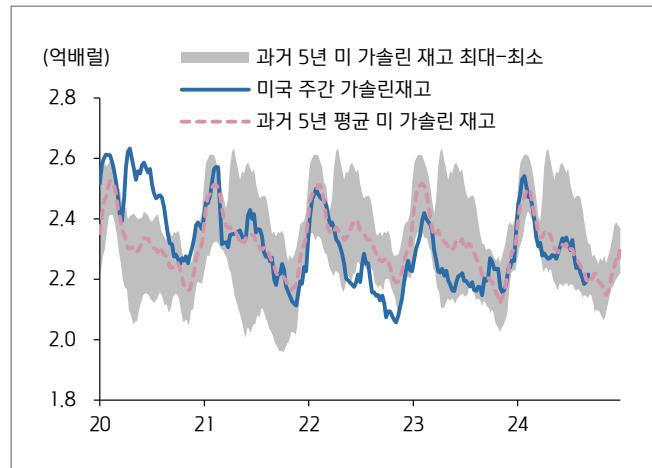
- ▶ 최근 미 경기 침체 우려가 높아진 상황이나 2024년 미국의 월별 원유 소비량이나 미국의 주간 가솔린 재고 추이 등 수요 관련 지표는 여전히 견조
 - 2024년 미국의 원유 소비량은 2023년과 크게 다르지 않고, 주간 가솔린 재고도 5년 평균 수준을 하회 미 드라이빙 시즌 종료에 따라 가솔린 재고 반등 가능성은 열어두나, 5년 평균 수준을 크게 넘어서는 증가세가 동반되지 않는다면, 미국 원유 소비 위축에 대한 우려를 자극하지 못할 것으로 보임
 - 이러한 흐름을 감안하면, 현재 유가에 미국 원유 수요에 대한 우려를 과도하게 반영하고 있는지 살펴볼 필요

미국 월별 원유 소비량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주간 가솔린재고 추이



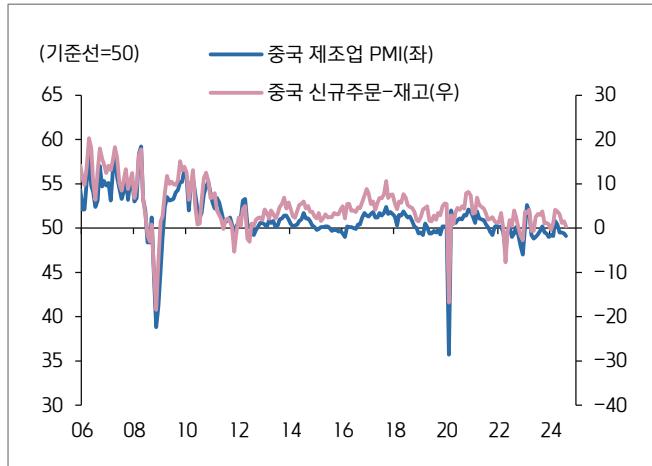
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

전년보다 줄어든 중국의 원유 소비와 원유 수입

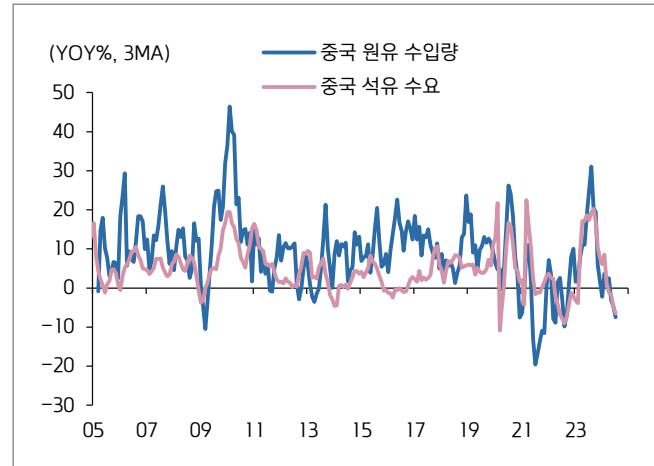
- ▶ 중국 인민은행이 금리를 인하하고 중국 정부의 부양 기조가 이어지고 있으나 중국 경기에 대한 우려는 해소되지 못하는 상황
 - 중국 제조업 PMI는 5월부터 꾸준히 둔화되었고 최근 발표한 중국의 실물 지표도 전반적으로 시장 예상을 하회
- ▶ 중국의 석유 소비와 석유 수입은 전년동기대비 줄어들었으며 감소폭도 점차 확대. 이러한 흐름은 중국의 견조한 원유 수요 기대 약화로 연결
 - 지난해 중국의 석유 소비 및 수입 증가에 따른 역기저효과도 수치에 어느정도 영향을 주었을 것으로 보이지만, 미국과 달리 중국의 석유 소비량은 2024년 3월, 원유 수입량은 2024년 5월부터 꾸준하게 감소

중국 제조업 PMI와 신규주문-재고 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 석유 소비와 석유 수입

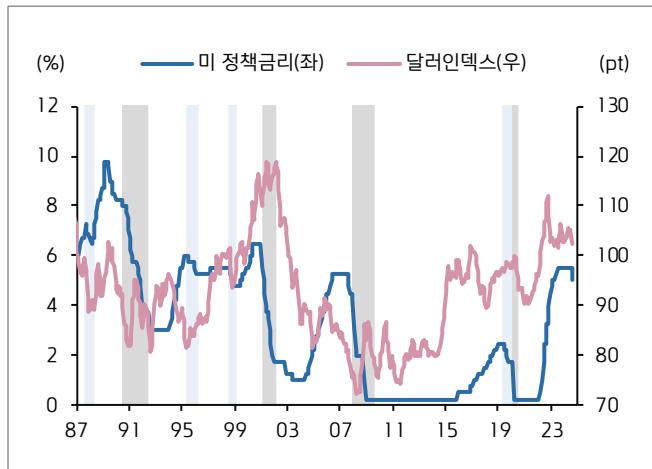


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05. 미 연준의 금리 인하와 국제유가①: 미 경기 침체를 동반한 금리 인하

- ▶ 중국 경기 우려가 단기간 내 완전하게 해소되기는 어려워 보이고 미국 드라이빙 시즌도 종료된 만큼 수요 불안을 완화시켜 줄 요인이 없는 상황. 그러나 이를 재차 확대 시킬 이유 또한 부재
 - 미 연준이 9월 FOMC를 기점으로 금리 인하 사이클에 들어간 점을 고려하면, 미 경기 침체 우려는 점차 완화될 여지가 있기 때문. 또한 중국 인민은행의 경우 미 연준의 금리 인하로 추가 금리 인하에 대한 부담도 줄어들 수 있음
- ▶ 미 연준의 정책금리 인하가 실제 원유 수급 변화를 의미하는 것은 아님. 1987년부터 최근까지 진행된 미 연준 금리 인하 기간의 유가 흐름을 비교해보면, 경기 여건, 수급, 달러화, 채권금리 등에 따라 다름
- ▶ 다만, 미 경기 침체를 동반한 미 연준의 금리 인하 기간 유가는 원유 수요 위축으로 모두 하락

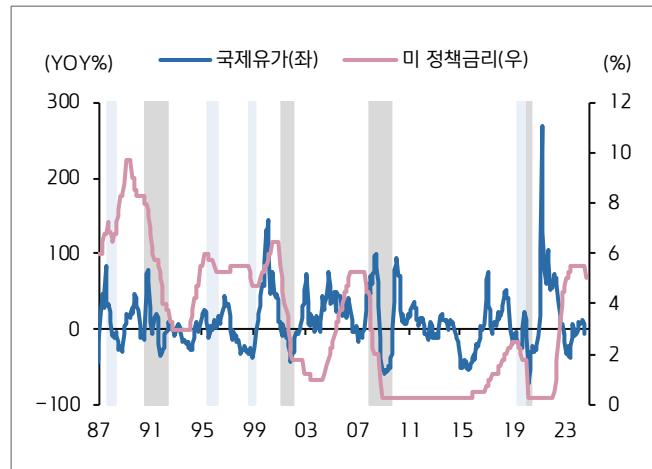
미 정책금리와 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 하늘색 음영은 미 연준 보험성 금리 인하, 화색 음영은 미 경기침체

미 정책금리와 국제유가 추이

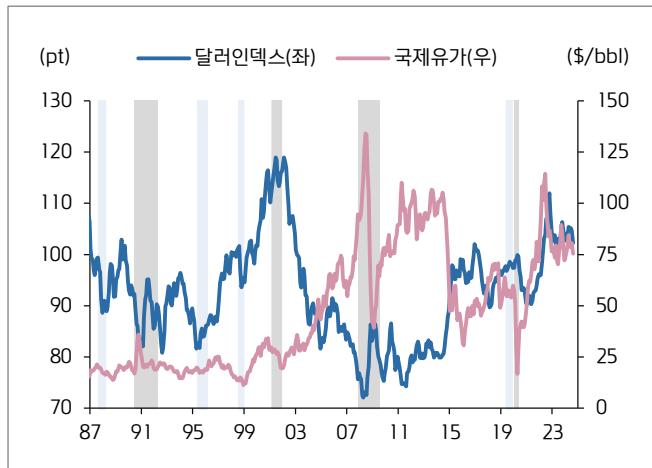


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 하늘색 음영은 미 연준 보험성 금리 인하, 화색 음영은 미 경기침체

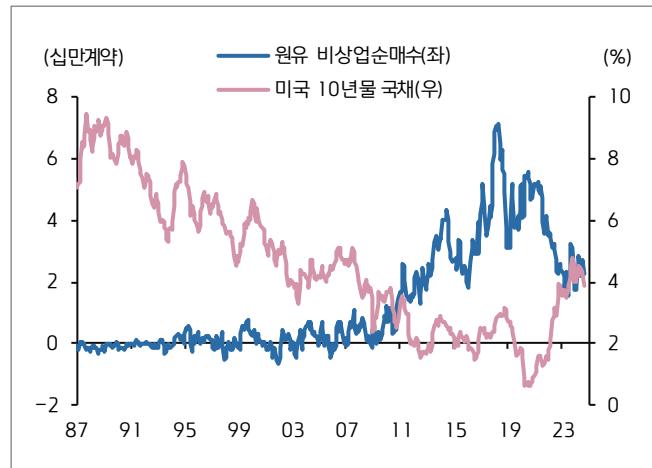
- ▶ 반면, 경기 침체를 동반하지 않은 미 연준 금리 인하 기간 동안의 유가는 모두 다른 모습을 보임
 - 1987년 이후 최근까지 미 연준이 보험성 금리인하에 나선 시기는 1987년, 1995년, 1998년, 2019년 총 네 번이며 이 중 미 연준의 금리 인하 기간 중 유가가 상승한 사례는 1995년으로 한정
 - 1987년은 공급 증가, 1998년은 아시아 금융위기 등에 따른 수요 부진 영향에 유가 하락. 2019년은 미-중 무역분쟁과 미국 산유량 증가, OPEC+의 감산 등 유가 상승 및 하락 이슈가 혼재되면서 횡보
- ▶ 만약 미 연준의 금리 인하로 미 경기 침체 우려가 진정되고, 미 채권금리의 하방 압력도 이어진다면 2024년 말 유가는 현 수준보다 높을 것으로 전망
 - 경제전망 개선, 달러 약세 등은 원유에 대한 예비적 수요와 투기적 수요를 모두 자극할 수 있기 때문

달러인덱스와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 하늘색 음영은 미 연준 보험성 금리인하

미국 10년물 채권금리와 원유 비상업 순매수

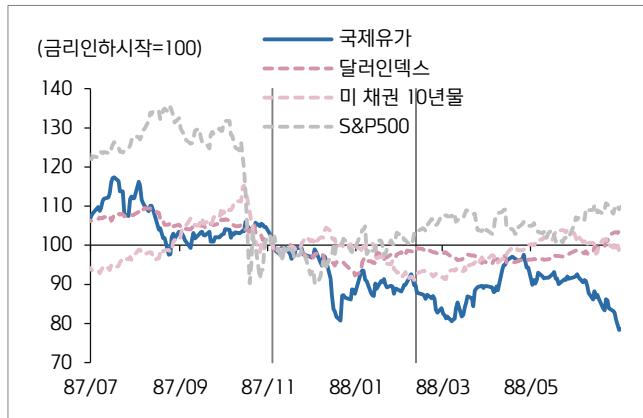


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

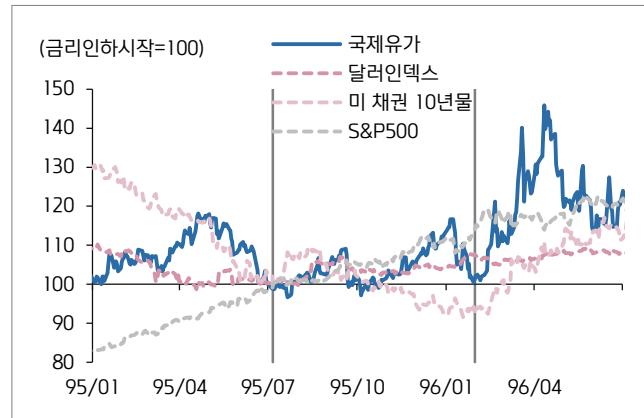
참고

과거 미 연준의 보험성 금리 인하 당시 유가 등 주요 가격지표 흐름

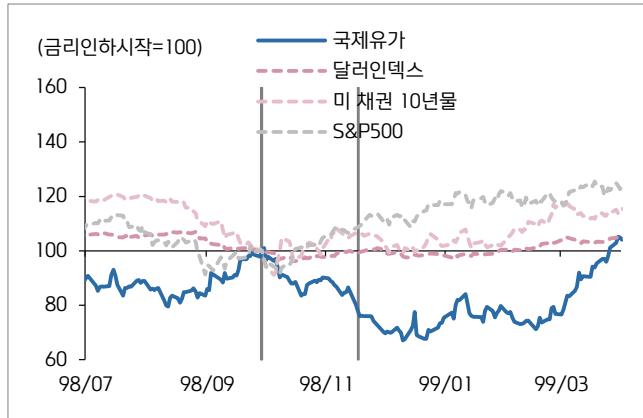
1987년 10월



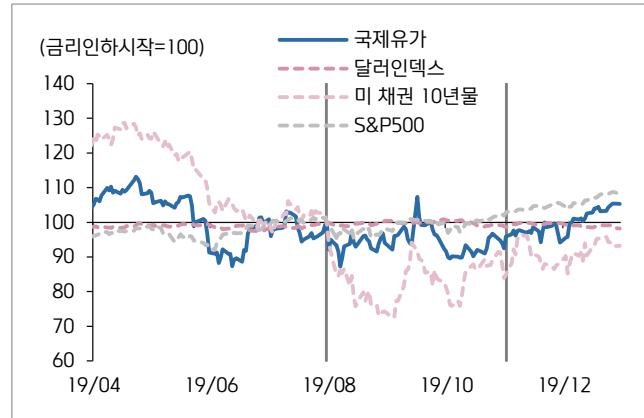
1995년 7월



1998년 9월



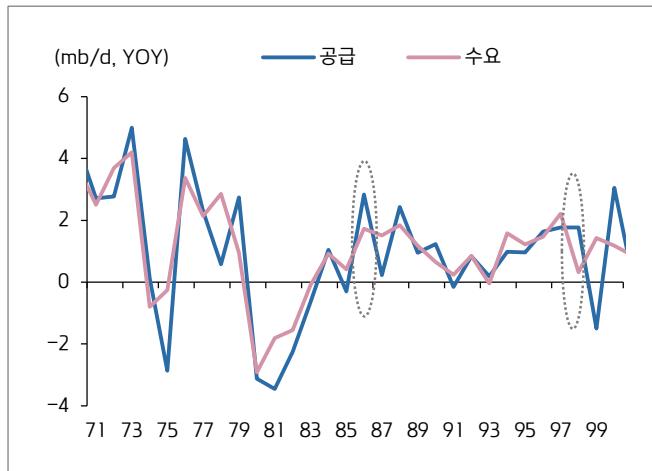
2019년 7월



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

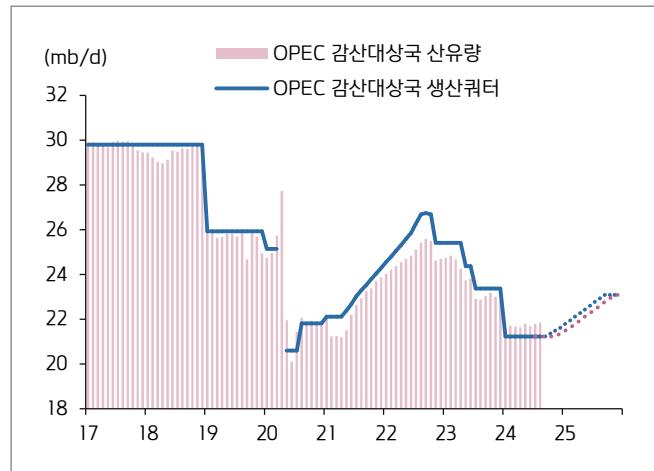
- ▶ 미 연준의 FOMC 이후 주요국 경기와 원유 수요에 대한 관심이 진정될 시 유가가 빠르게 최근 낙폭을 축소할 것으로 보는 이유는 공급 여건이 크게 달라지지 않았기 때문임
 - 과거 사례를 살펴보면, 미 연준의 선제적인 금리 인하에도 유가가 하락했던 시기는 공급 과잉 우려 상존
 - 1987년은 북해 등 비OPEC의 원유 생산량이 급증하면서 OPEC이 점유율 경쟁에 나서는 등 공급 빠르게 증가
1998년의 경우 1997년 아시아 금융위기로 신흥국 원유 수요 증가세 둔화되며 공급 증가가 수요 증가를 상회
- ▶ 최근 OPEC+는 WTI가 배럴당 \$70을 하회하는 등 최근 유가가 연초보다 낮은 수준으로 내려가자 증산 연기
 - 2024년 6월 OPEC+는 10월부터 자발적 감산 규모를 점진적으로 축소할 것으로 결정했으나, 11월까지 현 산유량을 유지하고 12월부터 감산 규모 축소를 시작할 것으로 발표

2000년대 이전 글로벌 원유 수요와 공급 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터 추이



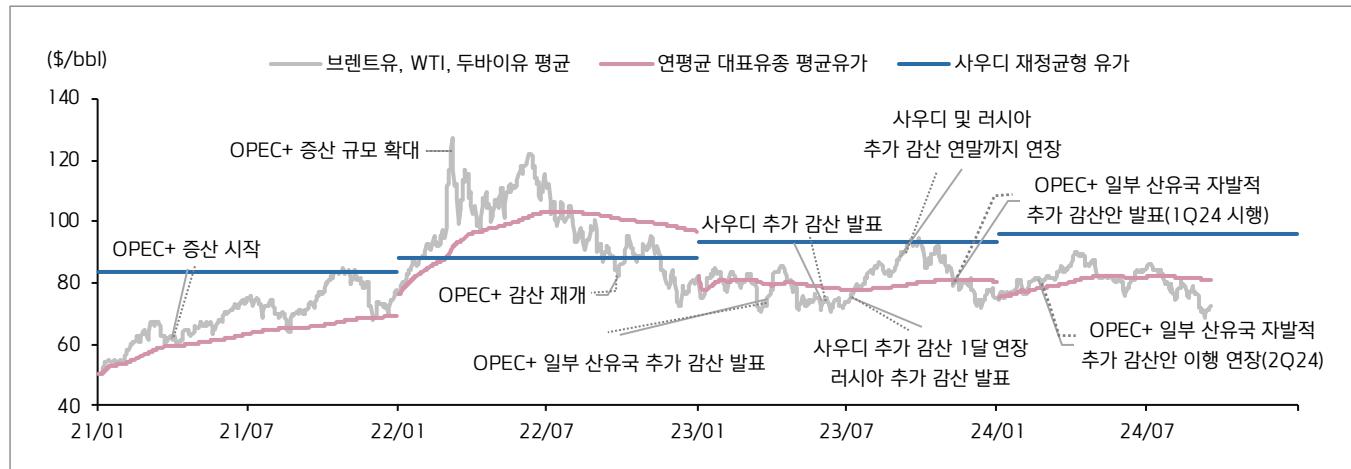
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 파란색 점선은 기존 생산 계획, 분홍색 점선은 9월 중 수정된 생산 계획

08. 사우디, 유가에 무게를 둔 생산 전략 유지

- ▶ 2022년 이후 OPEC+의 공식적인 감산 발표는 없었으나 일부 산유국을 중심으로 자발적 감산안을 발표 이를 주도한 국가는 사우디이며 현재 사우디의 원유 생산 전략이 유가에 무게를 두고 있다는 점을 시사
- ▶ 사우디는 OPEC 산유국 중 생산 여력이 가장 큰 국가인 만큼 단기간 내 급격한 증산도 가능한 상황 사우디가 점유율 상승을 목적으로 생산 전략을 바꾸는 경우 글로벌 원유 공급 여건에 큰 영향을 줄 것으로 전망하나, 여전히 유가 중심의 생산 정책을 유지하는 것으로 보임
 - 2024년 8월 기준 사우디의 생산가능 산유량은 일평균 1,200만 배럴로 약 일평균 300만 배럴의 추가 원유 생산 가능

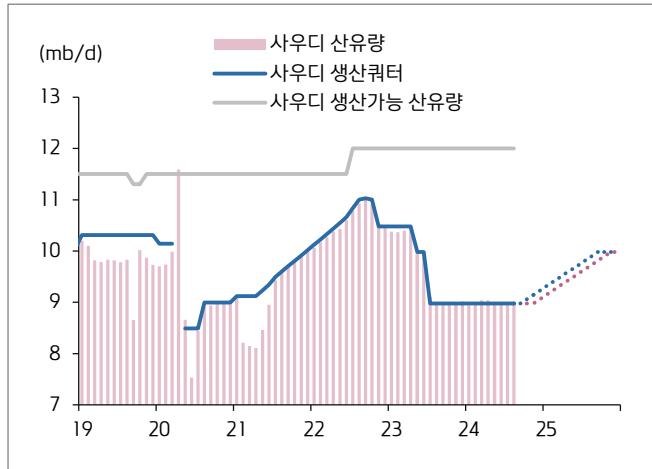
코로나19 이후 대표유종 평균 유가와 사우디 재정균형 유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 사우디는 감산이 가파른 유가 상승으로 연결되지 못하는 상황에도 꾸준히 생산 쿼터를 준수하고 있고 유가의 하방 압력이 높아지는 시기에는 추가 감산이나 증산 연기를 통해 타이트한 수급 여건을 유지
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)은 9월 단기에너지시장보고서(STEO)를 통해 OPEC+의 증산 연기에 따라 2024년 4분기 원유 재고가 예상보다 더 크게 줄어들 것으로 전망
 - EIA는 8월 STEO보고서를 통해 2024년 글로벌 원유 재고가 각각 일평균 60만 배럴 줄어들 것으로 전망했지만 9월 보고서에서는 이를 일평균 90만 배럴 감소로 상향 조정

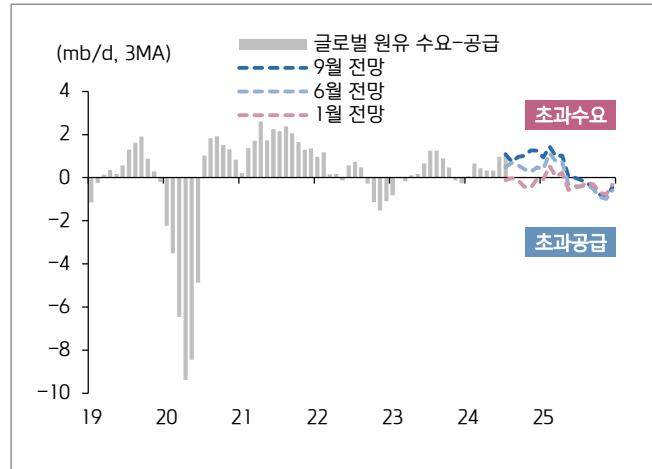
사우디 산유량과 생산 가능 산유량, 생산쿼터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 파란색 점선은 기존 생산 계획, 분홍색 점선은 9월 중 수정된 생산 계획

EIA의 글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망

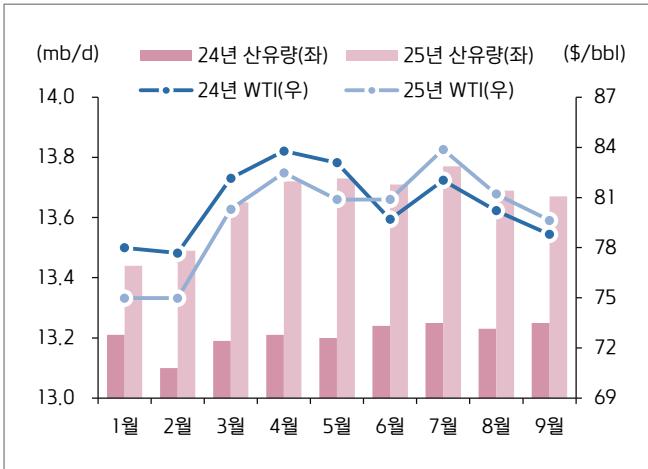


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 유가 흐름에 민감한 미국 산유량

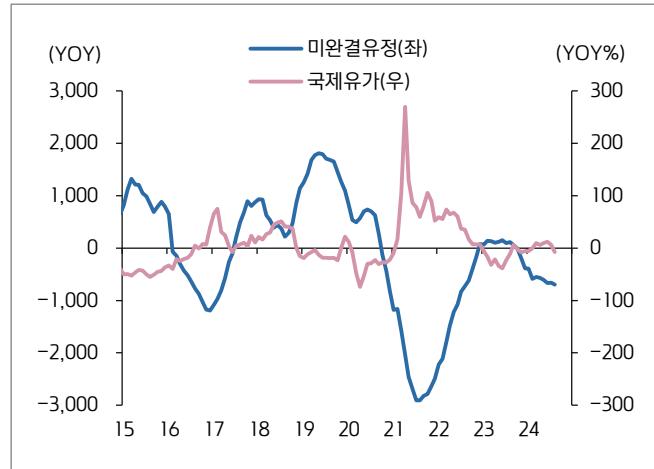
- ▶ 사우디의 원유 생산 전략에 변화를 줄 수 있는 공급 요인으로는 미국의 가파른 증산 가능성 확대로 보임
그러나, 연초보다 낮은 현재 유가 수준에서 미국의 산유량이 빠르게 늘어나기는 어려울 것으로 예상
 - EIA가 STEO 보고서에 제시한 2025년 미국 산유량과 WTI 전망치를 살펴보면, 유가 전망치 하향 조정 시 산유량 전망치도 함께 낮추고 있다는 것을 확인할 수 있음
 - 또한 미국의 단기 생산여력을 가늠해볼 수 있는 미완결유정 변화를 살펴보면 유가 하방 압력이 높아지는 시기에는 미완결유정의 수가 증가. 반면, 유가 상승 기대가 높아지는 국면에서는 빠르게 감소

EIA의 미 산유량 및 유가 전망치 변화



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 미완결유정과 국제유가

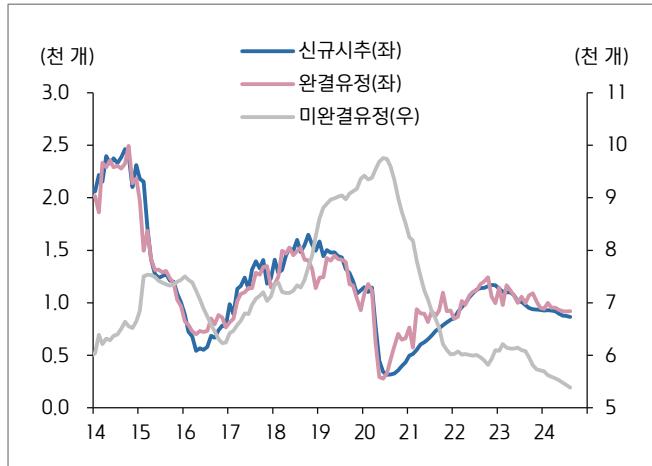


자료: EIA, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11. 미 산유량, 소폭 증가에 그칠 것으로 전망

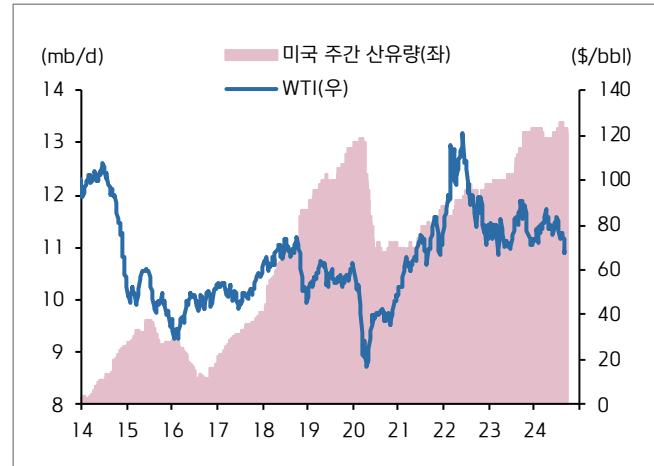
- ▶ 특히, 코로나19 이후 미국의 빠른 산유량 회복은 미완결유정을 완결유정으로 전환하면서 진행
- ▶ 현재 미완결유정의 수는 2014년보다 낮고, 신규시추도 2019년 이전만큼 활발하게 진행되지 않는 상황 따라서 미국의 산유량은 과거 증산 시기 대비 완만할 것으로 보임
 - 현재 현재 미국의 주간 산유량은 일평균 1,330만 배럴. EIA가 9월 STEO 보고서에서 제시한 '24년 하반기와 '25년 상반기 미국의 산유량 전망치는 각각 일평균 1,340만 배럴, 1,350만 배럴

미국 원유 생산 관련 선행지표



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 주간 산유량과 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국의 극심한 경기 침체나 원유 수요에 대한 구조적 변화와 같은 새로운 수요 충격이 발생하지 않는다면, 유가의 장기적 추세는 공급 요인에 따라 움직일 것으로 예상
- ▶ 연내 공급 여건에 큰 변화가 발생할 가능성이 낮은 만큼 국제유가가 현 수준에서 추가로 하락하여 저유가 레벨로 전환될 가능성은 높지 않을 것으로 보임
 - 한국은행의 유가분석 모형에 따르면 2000년대 이후 유가의 추세적인 변동은 산업수요나 수요 충격이 부재한 가운데 원유 공급량이 변화하는 경우에 발생
 - 대표적인 사례가 2014년~2016년 유가 급락. 2014년 미국 셰일 생산 증가와 OPEC 산유국의 증산 경쟁이 과잉공급으로 연결되며 유가는 배럴당 \$100대에서 2016년 배럴당 \$20 선으로 내려옴. 이후 유가는 WTI 기준 배럴당 \$40~\$70 사이에서 등락

장기 국제유가 추이

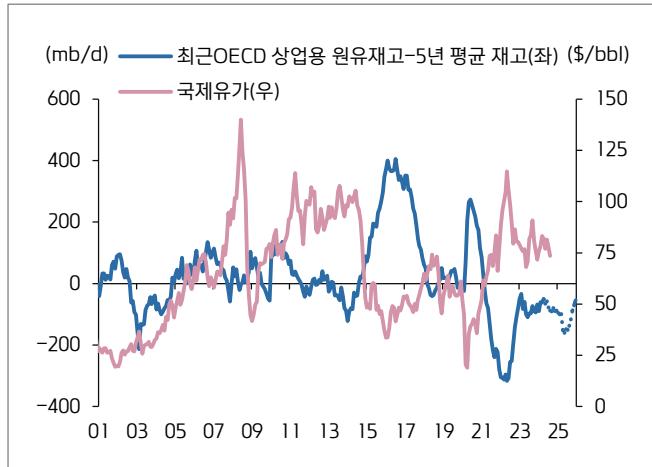


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. 국제유가, 미 연준 FOMC 이후 반등 예상

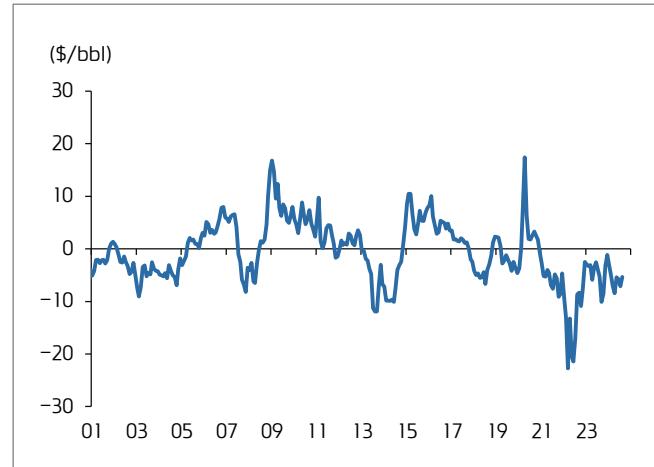
- ▶ 코로나19 이후 OECD 상업용 원유재고 추이를 살펴보면, 재고 수준이 계속해서 5년 평균을 하회하고 있다는 점도 저유가 전환 가능성을 낮게 보는 이유 중 하나. 미 연준의 FOMC 이후 하방 경직성 강화 예상
 - EIA는 OECD 상업용 원유재고와 5년 평균 간의 차이가 2025년 상반기까지 확대될 것으로 전망. 관련 지표와 유가 추이를 비교해보면, 현재 원유재고와 5년 평균 원유재고간의 차이가 확대되는 구간에서 유가는 상승세를 보임
 - 또한 WTI 원월물-근월물 스프레드가 2022년보다는 축소된 상황이나, 여전히 백워데이션을 유지

국제유가와 최근 OECD 상업용 원유재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

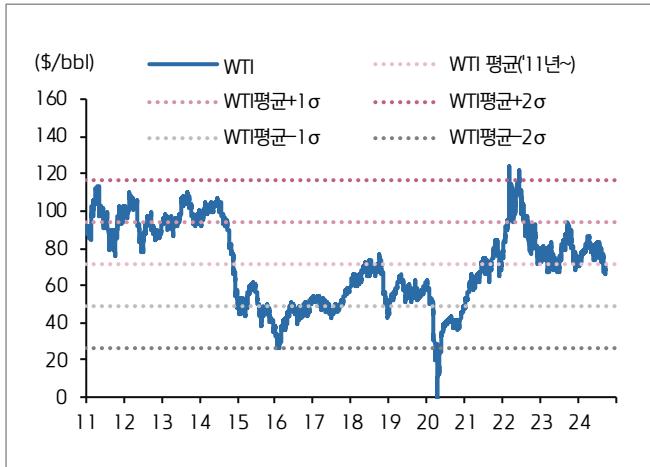
WTI 원월물-근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

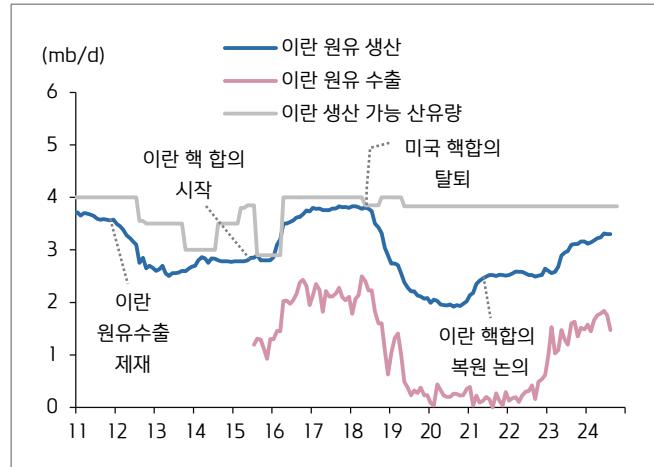
- ▶ 타이트한 수급 여건에 큰 변화가 부재할 것으로 보이는 가운데 지정학적 리스크가 재부각되고 있다는 점은 추후 유가의 반등폭을 확대시킬 수 있는 이슈. 이스라엘과 헤즈볼라 간의 군사적 충돌이 발생하고 이스라엘의 하마스 지도자 암살에 대해 이란이 이스라엘에 대한 보복을 단행할 것으로 발표하며 지정학적 리스크 재부각
- ▶ 그러나 이란이 실제 보복 공격을 단행하지 않으면서, 이란과 이스라엘 간의 전면전으로 확대될 수 있다는 우려 완화. 이란이 이스라엘과의 전면전을 원하지는 않는다는 분석이 나오는 상황
- ▶ 이는 중동 정세 불안이 원유 공급 차질을 유발할 가능성이 낮다는 점을 시사. 이에 관련 이슈가 2022년 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 유가 급등을 유발할 가능성은 제한적

2011년 이후 WTI 평균 가격과 최근 WTI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

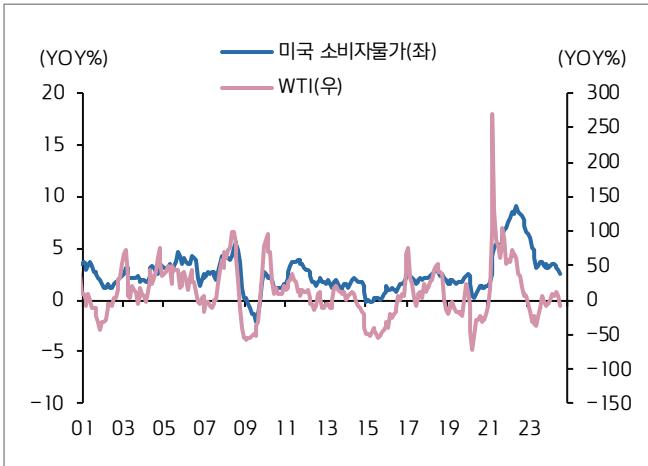
이란 산유량과 원유 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

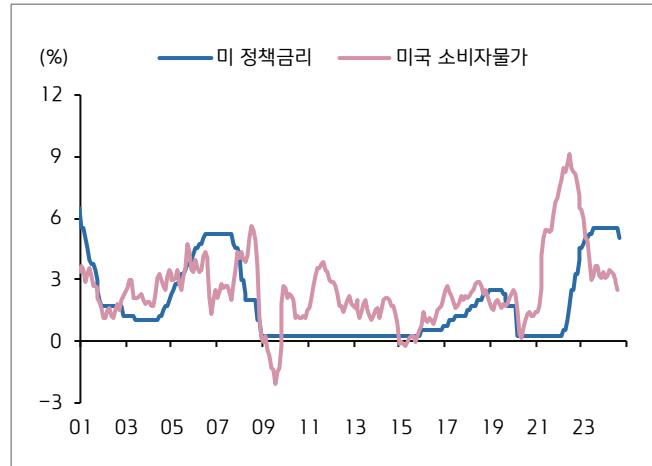
- ▶ 2023년 4분기 평균 유가가 배럴당 \$78 선이었다는 점을 고려하면 유가가 반등하더라도 미국 인플레 우려를 재차 확대시키지 못할 것으로 전망. 이에 미 연준도 금리 인하 기조를 당분간 유지할 수 있을 것으로 전망
- ▶ 현재 원유 수요 및 공급 전망과 2023년 사이 가장 큰 변화는 중국 원유 수요에 대한 기대 약화와 OPEC+의 감산 규모 축소로 보임
- ▶ OPEC+의 증산이 점진적으로 진행될 예정이고 시장 상황에 맞게 달라질 수 있다는 점에서 급격한 공급 증가가 발생하지는 않을 것으로 예상. 그러나 중국 수요 불안이 높아진 만큼 2024년 4분기 유가의 상단을 WTI 기준 배럴당 \$95에서 \$85으로 하향 조정

국제유가와 미국 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

3. 주식:

금리 인하와 주식시장 간 패턴의 변화

투자전략/시황 한지영

hedge0301@kiwoom.com

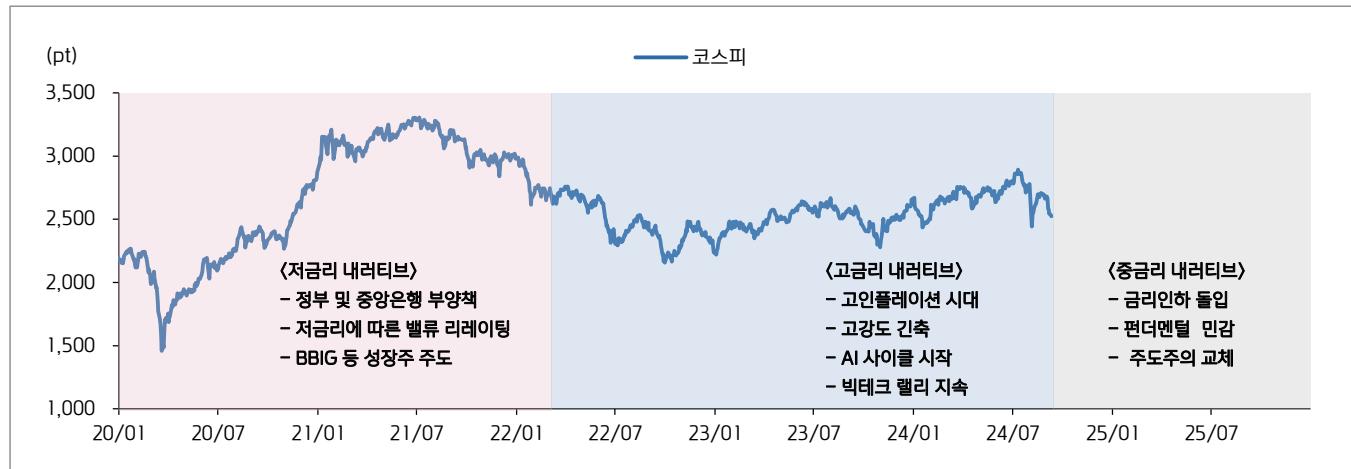


01.

(도입) 2년 반 만에 시작되는 금리인하 사이클, 앞으로 주식시장의 관전 포인트는?

- ▶ '20년~'22년 3월까지는 저금리 내러티브에 놓여있었으며, '22년 3월부터 '24년 9월까지는 고금리 내러티브로 이동했던 상황
- ▶ 이제 주식시장은 '24년 9월 FOMC에서 50bp 인하를 통해 지난 22년 3월 이후 고강도 긴축시대에서 벗어나 처음으로 인하 사이클에 돌입
- ▶ 연준의 금리인하 사이클 돌입은 '23년 말부터 주식시장이 연준의 점도표를 통해 예상해왔던 사안이기는 하지만, '24년 인하 횟수에 대한 전망이 “동결~6회”까지 편차가 컸던 상황
- ▶ 이는 시장이 중간중간 예상했던 금리인하의 효과에 가변성을 부여하고 있음을 시사하며, 향후 주식시장은 50bp로 시작하는 연준의 금리인하 사이클이 주가에 미치는 영향을 여러 차례 고민하게 만들고 있음

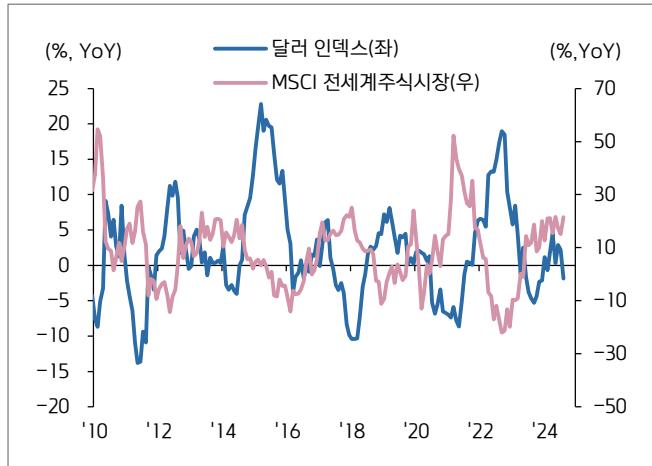
코스피 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 우선 금리 인하의 성격을 떠나서, 중장기적인 관점에서 인하 자체가 주식시장에 미치는 기본적인 영향은 신규 유동성의 투입, 달러화 약세 등이 해당
- ▶ 역사적으로 달러와 주식시장의 “-”의 상관관계를 띠고 있는 만큼, 향후 달러화 약세 진행은 전세계 증시 전반에 걸쳐서 긍정적인 영향을 가할 것으로 판단
- ▶ 특히 지난 10년 넘게 소외됐던 선진국 대비 신흥국의 소외 현상을 해소하는 계기가 될 수 있다고 판단. 실제로 달러화가 약세를 보일 수록 신흥국들의 자본 유출 리스크는 낮아지게 되는 효과를 만들어 낼 수 있으며, 이는 한국 등 신흥국 증시 전반에 걸쳐 우호적인 환경을 조성할 전망

달러 인덱스와 전세계 주식시장



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신흥국 자본유출 지수와 코스피

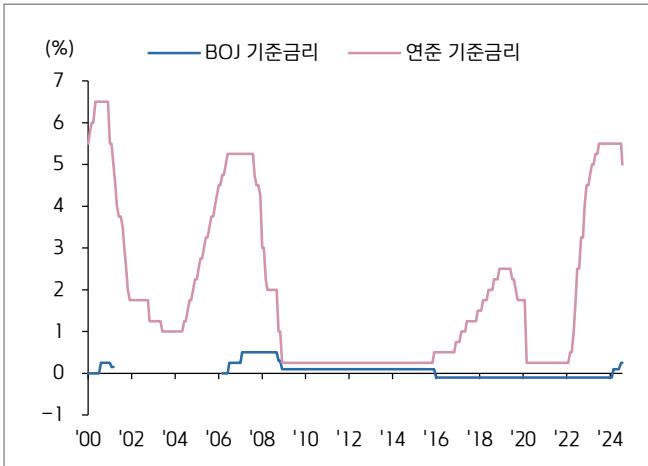


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03. (미국 금리 인하의 파장) 엔-캐리 청산, 방향성이 아니라 속도에 주목

- ▶ 미국 금리인하로 인한 달러화 약세는 '24년 7월말부터 본격적으로 증시 불안의 한 축을 담당 하고 있는 엔화 강세 및 엔-캐리 청산 이슈를 수시로 시장에 부각시킬 전망
- ▶ 하지만 엔-캐리와 관련해서 기본 전제로 삼아야 하는 것은 엔화 강세 및 엔-캐리 청산 자체는 불가피하다는 것
- ▶ 중요한 것은 방향성이 아니라 속도로서, 최근 증시 혼란을 유발한 것은 엔화 강세 그 자체보다 엔화 강세의 속도에 있다는 것임
- ▶ 최근 BOJ 총재가 통화정책 조정에 대한 입장에 변화가 없다고 이야기하면서도, 향후 시장의 움직임이 커질 때 정책에 어떠한 영향을 미치는지를 주의 깊게 검토할 것이라는 식의 입장 발표했다는 점을 미루어보아, 7월 인상 때처럼 시장에 쇼크를 주면서 정책 조정에 나설 가능성은 낮음

연준과 BOJ의 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

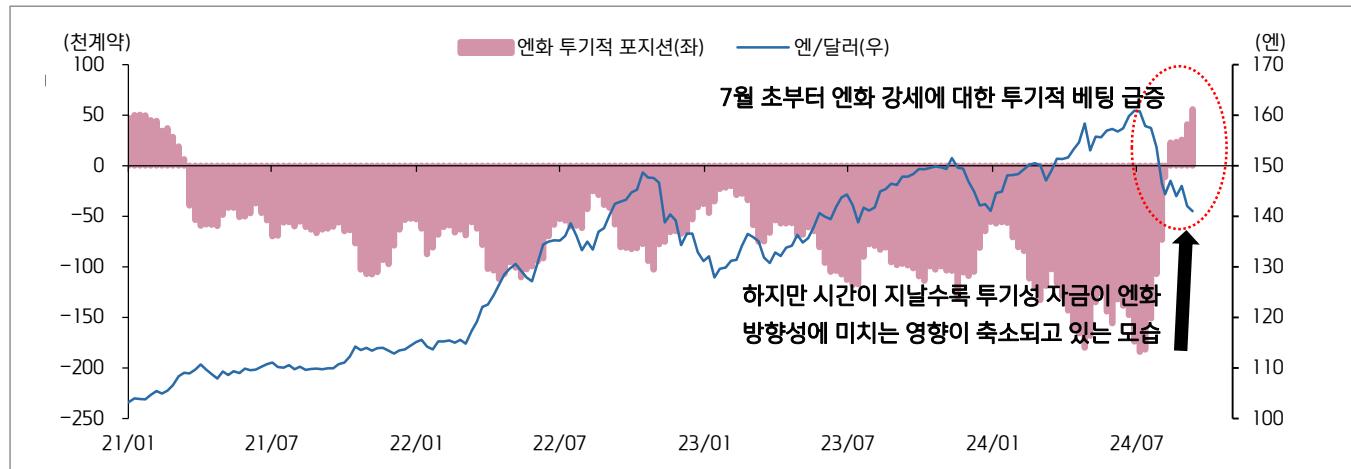
미국과 일본의 금리차와 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 엔-캐리 트레이드의 규모와 관해 WSJ 등 외신에서는 약 20조달러로 추정하고 있는 등 그 자금 규모에 대해서 편차가 크게 존재. 글로벌 해지펀드 등 엔화를 빌려 투자하는 이들의 엔-캐리 규모를 정확하게 파악하기 쉽지 않기 때문. 결국 지금 시점에서는 엔-캐리 청산 불안을 유발한 본질인 엔화의 방향성을 추적해야 함. 이런 관점에서 CME 선물 거래소에서 제공하는 엔화에 대한 투기적 순매수 포지션(비상업적 순매수 포지션) 규모를 볼 필요
- ▶ 현재 엔화 투기적 베팅은 급증세를 지속하고 있으나, 최근 들어 엔화가 중간중간 강세를 보이는 구간 (엔/달러 환율 9월 중에는 140엔대까지 하락)에서 7월말~8월초처럼 부정적인 외부 충격이 크지 않았다는 점에 주목
- ▶ 결국, 엔/달러 환율이 급격하게 하락세(엔화 초강세)가 출현하지 않는 이상, 주식시장에서는 기존 악재에 대한 학습효과를 발동할 것이므로 BOJ 회의 이후 엔화 강세에 대한 과도한 불안감은 지양하는 것이 적절

엔화에 대한 투기적 순매수 포지션과 엔/달러 환율



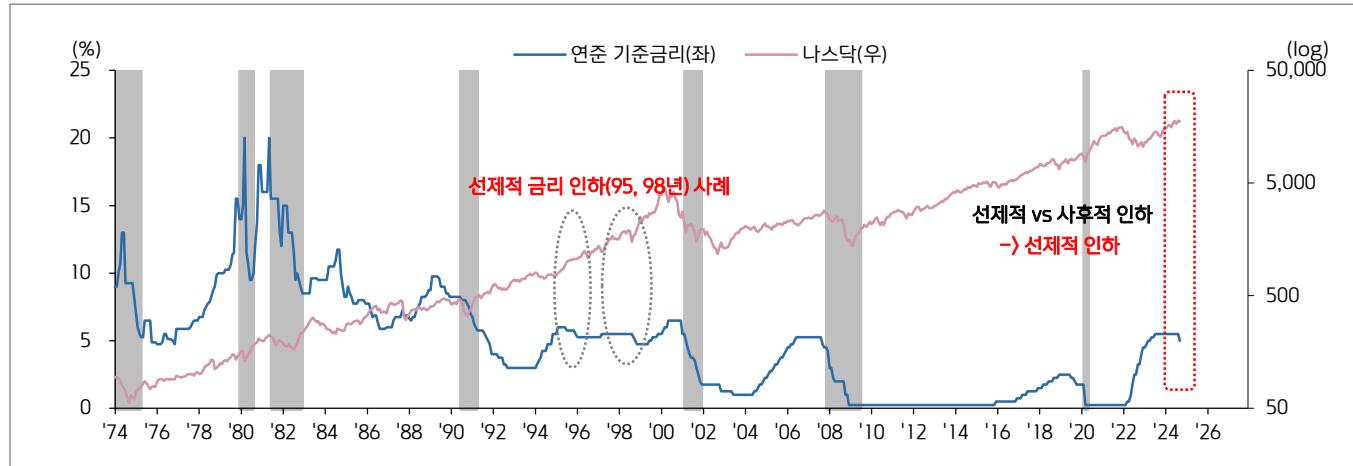
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

(금리 인하를 둘러싼 논란) 선제적 대응? 사후적인 수습?

- ▶ 금리인하 자체는 중장기적으로 신규 유동성 유입, 달러화 약세, 엔-캐리 청산 등의 효과를 유발한다는 것은 대다수가 동의하는 부분. 현재 논란이 되는 것은 금리 인하의 성격이 만들어내는 단기적인 즉시 방향성 변화에 있음
- ▶ 지금 미국의 침체 내러티브가 강화됐을 때의 문제는 “연준의 금리인하 = 악재”로 반영할 것 대부분 연준의 금리인하가 경기 침체에 대응하기 위한 사후적 인하였으며 당시 주식시장은 급락을 면치 못했기 때문
- ▶ 하지만 반대 진영에서는 1995년, 1998년처럼 “연준 금리인하 → 예방적 처방 → 즉시 호재”라는 긍정적인 피드백 루프가 형성될 것이라는 의견을 제기하고 있으며, 당시 역시 선제적 인하의 성격일 것이라는 전망을 유지
- ▶ 이번 9월 FOMC 파월의장이 50bp 인하를 단행하면서, 현재의 정책은 뒤쳐져 있지 않으며 미국 경기 침체가 이박하지도 않았다고 언급하는 등 여러 차례 선제적 대응 성격의 금리인하를 강조했다는 점에 주목할 필요

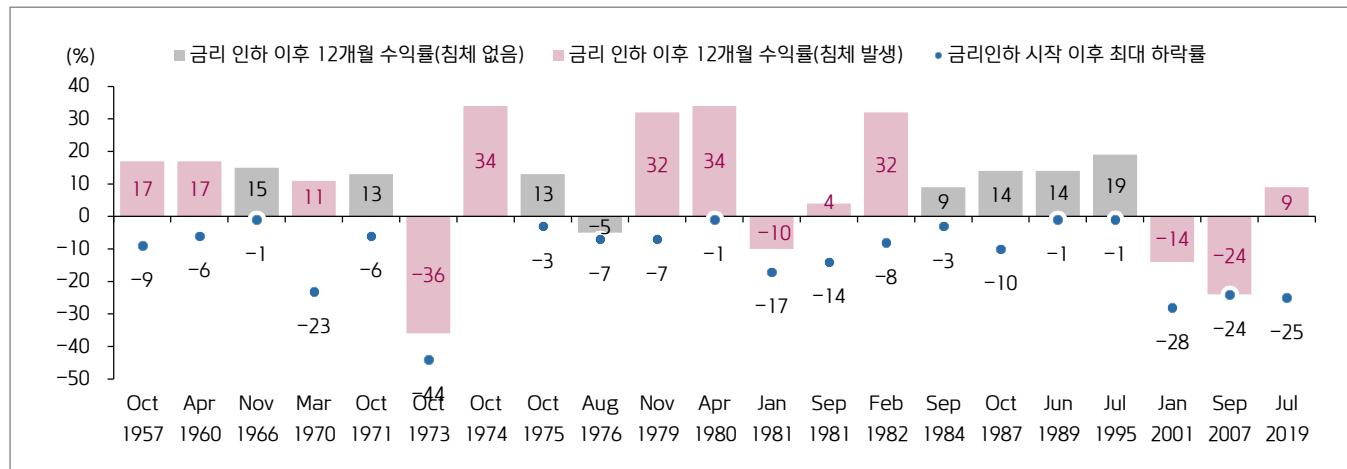
연준의 금리인하 사이클과 주식시장의 관계



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 선제적 or 사후적 금리 인하의 성격에 따라 시장 수익률과 최대 하락률이 차이가 나는 이유는 미국의 경기 침체 문제와 직결되어 있기 때문인 것으로 판단
- ▶ 코스피가 아니라 장기 시계열 데이터가 있는 미국 S&P500 지수를 토대로, 1957년~2019년까지 첫 금리인하 이후 수익률과 최대하락률을 살펴보면 이를 확인할 수 있음
- ▶ 미국 경기가 침체에 빠지지 않았을 때 첫 금리인하 이후 12개월 수익률과 최대 하락률의 평균은 각각 +11%, -4%
- ▶ 미국 경기가 침체에 빠졌을 때 첫 금리인하 이후 12개월 수익률과 최대 하락률의 평균은 각각 +8%, -16%
- ▶ 결국 금리 인하 이후 12개월 평균 수익률 자체는 대체로 (+) 값을 기록하지만, 침체 여부에 따라 수익률의 폭, 특히 최대 하락률의 폭이 크게 차이난다는 점에 주목

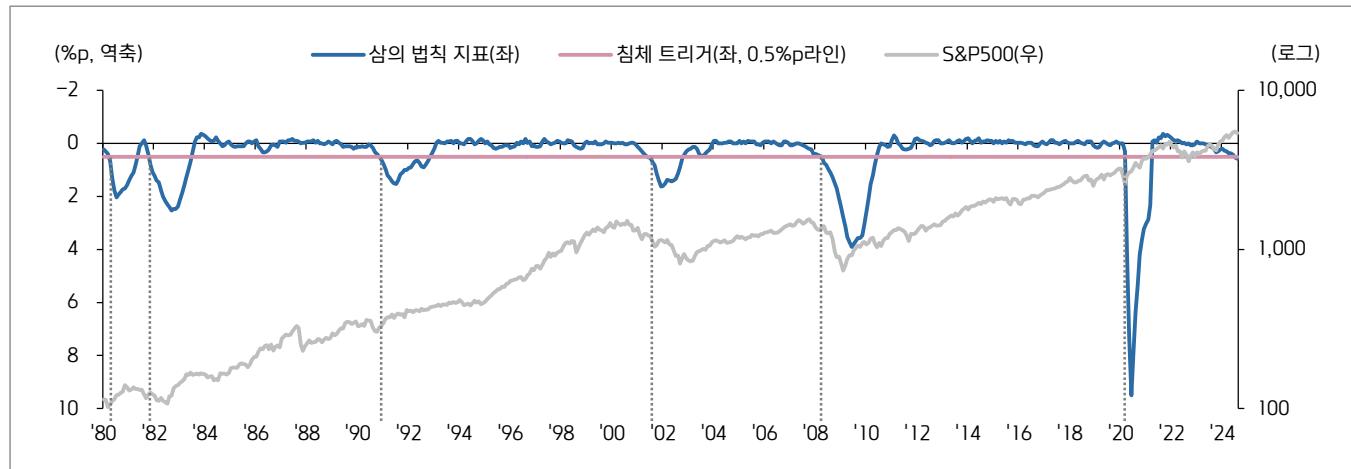
S&P500 기준, 1957년 이후 연준의 첫 금리인하 뒤 12개월 수익률



자료: The compound, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 미국의 경기 침체 불안을 자극한 것은 삼의 법칙 트리거 발동 등 고용 시장 부진에서 주로 기인. 과거 데이터를 보면, 1950년부터 발생한 11번의 침체 중 1959년을 제외한 10번의 침체에서 삼의 법칙이 충족됐기 때문
- ▶ 지금 주식시장에서는 올해 최소 한번이라도 50bp 인하(빅컷)를 해야 한다는 요구가 거세지고 있지만, 아직 침체에 진입 혹은 침체가 임박했다는 증거는 불충분
- ▶ 또 우리가 주목해야 하는 것은 삼의 법칙은 침체를 예측해주는 지표가 아닌 침체에 동행하는 성격이 크다는 점임 1950년 이후 침체가 발생한 이후 평균적으로 3개월 후에 삼의 법칙이 발동됐다는 점도 이를 뒷받침

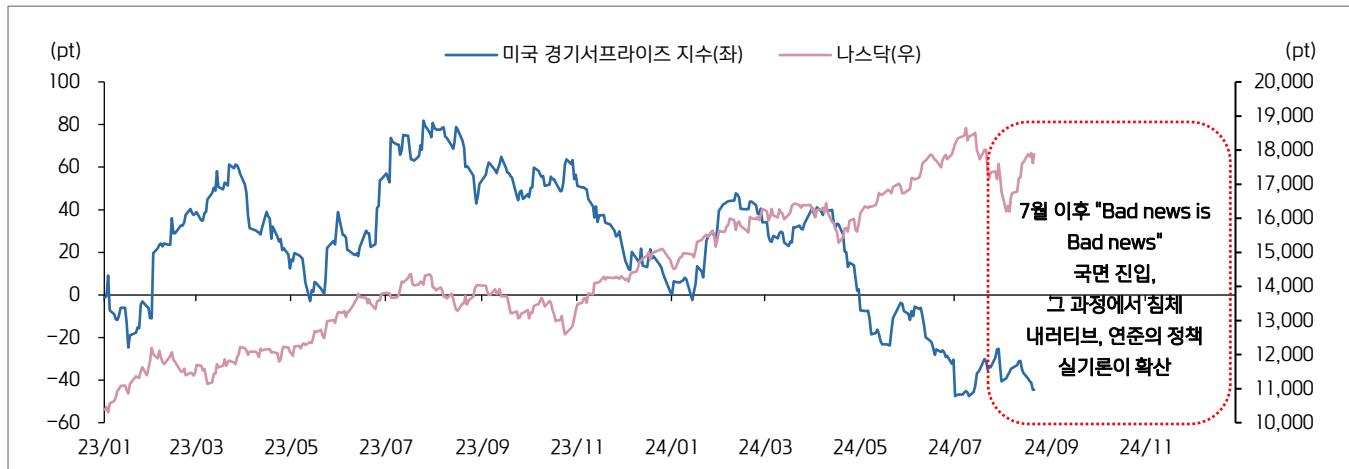
삼의 법칙과 주식시장, 역사적으로 삼의 법칙 발동 시 증시 급락이 출현했으나, 사후적 해석에 가까움



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 이후 시장의 색깔이 “인플레이션 민감 장세”에서 “경기 펀더멘털 민감 장세”로, “Bad news is good news”에서 “Bad news is bad news”로 바뀌면서 수시로 시행착오가 일어나고 있다는 점에 주목
- ▶ 이런 상황 속에 처해 있다 보니 주식시장은 실업률 상승을 경계하고 있지만, 실업률은 주식시장에서 대표적인 후행지표라는 점에 주목할 필요
- ▶ 실업률 보다 주식시장이 신경써야 하는 것은 ISM 신규주문과 같은 선행지표이다. 대부분 선행지표는 둔화되고 있지만, 이전 침체시기처럼 가파른 속도로 둔화되지 않고 있다고 판단
- ▶ 이번 연준의 금리인하는 선제적인 대응인 만큼 높으며, 이는 미국 경기의 둔화를 예방함과 동시에 즉시 불안 진정 등의 효과를 낳을 전망

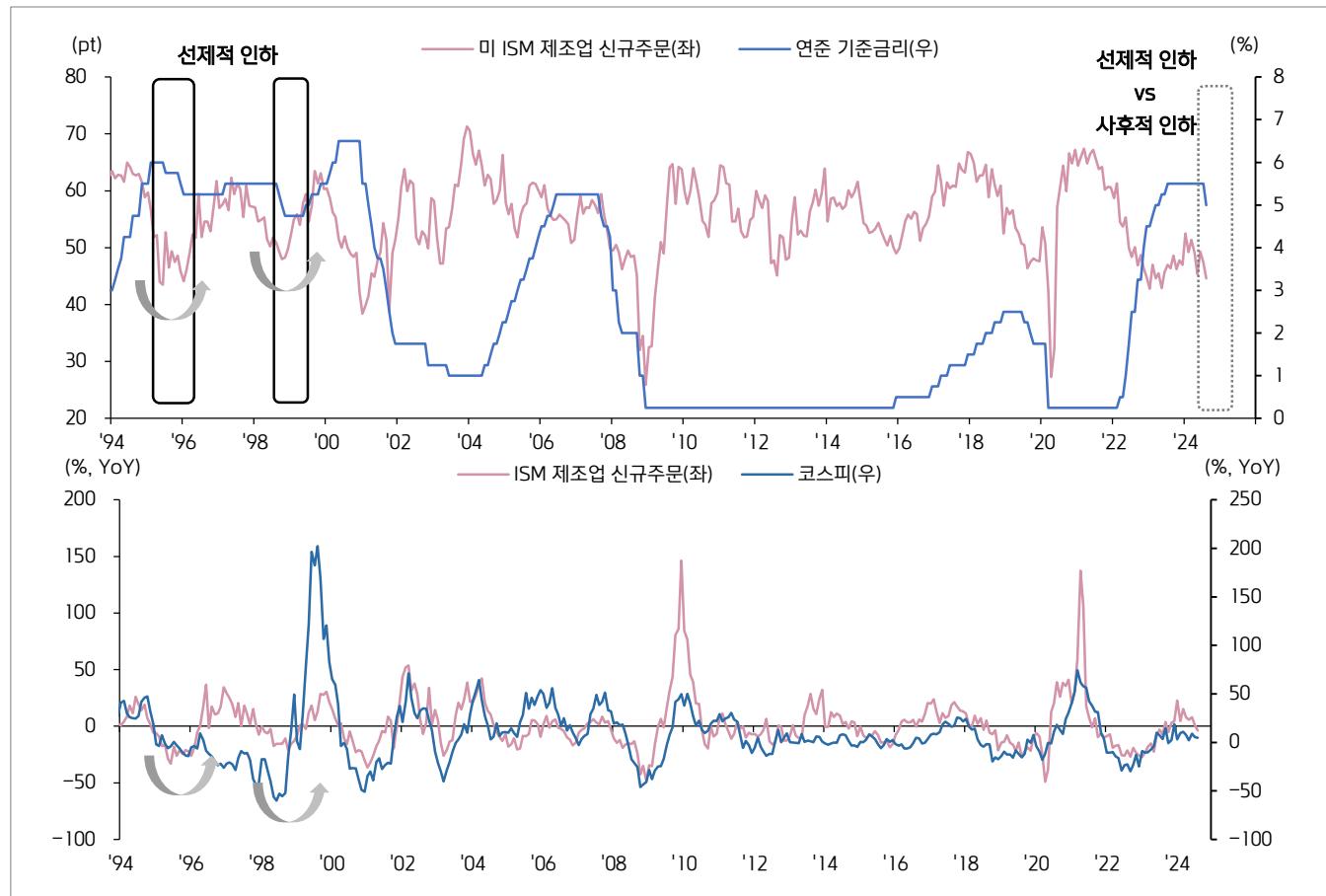
미국 경기 서프라이즈 지수와 나스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09. / (선제적 인하 시 경기 및 증시 효과) 경기 소프트 랜딩 및 증시 회복 기대

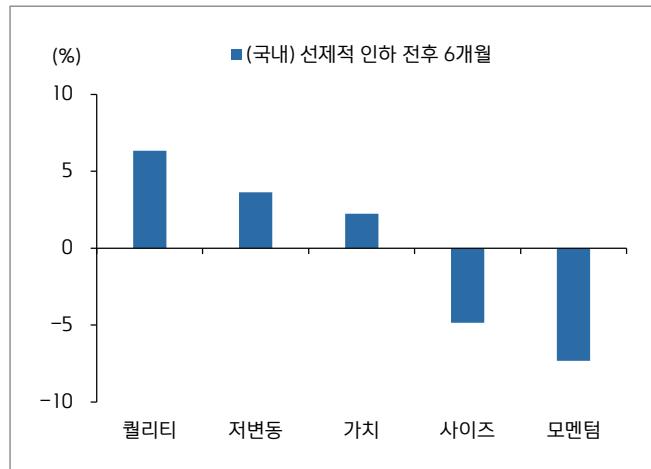
미국 ISM 제조업 신규주문과 기준금리, 주식시장



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

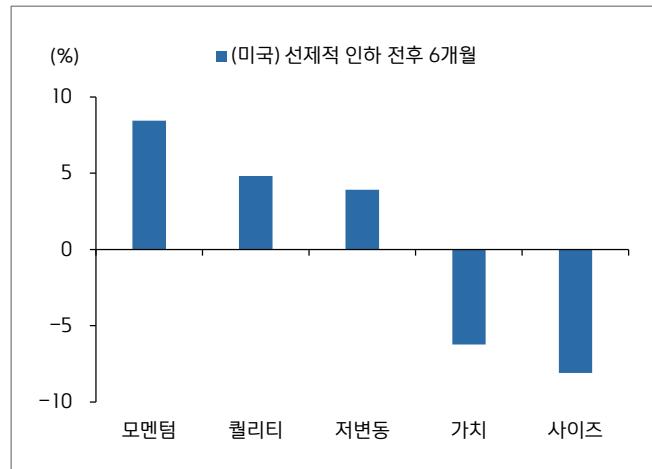
- ▶ 9월 FOMC 이후에도 시장은 선제적 vs 사후적 인하를 둘러싼 논쟁이 한동안 지속되겠지만, 당사는 선제적 인하의 성격을 뛸 것으로 판단
- ▶ 과거 3차례 선제적 금리인하('95년, '99년, '19년) 당시 첫 보험성 금리인하 전 6개월부터 금리인하가 끝나는 기간 동안 주요 스타일들의 성과를 보면, 한국 증시에서는 퀄리티(+6.3%), 저변동(+3.6%), 가치(+2.2%) 미국 증시에서는 모멘텀(+8.5%), 퀄리티(+4.8%), 저변동(+3.9%)이 수익률 상위권을 기록
- ▶ 선제적 인하 시에는 퀄리티, 모멘텀 등 빅테크 등 IT, 바이오 등 올해 두각을 나타내고 있는 주식들의 주가 흐름을 중심 이상이 될 것으로 판단
- ▶ 이는 미국, 한국 등 주요국 공통으로 퀄리티 스타일이 최상위권을 차지하고 있다는 것에서 기인하며, 이익성장, 자산회전율, 영업레버리지 등이 우수한 업종이 이번 금리인하 사이클에서 스타일 상 주도 스타일이 될 것

연준 보험성 금리인하 시기의 한국 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

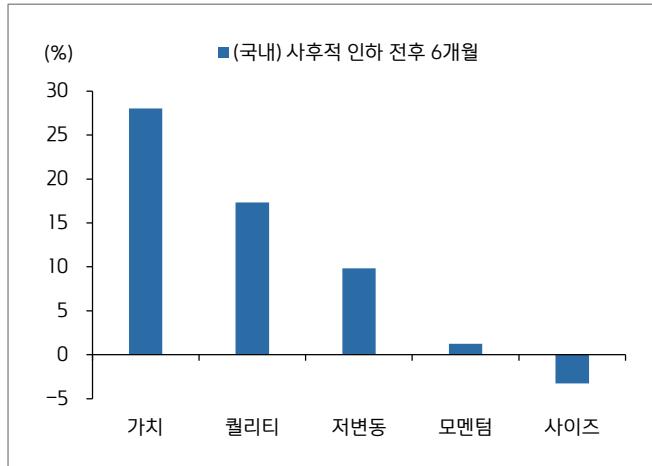
연준 보험성 금리인하 시기의 미국 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

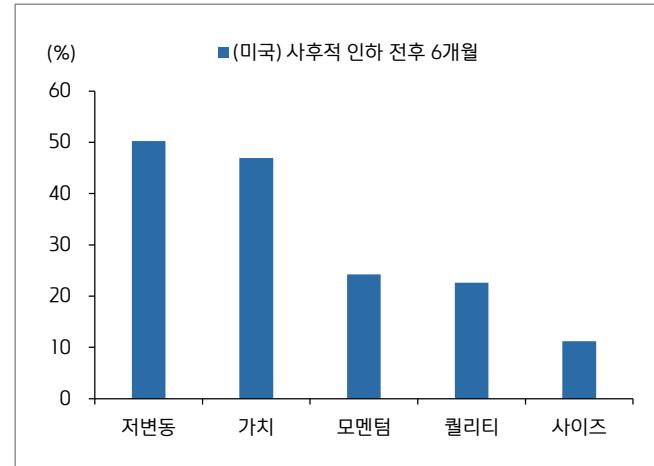
- ▶ 아직까지 경기 침체가 가시화되고 있다는 증거는 불충분 하지만, 만약 경기 침체가 현실화되어서 연준이 사후적인 수습 성격으로 금리인하를 할 시에는 단기적인 증시 충격은 불가피한 것은 사실
- ▶ 이후 주가는 회복력을 보이면서 상승하겠지만, 선제적 인하 때와 달리 스타일상 다른 그림이 나타날 것
- ▶ 과거 사후적 인하 이후 6개월 간 스타일 성과를 살펴보면, 저변동과 가치 스타일이 우위에 있었으며, 사이즈는 상대적으로 부진한 흐름을 보였던 것으로 확인. 이는 주로 경기 방어주들이 가치, 저변동 스타일에 속해 있었기 때문인 것으로 판단
- ▶ 물론 사후적 인하에 높은 확률을 부여하고 있지는 않지만, 사후적 인하로 시장이 인식할 때에는 연말까지도 방어적인 포트폴리오 구축이 대안이 될 것

사후적 금리인하 시기의 국내 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

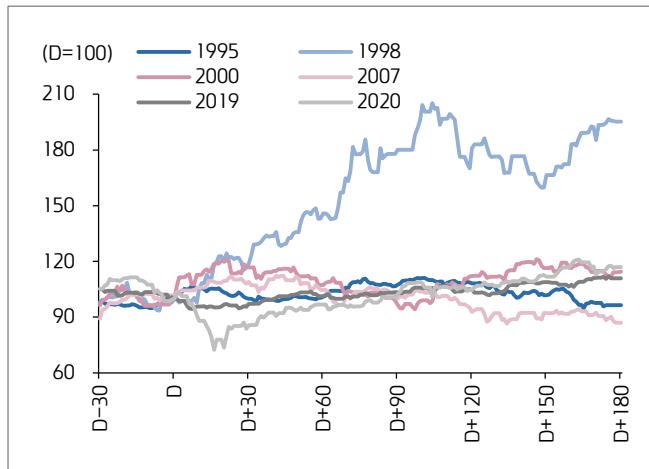
사후적 금리인하 시기의 국내 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

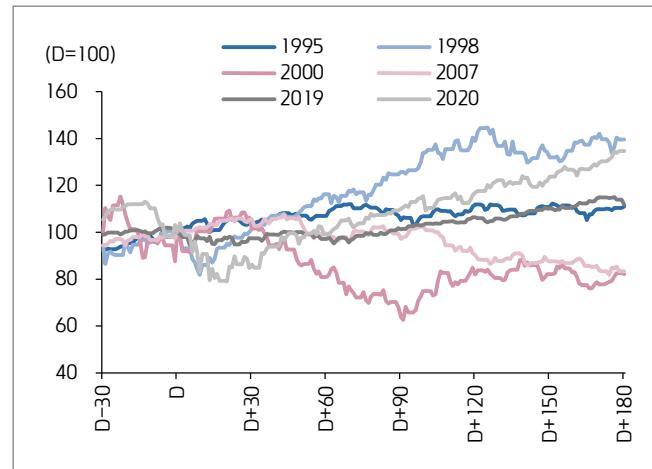
- ▶ 금리인하 이후 12개월간 누적 수익률은 평균적으로 (+) 수익률을 기록하는 것은 맞음
- ▶ 하지만 단기 대응도 중요한 시기인 만큼, 시계열을 압축해 금리인하 이후 6개월(180일) 수익률을 살펴보는 작업도 유의미하다고 판단
- ▶ 1995년 이후 연준의 금리인하 D-30일 ~ D+180일까지 코스피와 나스닥의 패턴 자체는 상이한 흐름을 나타냈으며, 각 시장 내에서도 인하 시기별로 패턴들이 상이하게 나타남
- ▶ 가령, 1998년 금리인하 당시 코스피가 180일 동안 주가가 2배 이상 상승한 것은 금리인하에 대한 효과 뿐만 아니라 직전 IMF 사태에 따른 기저효과가 작용
- ▶ 결국, 이번 금리인하 역시 현재 주식시장이 처한 매크로, 정치, 지정학 등 맥락에 따라 달라질 수 있음을 시사

(코스피) '95년 이후 연준의 금리인하 D-30~D+180일



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(나스닥) '95년 이후 연준의 금리인하 D-30~D+180일

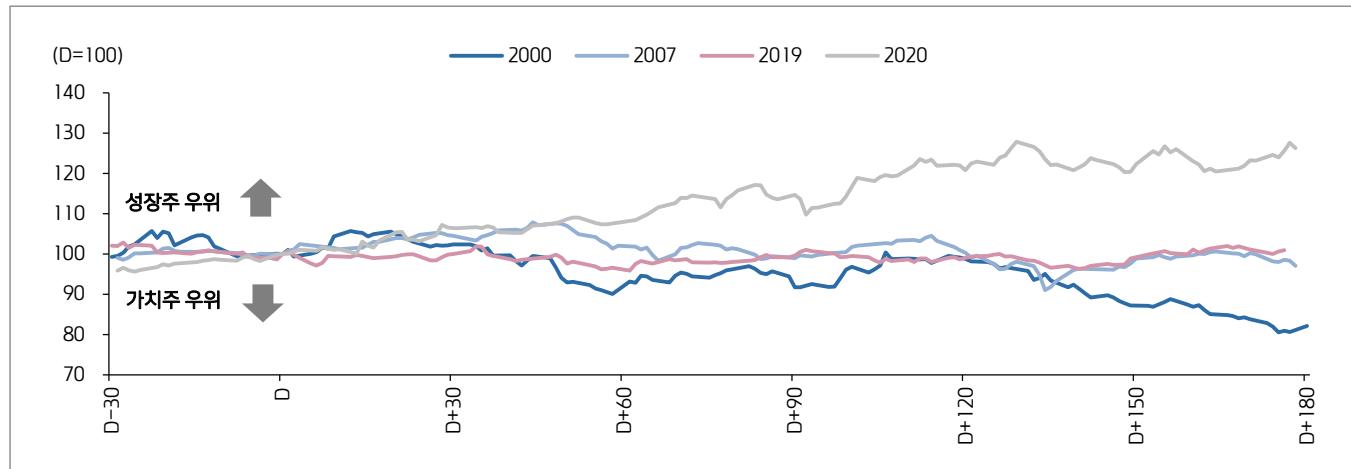


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. (금리 인하 이후 패턴) 가치주 vs 성장주 간 구도도 다르기는 하지만…

- ▶ 주식시장에서 끊이지 않는 주제인 가치주 vs 성장주의 구도 역시, 과거 인하 시기별로 다른 주가 흐름을 연출
- ▶ 일례로, 2000년 닷컴 버블 붕괴 대응으로 금리인하를 했을 때(사후적), 단기적으로는 약 1개월 가량 성장주가 가치주보다 우위에 있었지만, 닷컴 버블 붕괴 여진이 장기화되면서 가치주의 우위 국면이 이후 5개월(D+180일) 진행되기도 했음
- ▶ 반면, 2020년 코로나 판데믹 이후에는 사회적 거리두기 확산으로 인한 비대면 수요 급증이 언택트 성장주의 실적 모멘텀 및 수급 유입을 이끌면서, 1년 넘게 가치주에 비해 우위를 점했음
- ▶ 결국 전반적인 지수나 가치, 성장주들 모두 당시의 시대적 환경, 맥락에 따라 가변성이 존재한다는 것을 알 수 있으며, 현재의 금리인하 기간에는 바이오(금리인하 수혜 + 실적 성장), 금융(배당투자 매력 증대 + 실적 성장 + 주주 환원 등)과 같은 업종이 여타 업종에 비해 시장의 수급이 몰릴 것으로 예상

2000년 이후 연준의 금리 인하 시기별 성장주/가치주 상대강도

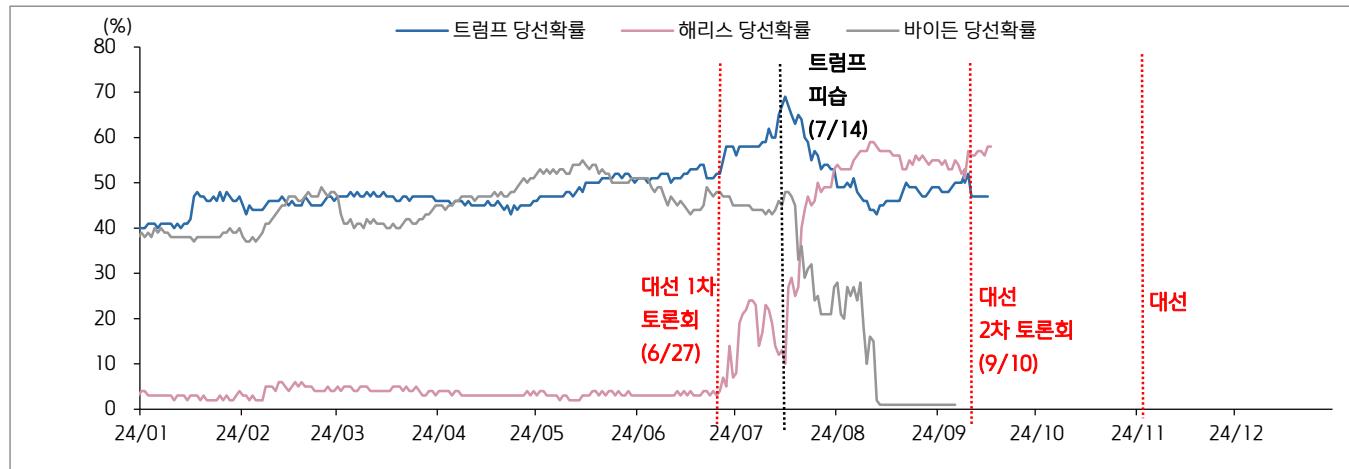


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터, 주: WMI 가치주, 성장주 지수 사용

14. ('24년 금리 인하 이후 패턴 분석) 과거와 상이한 패턴을 초래할 미국 대선

- ▶ 이번에도 패턴이 다를 수 있는 것은 첫 금리인하 시기와 미국의 대선 일정이 맞물려 있다는 것임
- ▶ 현재 트럼프와 해리스간의 지지율 격차는 “확대 → 축소 → 확대”를 반복하면서, 실제 11월 대선 때까지 결과를 특정 짓기에는 불확실성이 높은 상태
- ▶ 과거 대선 이후 증시 흐름에서 추정할 수 있듯이, 미국의 정치 지형의 변화는 중장기적으로 증시 방향성에 유의미한 영향을 주지 못하고 있는 것은 사실
- ▶ 하지만 단기적으로는 주식시장의 불확실성에 영향을 주면서 주가 상 주가의 진폭을 키우면서, 신정부 정책이 들어서는 '25년 2월까지 시장 참여자들의 전망에 혼선을 제공할 것으로 예상'

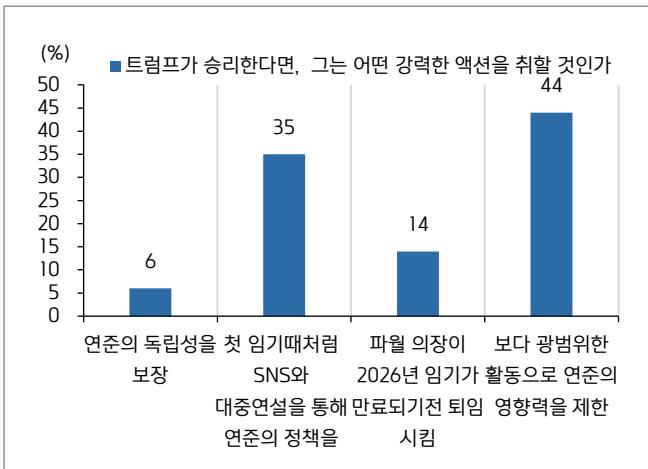
미국 대선 후보 당선 확률 변화



자료: Predict it, 키움증권 리서치센터

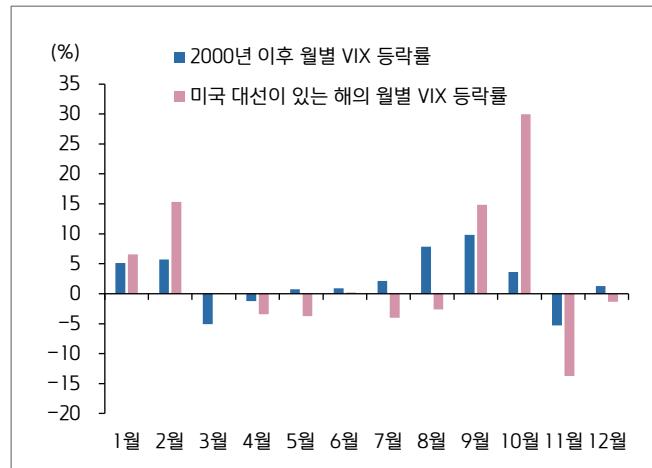
- ▶ 실제 11월 대선이 다가올수록 대부분 투자자들의 우려 사항에는 미국 대선에 대한 불확실성이 자리 잡을 것으로 판단. 이는 향후 투자 전략 수립 시 대선 리스크가 최우선 리스크 요인으로 부상할 것임을 시사
- ▶ 연준의 통화정책은 중시에 막대한 영향력을 앞으로도 계속 행사할 것인데, 이번 대선은 연준의 통화정책에 대한 시장의 전망에 혼선을 제공할 것으로 판단
- ▶ 올해 상반기 말 블룸버그 서베이에서는 트럼프의 당선 시, SNS를 포함 여러 채널을 통해서 연준의 금리인하를 압박할 것이라는 응답비율이 약 79%에 달했다는 점을 참고할 필요(35% + 44%)

트럼프 당선에 대한 시장의 생각



자료: Bloomberg Survey(06.03), 키움증권 리서치센터

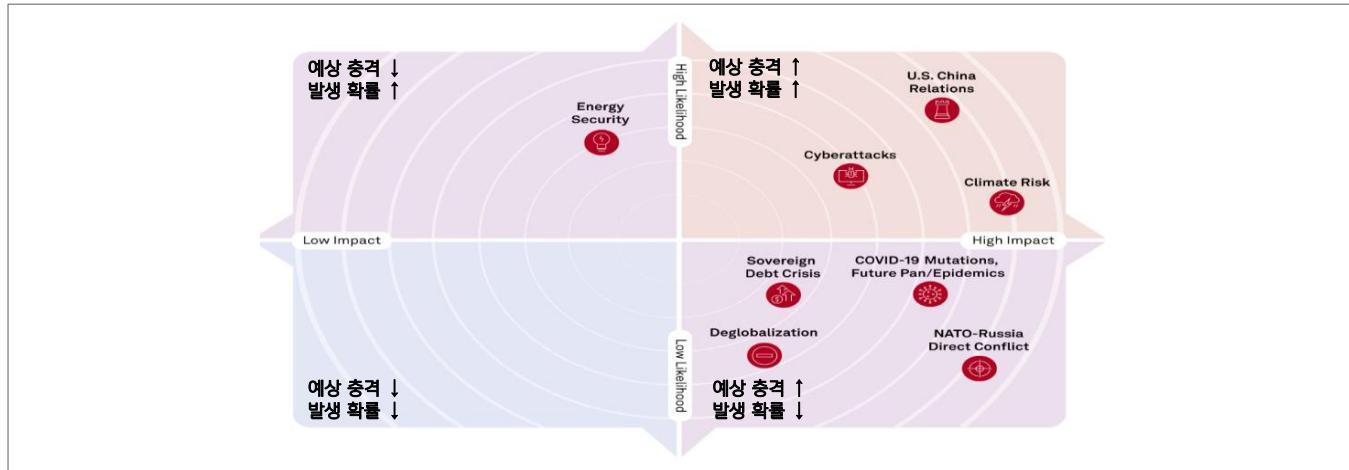
2000년 이후 vs 미국 대선 해의 VIX 월간 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 22년 시작된 러시아와 우크라이나의 전쟁은 2년째 진행되고 있는 가운데, 중동지역에서도 전쟁 리스크가 빈번하게 발생하는 등 지정학적인 긴장이 지속되고 있는 상황
- ▶ '23년 10월 연준의 금융안정보고서에서도 이스라엘 전쟁, 러-우 전쟁에 이어 또 다른 지정학적 긴장 악화 시 전세계 경제 활동 위축, 인플레이션 상승, 금융 시스템 위협 등을 초래할 수 있다고 지적
- ▶ 최근 S&P 글로벌에서도 미중 관계, 사이버 테러 등이 발생확률이 높고 충격도 클 것으로 지적하고 있으며, 나토와 러시아간 직접 충돌의 경우 발생확률이 낮긴 하지만 그 충격은 강도 높을 것이라고 전망
- ▶ 트럼프 혹은 해리스 중 누가 당선 되도 지정학적 긴장감은 2024년에 상수가 될 것으로 예상. 시장 참여자들 입장에서는 이에 대한 대비 플랜을 마련해야 하는 것이 적절(ex: 국방 중요성이 높아지면서 방산 수요 증가 등)

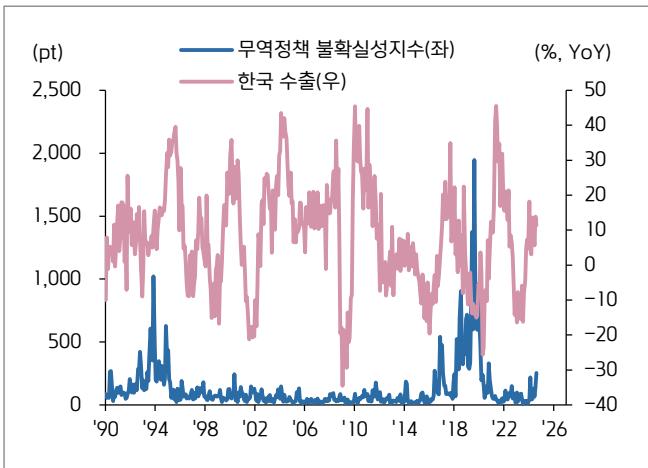
S&P의 지정학 리스크 매트릭스



자료: S&P Global, 키움증권 리서치센터,

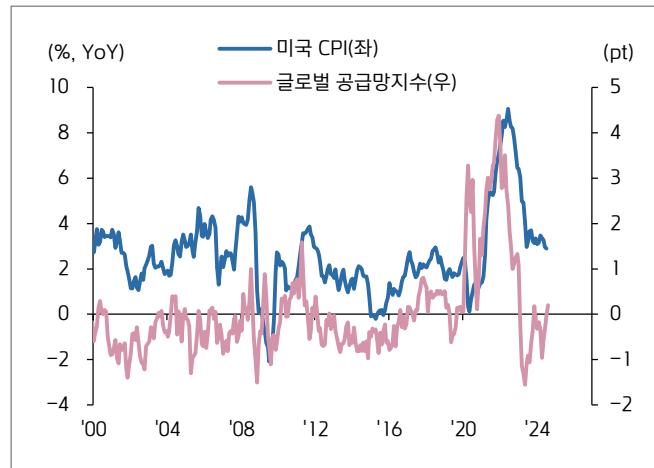
- ▶ 러-우 전쟁 이후 자본주의와 사회주의 체제간 이념 대립 가속화, 서방 국가 주도의 우크라이나 재건 사업, 이스라엘간 하마스의 전쟁 등은 다분히 탈세계화 혹은 세계화의 단절과 분열을 초래할 수 있음
- ▶ 국가와 기업들이 이념적인 성격에 맞춰서 개별 블록이 형성될 것. 미국 바이든 정부도 독재국가에 대한 민주주의 국가의 연합 결성을 외교적 과제로 제시했고, 중국 역시 미국 주도의 패권 질서를 부정하면서 본인이 중심에 있는 국제질서의 다극화를 추구하는 중. 자국 우선주의, 서방과 비서방 국가들 간의 이념 대립 등으로 정치 논리 개입을 심화 시킴에 따라, 글로벌 공급망은 기존과 같은 형태를 유지하기 어려울 것으로 예상
- ▶ 결국 지정학적 불안 상수화 경제 블록화 등은 금리인하 사이클에 돌입하는 오늘날, 연준으로 하여금 금리 인하 폭에 제약을 가할 수 있으며, 주식시장에게는 “고금리 → 저금리”가 아닌 “고금리 → 중금리” 시대에 머물러 있어야함을 시사

미국 무역정책 불확실성 지수와 한국 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 소비자물가와 글로벌 공급망 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 경제 및 무역 불록화 과정에서 글로벌 공급난이 수시로 부각될 수 있다는 점까지 고려해보면, 2%대 이하의 인플레이션, 즉 저물가 시대를 보기까지는 상당한 시간이 걸릴 수 있음. 구조적인 성격의 임금 증가로 인한 중 물가&중금리 기조는 주식시장에서 수익성과 재무적인 안정성에 더 많은 프리미엄을 부여하게 만들 것
- ▶ 채권 대비 주식의 투자 매력도를 측정하는 어닝스 일드캡(PER의 역수 - 10년물 금리)을 보면, 미국, 한국 모두 상승하며 주식의 매력이 높아지고 있기는 함. 그러나 금리가 현재 레벨에서 유의미한 레벨다운을 보이지 않을 경우, '25년 이익 피크아웃 우려와 맞물리면서 어닝스 일드캡 하락 가능성'이 높음
- ▶ 전체 시장 뿐만 아니라 개별 업종 측면에서 낮아진 투자 매력도의 한계를 극복하고 상승하기 위해서는 금리 하락이나 밸류에이션 부담이 낮아지는 조건이 충족되어야 함. 하지만 중금리 시대가 현실화 된다면 전자의 조건을 충족하기는 어렵고, 후자의 조건 충족이 상대적으로 용이해질 것

코스피 어닝스 일드캡



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

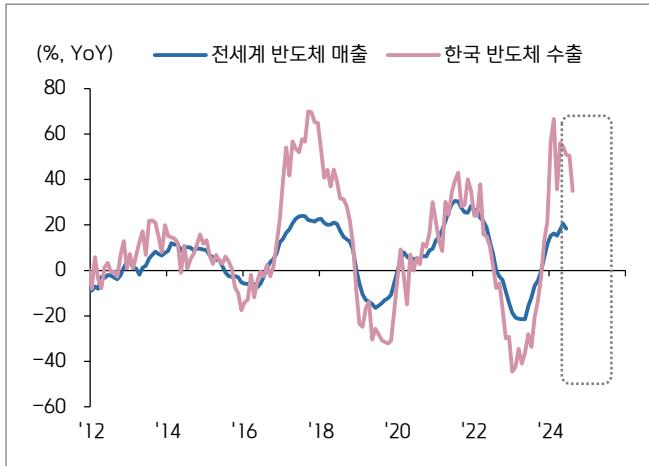
S&P500 어닝스 일드캡



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

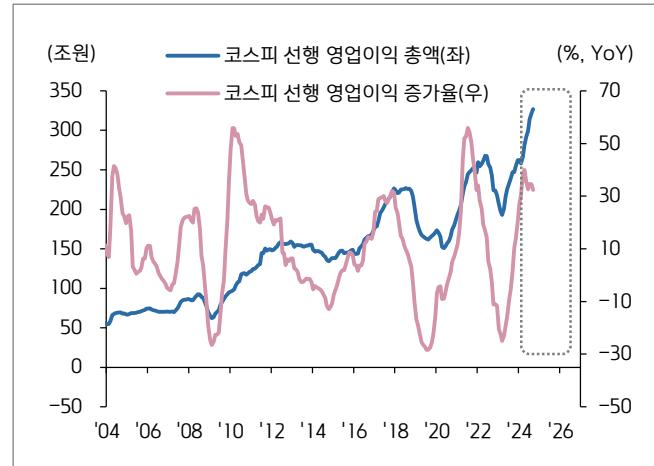
- ▶ 8월말 엔비디아 실적, 9월 초 ISM 제조업 PMI 신규주문 둔화, 고용 부진 등 일련의 주요 실적 및 매크로 이벤트를 겪으면서 이익성장 피크아웃에 대한 불안감이 점증하고 있는 상태
- ▶ 최근 8월 한국의 반도체 수출도 7월 50%대에서 30%대로 낮아졌다라는 점이 수출을 중심으로한 국내 상장사들의 이익 성장 둔화 우려를 자극하고 있는 실정
- ▶ 물론 AI, 반도체 업종의 고성장이 영원하지 않을 것이라는 데에는 대부분 동의하고 있는 만큼, (엔-캐리 이슈와 마찬가지로) 이익 방향성이 아래로 트는 것에 대한 사안은 주가에 선반영된 측면이 있음
- ▶ 향후 관건은 증가율 둔화 속도. 연말까지 대선 불확실성, 3분기 실적시즌 경계감으로 증가율 속도를 둘러싼 불투명성이 높아지겠지만, 연말 이후 금리인하 효과, 낮아진 상장사들의 '25년 실적 눈높이 등에 힘입어 증시는 모멘텀을 부여 받을 전망

반도체 이익 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

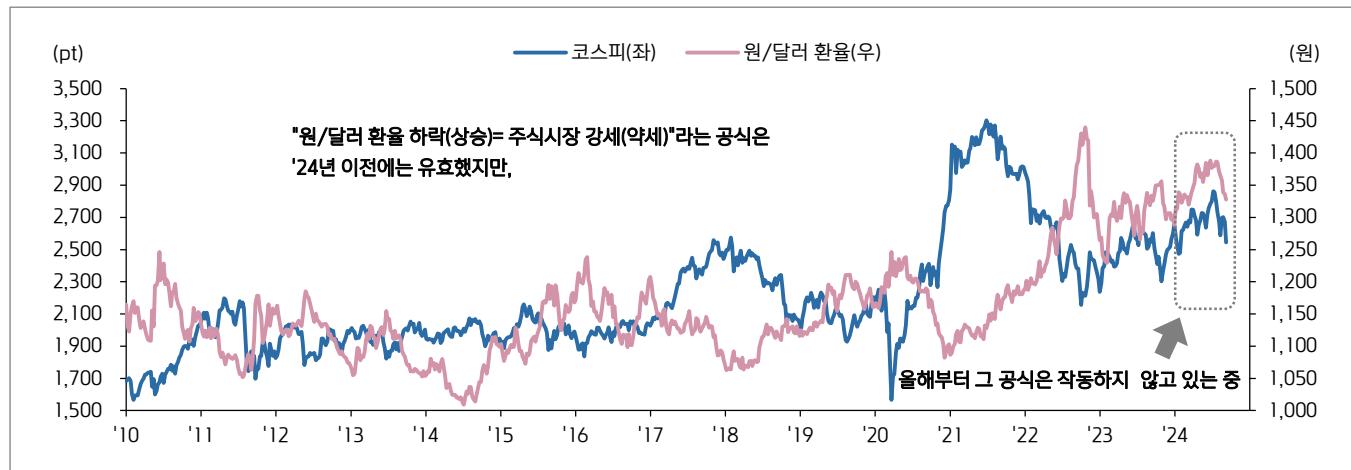
코스피 영업이익과 증가율 전망치



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 8월 이후 매크로 불확실성이 높아지는 상황 속에서 특이했던 점은 원/달러 환율이 이전과는 달리 하락세를 보이고 있다는 점인. 최근까지도 “원/달러 환율 하락 = 증시 강세”라는 공식이 작동하지 않는 것에 대해 의문을 갖고 있는 분위기
- ▶ 하지만 이미 기존에 알고 있던 “원/달러 환율 하락 = 주식시장 강세”의 공식이 이미 올해 초부터 잘 작동하지 않고 있다는 것임. 실제로 올해초부터 원/달러 환율이 계속 상승하는 구간에서 코스피도 같이 상승하는 패턴이 자주 출현했다는 점을 참고
- ▶ 이는 연기금, 기업, 일반 투자자들의 해외 투자 급증으로 인한 달러 수요의 구조적인 증가에서 비롯된 측면이 있는 만큼, 향후 연준 금리 인하 이후 달러화 약세가 진행되더라도, 지난 10~20년간 원화 강세로 불렸던 시절의 환율 레인지지를 보는 것은 쉽지 않을 것임을 시사. 증시에서도 마찬가지로 기존의 환율과 증시 공식이 바뀔 전망

코스피와 원/달러 환율 : '24년 이전만해도 “원/달러 환율 하락 = 증시 강세”의 관계가 성립됐지만, 올해는 그렇지 않아

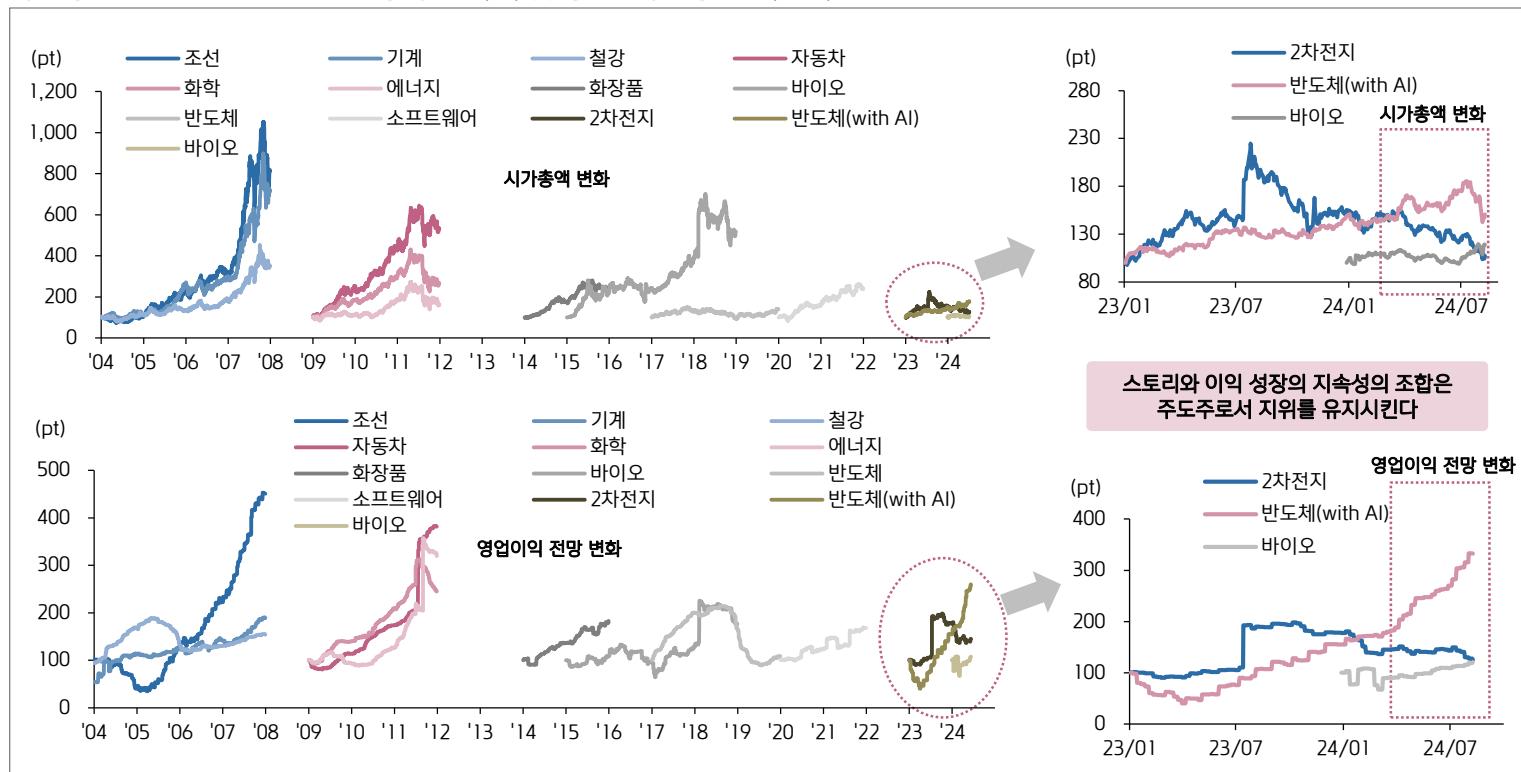


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

21. (증시의 구조적 변화) 시장의 색깔이 바뀐 시기, 주도주 교체 구간

- ▶ 주도주의 조건은 “내러티브(스토리) + 이익 성장”에 있으며, 이런 관점에서 현재 바이오가 차기 주도주의 유력 후보인 것은 맞음(금리 인하 수혜라는 내러티브 + 이전 바이오 장세 때와는 달리 실제 있는 이익 성장)
- ▶ 하지만 작년 주도주인 이차전지, 올해 주도주인 반도체는 이 둘의 조건을 온전히 충족시키고 있지 못한 만큼, 주도주로 복귀하거나 (이차전지), 주도주로서 지위를 유지하는데 (반도체) 한계에 부딪칠 것으로 판단

국내 증시의 시기별 주도주의 시가총액 변화(위) 및 영업이익 전망 변화(아래)

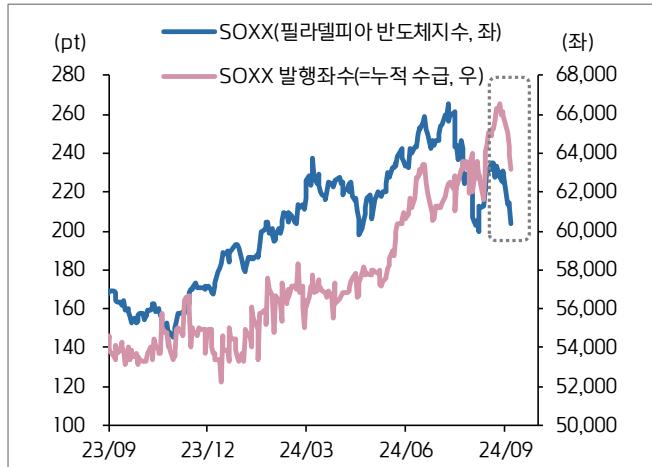


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

22. (증시의 구조적 변화) AI 사이클 현재 진행형, but 하드웨어 → 소프트웨어

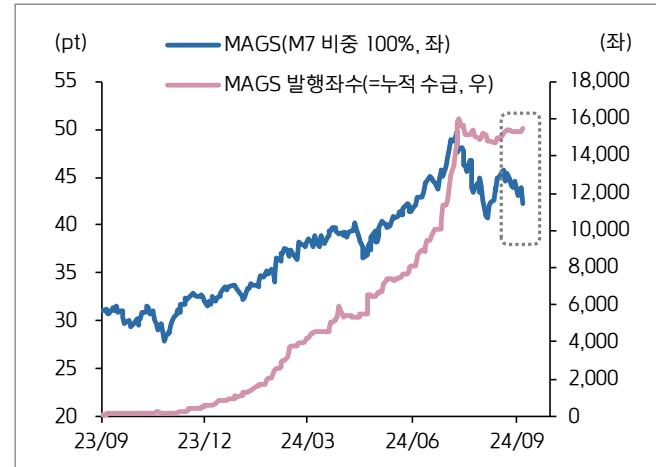
- ▶ 이처럼 올해 주도주였던 엔비디아 등 AI 하드웨어주들은 올 여름을 기점으로 주도주로서 지위를 유지하는 데 한계에 봉착했을 가능성
- ▶ 하지만 MS, 알파벳, 아마존 등 AI를 활용하는 업체들의 전망과 평가에서 확인할 수 있듯이, AI 사이클은 현재 진행형이기에, 주식시장에서도 AI 테마를 도외시할 필요는 없다고 판단
- ▶ 필라델피아 반도체 ETF는 주가 급락과 함께 발행좌수(수급)도 급감하고 있지만, M7 ETF는 최근 주가 조정을 겪었음에도 발행좌수는 변화가 없다는 점도 M7 내에서 패권이 이동할 뿐, 이들 주식의 시대가 종언이 됐다고 보기 어려움을 시사
- ▶ 결국, AI 하드웨어의 비중을 줄이는 것은 적절하지만, AI 소프트웨어, 핸드셋 등 큰 카테고리에서 IT 업종은 시장 비중으로 유지하는 것이 타당

필라델피아 반도체 ETF(티커:SOXX) 및 발행좌수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

M7 ETF(티커:MAGS) 및 발행좌수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

4. FX:

왜 맞지 않을까?

경제 김유미

helloym@kiwoom.com



- ▶ 1990년 이후 미국 정책금리 인하 사례를 살펴보면 달러인덱스는 일관된 흐름을 보이지 않음
 - 미국 금리 인하기에도 경기 침체의 동반 여부에 따라 달러 흐름은 차이
- ▶ 미국 정책금리 인하와 경기 침체가 동반되지 않았던 1995년과 1998년 당시에는 달러는 금리 인하 이후 횡보하다 상승하는 흐름을 보인 반면, 2001년과 2007년 당시에는 경기 침체에 대응해 정책금리 인하 폭이 확대되면서 미 달러화는 하락
 - 2008년 중반 이후에는 글로벌 금융위기에 따른 우려로 안전자산 수요가 강화되며 미 달러 상승 전환
 - 2019년 미국 금리 인하 이후 경기 연착륙 가능성이 높아졌으나 코로나19 확산에 경기 침체로 전환

미국 정책금리와 달러인덱스

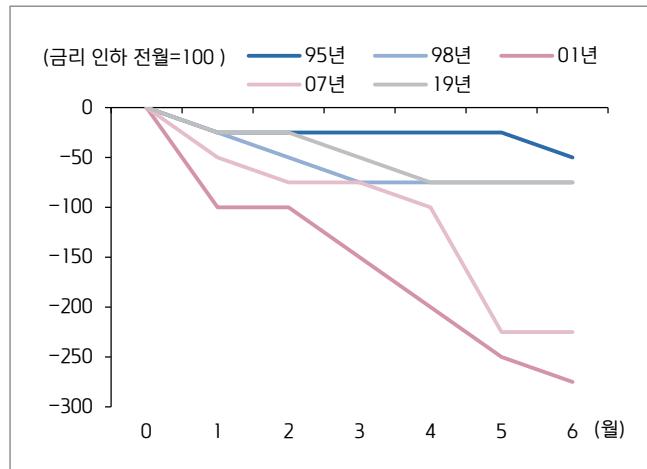


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 화색박스는 경기침체 구간

02. 단기 기간의 달러 움직임도 '제각각'

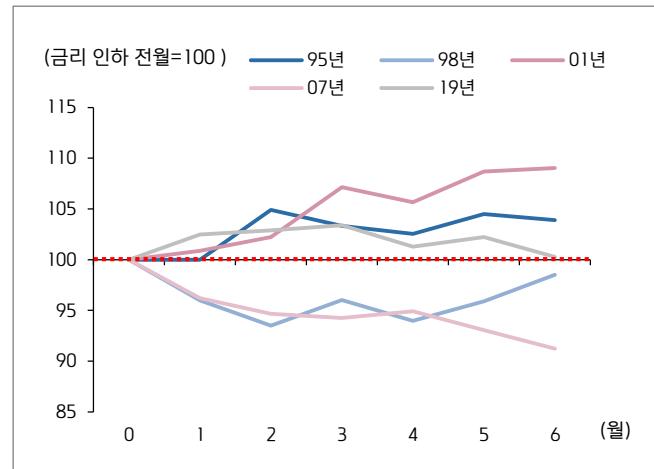
- ▶ 하지만, 정책금리 인하 직후 6개월을 놓고 보면 달러인덱스와 금리 인하 폭도 뚜렷한 연관성을 보이지는 않음
 - 1995년과 1998년, 2019년은 금리를 대략 50~75bp 인하에 그친 반면, 2001년과 2007년은 각각 200bp 이상 인하
- ▶ 1995년과 1998년은 완만한 금리 인하 기간이나 '95년은 달러가 제한적인 강세를 보인 반면, '98년에는 하락
- ▶ 2001년과 2007년은 금리 인하 폭이 가팔랐지만 '01년은 달러가 상승한 반면, '07년은 하락하며 차이
- ▶ 연준의 금리 인하가 시작된 이후에는 미 달러의 단기 움직임은 여러 요인이 복합적으로 작용함을 시사

미국 정책금리 인하 이후 기준금리 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

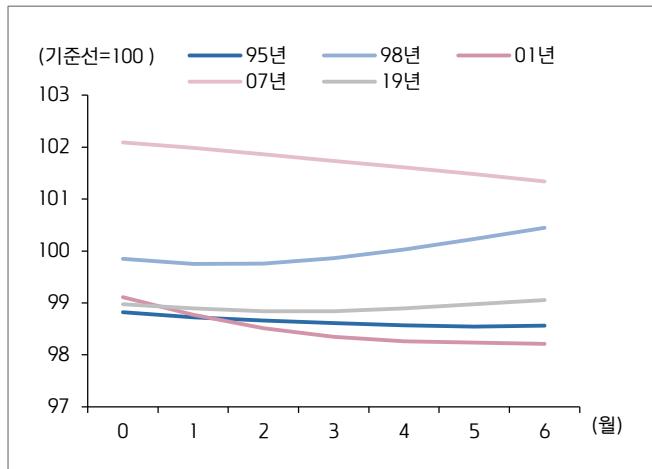
미국 정책금리 인하 이후 달러인덱스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

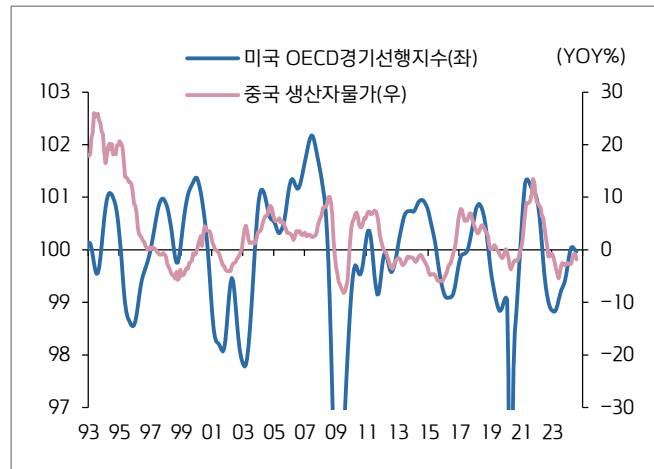
- ▶ 미국 금리 인하 당시의 경제 여건과 금융시장 상황에 따라 단기적으로 미 달러 움직임에 차이가 발생
 - 6개월 동안 상대적 달러 강세가 나타났던 1995년과 2001년, 2019년 당시의 미국 OECD경기선행지수는 기준선(100)을 하회한 반면, 1998년과 2007년은 기준선(100)을 상회
- ▶ 과거 금리 인하가 시작된 이후 단기적으로 미국 경기사이클이 확장 또는 경기 회복 구간에서 글로벌 수요도 양호한 경우에는 미 달러화가 약세를 보이는 경향
 - 미국 OECD경기선행지수와 중국 생산자물가는 수요 흐름에 밀접하게 움직이며 과거 유사하게 움직임
- ▶ 반면, 대내외 경기에 대한 우려가 구간에서는 안전자산 수요가 유입되면서 달러는 상대적으로 강세를 보임

미국 정책금리 인하 이후 미국 OECD경기선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

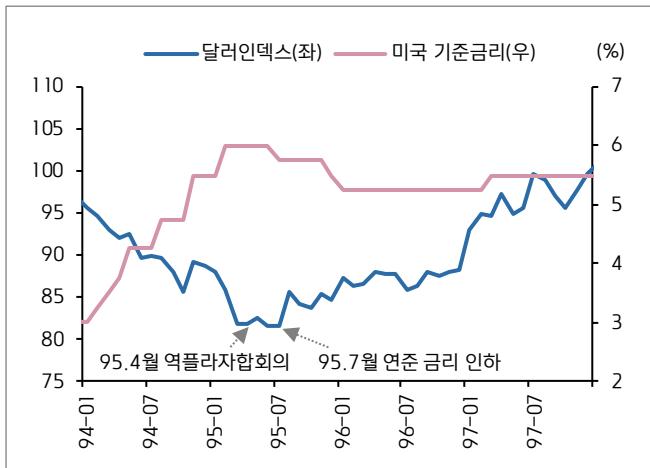
미국 OECD경기선행지수와 중국 생산자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

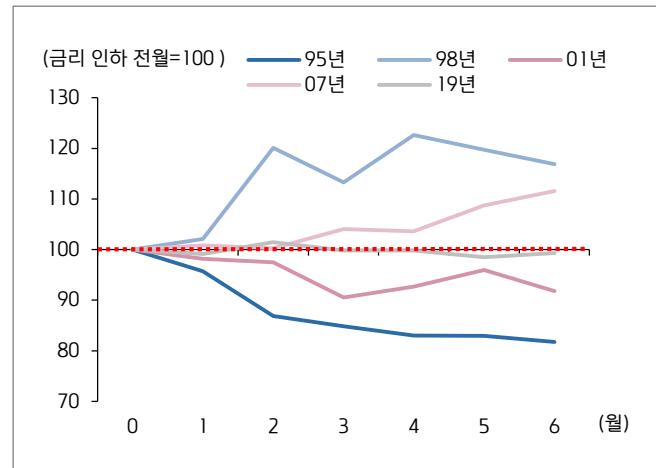
- ▶ 미국 정책금리 인하기 전후 정치적인 환경이 주는 영향력도 고려해야 하는 변수
 - 1995년 당시 미국의 정책 금리 인하는 7월부터 시작되었으나 그 해 4월 역플라자 합의에 따라 엔화를 중심으로 주요 통화가 약세를 보이면서 미 달러화 강세
 - 1995년 4월 역플라자 합의, 선진 7개국(G7)이 달러가치 부양을 목적으로 합의

미 달러인덱스와 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정책금리 인하 이후 달러/엔 환율 추이

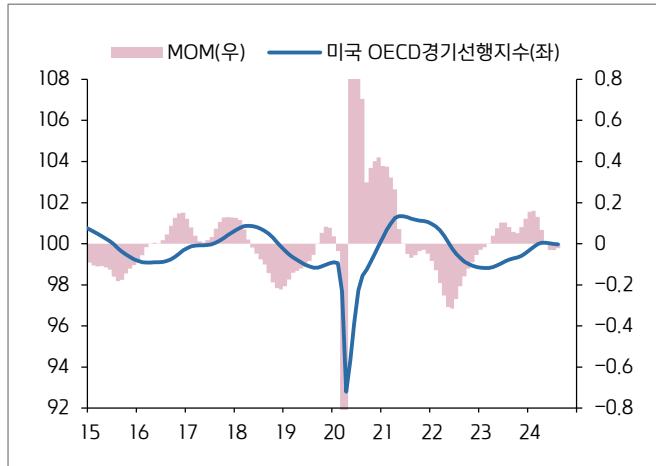


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05. 미 달러, 바닥 다지기 이후 제한적 강세 가능

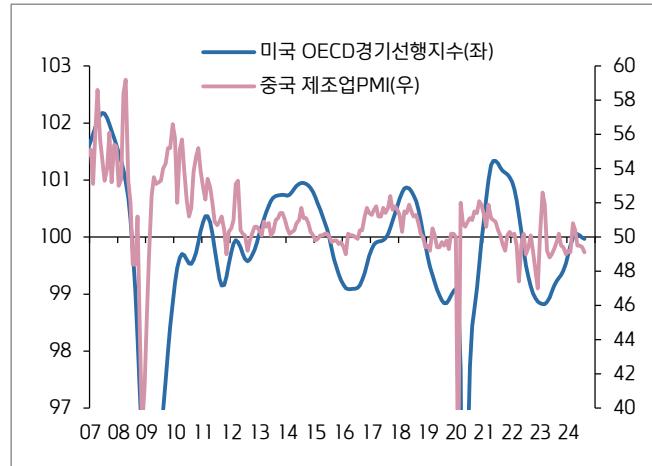
- ▶ 미국 OECD경기선행지수는 7월 들어 둔화국면으로 전환되었으며 주요국 제조업 체감경기의 회복세도 미약
 - 글로벌 수요 측면에서 중요한 중국 제조업 PMI 등은 바닥은 다지고 있으나 회복은 지지부진한 상황
- ▶ 금번 금리 인하 사이클의 속도가 완만할 것으로 전망하고 미국 경기사이클의 둔화와 대외 수요의 약화 구간을 고려한다면 1995년 인하기와 유사할 가능성, 미 달러는 바닥 다지기 이후 제한적 강세 흐름 예상
 - 1995년 당시 6개월 간 최종 금리 인하 폭은 75bp, 금번 9월 50bp 인하 이후 올해 100bp 가량 인하 전망
 - 내년초까지 최종적으로 150bp 가량 인하를 예상함에 따라 '01년과 '07년 금리 인하 폭보다는 완만하고 기간도 짧음

미국 OECD경기선행지수와 전월차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 OECD경기선행지수와 중국 제조업PMI



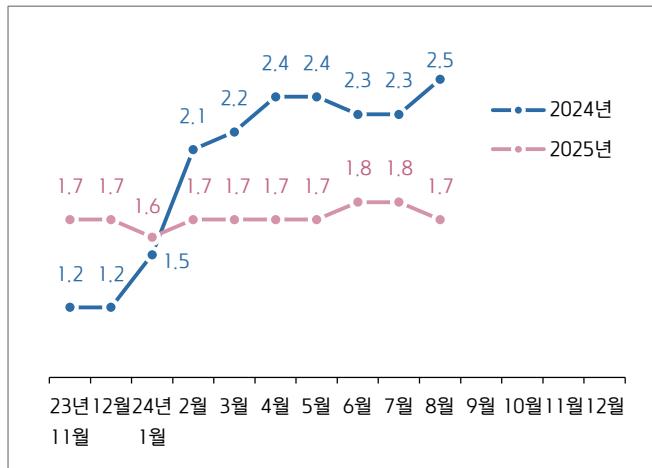
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

물론, 미국과 주요국 간의 펀더멘털 차이 축소되나

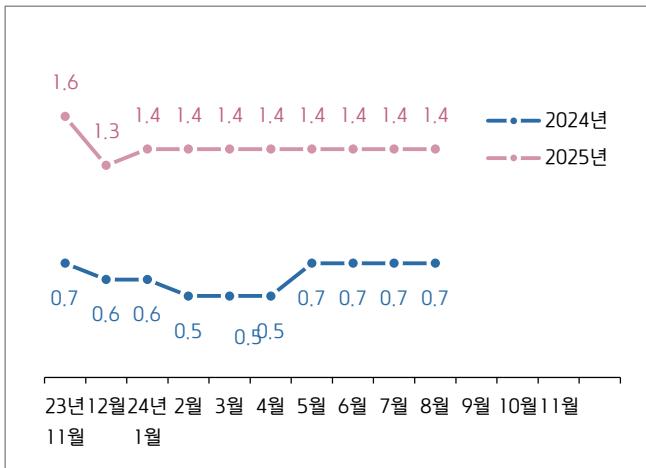
- ▶ 미국과 유로존과의 펀더멘털 격차 축소는 유로화 강세/달러 약세 요인
- ▶ 달러인덱스에서 가장 비중이 큰 유로화의 경우 미국과 유로존과의 경제성장을 격차가 연간 기준으로 보면 2025년에는 축소될 것이라는 전망
 - 미국은 2024년 2% 초중반에서 내년 1% 후반대로 둔화되고 유로존은 올해 0% 후반에서 내년 1%초반대로 반등할 것으로 전망

주요 IB 미국 연간 경제성장을 전망치 변화(중간값)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

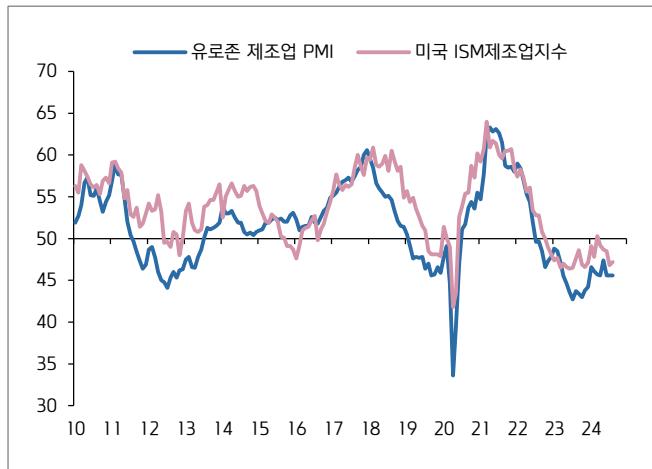
주요 IB 유로존 연간 경제성장을 전망치 변화(중간값)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

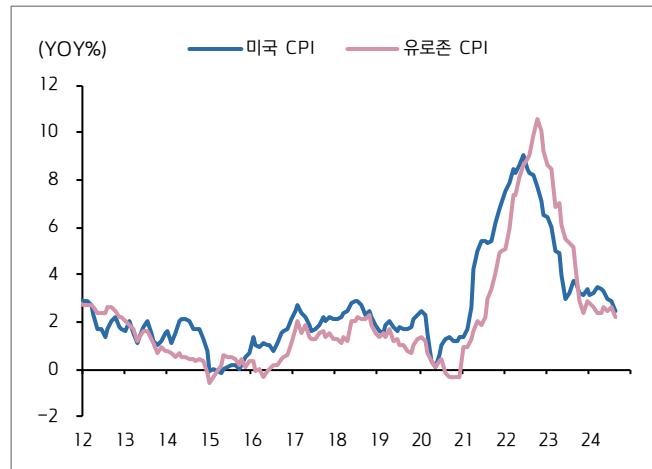
- ▶ 하지만, 성장 모멘텀의 지속성 측면에서 유로존의 경기 회복 기대는 단기에 그칠 수 있음
 - 유로존은 정치 불확실성이 여전하고 재정을 통한 성장 견인력은 미국에 비해 상대적으로 약한 상황
 - '25년 미국 경제성장률은 둔화되나 ISM 제조업지수 등의 제조 생산활동의 회복으로 성장 모멘텀 개선 가능
- ▶ 미국과 유로존 모두 작년 4분기 낮았던 기저효과로 연말 갈수록 물가 상승률의 둔화세가 주춤해질 수 있으며 특히, 유로존은 에너지 등 비용 인플레이에 보다 민감해 ECB의 금리 인하 속도를 제약할 수 있음

미국 ISM제조업지수와 유로존 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 유로존 소비자물가 상승률

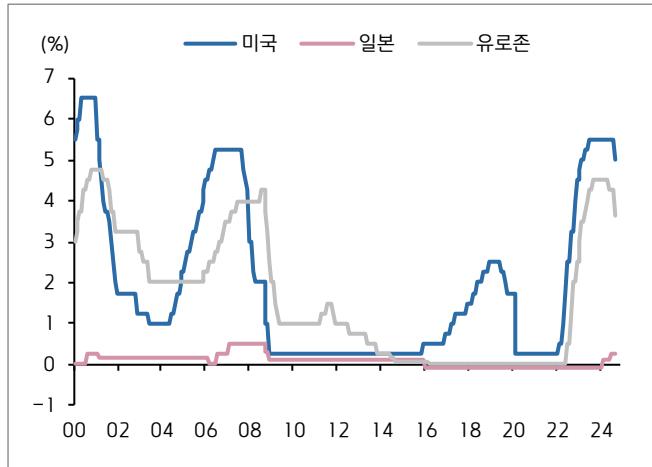


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08. 미국과 주요국과의 금리 차이는 아직 남아

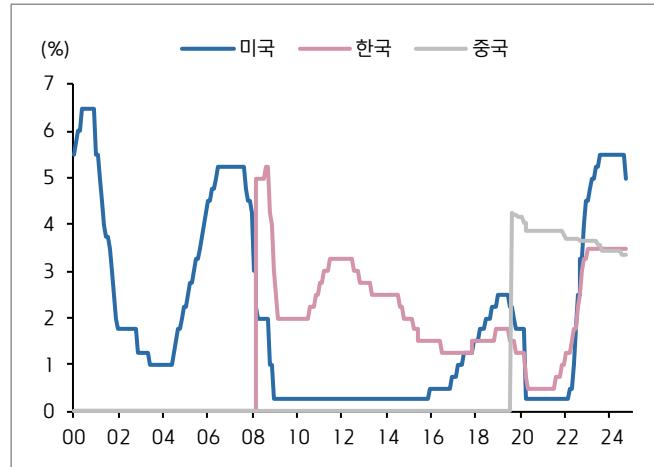
- ▶ 미국 연준의 기준금리 인하에도 주요국 간의 금리 차이는 유지될 전망
 - 미국 정책금리를 내년 초까지 4.00~4.25%까지 낮추더라도 여타 주요국 대비 높은 수준
 - 일본은 추가 금리 인상 가능성은 열려있지만 대내외 수요를 고려해 점진적인 정책 변화를 유도할 전망
- ▶ 상대적으로 양호한 미국 경제와 여전히 넓은 폭을 유지 중인 내외 금리차 등은 달러 약세를 제한 가능

미국, 일본, 유로존 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

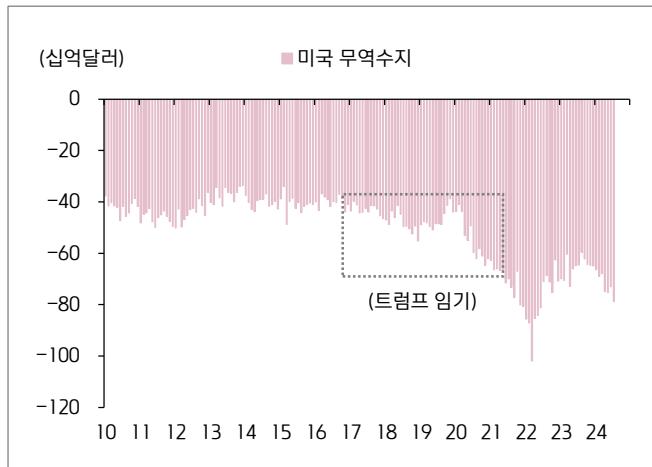
미국, 중국, 한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

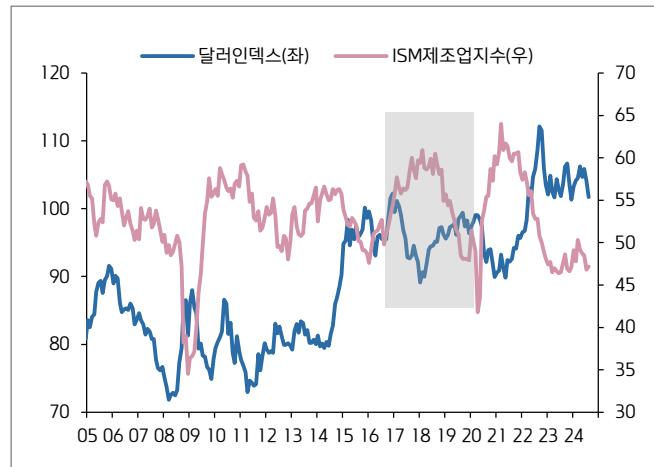
- ▶ 미국 트럼프와 해리스 대통령 후보의 공약은 성장, 인플레, 안전자산 수요 등에 미치는 영향 및 시차는 있겠지만 두 후보의 공약 모두 재정악화와 금리 상승 요인
 - 트럼프의 감세안 및 규제 완화를 통한 성장 중점 공약과 해리스의 중산층에 대한 보조금 확대 등은 재정적자 요인
 - 트럼프는 표면적으로 약달러를 지지하고 있으나 주요 공약인 관세 부과대상 확대, 감세안 연장, 이민 제한 정책 강화 등은 강달러 요인으로 작용할 소지.
 - 과거 트럼프 임기 당시 달러 약세는 대내외 편더멘털이 양호했던 점이 주요하게 작용

미국 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미국 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 세계화 둔화, 지정학적 리스크 등 구조적으로 인플레이션 이슈가 수시로 발생하며 통화정책을 통한 레버리지 여건이 과거에 비해 제한적일 경우 정부의 재정지출과 정책적 지원이 성장 견인의 주된 동력으로 작용
- ▶ 정부 부채와 재정지출 확대 등 정책적 지원이 가능한 국가로 자금 이동, 이를 통해 성장도 상대적 우위 보일 듯
 - 미국의 경우 부채 증가와 더불어 재정지출이 늘어나면서 적자 확대 기조 지속
- ▶ 인플레이션 이슈에 정책금리의 인하 폭이 제한적임에 따라 재정적 경기 부양 여력이 제한적인 국가의 경우, 통화 이완의 효과가 단기에 그칠 수 있음
 - 독일의 경우 ECB 금리 인하로 경기 회복 기대를 높일 수 있으나 긴축적인 재정으로 회복 강도가 제약될 것으로 예상

주요국 재정수지/GDP와 정부부채/GDP 전망치

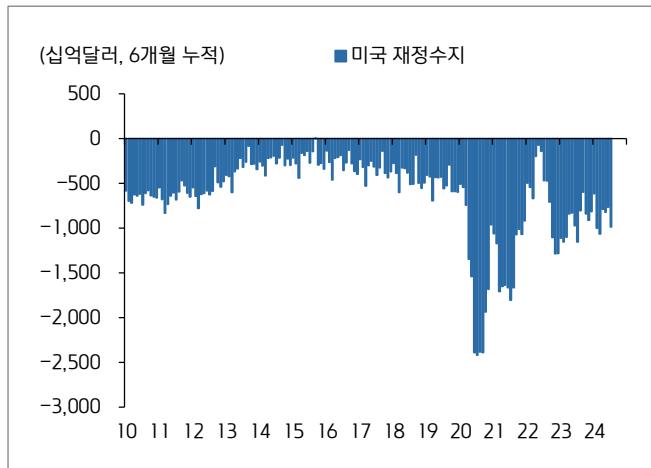
재정수지/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	-3.9	-3.1	1.4	-3.2	1.5	-3.0	-4.8
2023	-7.1	-5.5	-2.1	-5.8	-1.0	-6.0	-8.8
2024	-7.4	-4.9	-1.5	-6.5	-0.6	-4.6	-6.5
2025	-7.6	-4.9	-1.3	-3.2	0.1	-3.7	-7.1

정부부채/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	52.8	97.4	65.5	232.2	40.8	86.9	106.3
2023	83.6	110.6	64.3	252.4	55.2	101.1	122.1
2024	88.6	111.6	63.7	254.6	56.6	104.3	123.3
2025	93.0	112.8	62.3	252.6	57.3	106.4	126.6

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

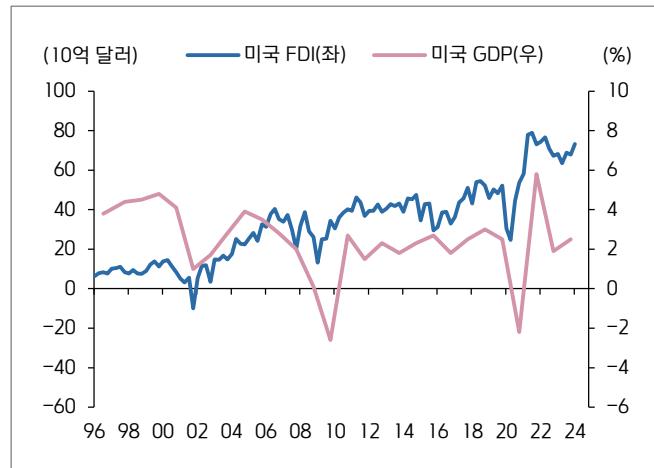
- ▶ 인플레이션 환경에서는 레버리지를 통한 성장 견인이 쉽지 않아 정부지출과 민간 투자를 통한 성장 제고 필요
 - 미국 의회예산국(CBO), 재정적자가 2029년까지 GDP의 약 5% 이상으로 유지될 것으로 예측
 - '24년 GDP 재정적자 규모는 5.6%, '25년 6.1%로 코로나19 이전 5년 평균 3.5%보다 높은 수준으로 전망
- ▶ 미국 경기 및 금융시장 불확실성에 단기적인 마찰음이 발생할 수 있으나 중장기적으로 미국 펀더멘털이 상대적 우위를 지속하며 미국으로의 자금 유입 흐름은 유효하다면 미 달러화에는 강세요인으로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

미국 재정수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

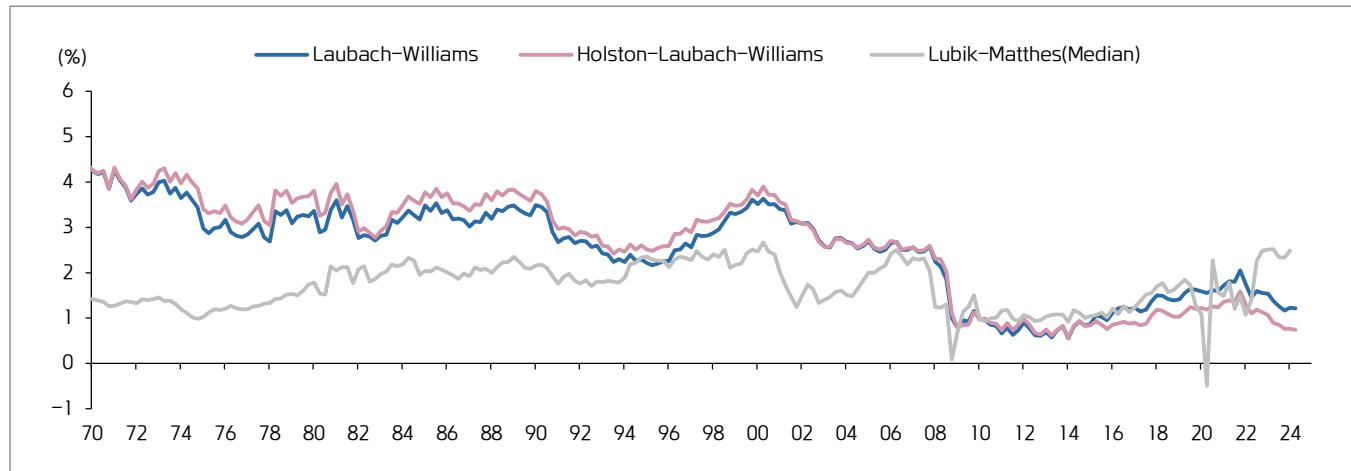
미국 FDI와 경제성장을 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 다양한 방법론에 따르면 미국 실질 자연이자율 추정치는 코로나19 팬더믹 이후 차별화되는 모습
 - 생산성, 인구구조 등 구조적인 변화와 미국의 재정적자 확대 및 민간 투자 확대 등의 반영에 따라 추정치는 차이
- ▶ 지난 2000년 이후 자연이자율의 하락 추세는 완화적인 통화정책 기조를 뒷받침. 하지만, 코로나 팬더믹 이후 차이를 보이는 자연이자율의 추정치들은 통화 이완의 활용이 이전보다 제한적일 수 있음을 시사

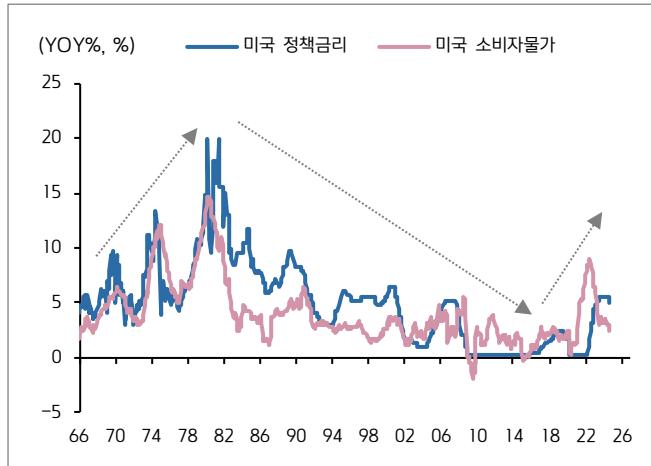
다양한 방법론에 따른 미국 실질 자연이자율 추이



자료: FED, 키움증권 리서치센터

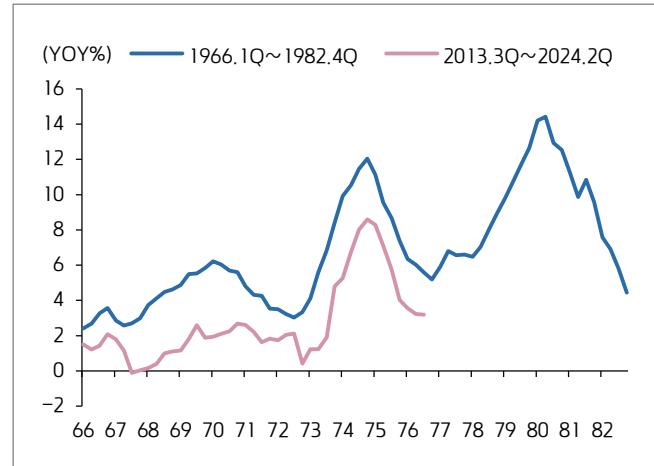
- ▶ 과거에 비해 물가가 높은 수준에 머물고 있고 세계화 둔화 등의 정치적인 지형 변화 등을 고려할 때 각자도생의 변화는 필연적으로 비용 인플레이션에 대한 변동성이 확대될 수 있음을 시사
- ▶ 연준의 금리 인하 폭이 과거에 비해 제한적이고 인플레이션 이슈에 따라 시장금리의 수준이 이전보다 높게 유지될 수 있음을 시사
- ▶ 금리가 성장과 물가를 복합적으로 반영하면서 달러화도 이전보다 시장금리에 밀접하게 움직일 수 있음

미국 정책금리와 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가 분기 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14. 미 달러에 연동하는 원화 움직임

- ▶ 달러/원 환율은 미 달러화에 주로 연동해 움직일 것으로 전망
- ▶ 미 달러화는 코로나19 이후 국채금리와 정(+)의 관계로 움직이며 주요 변수로 작용. 미국 시장금리가 하락 이후 내년 초 점진적으로 반등할 경우 미 달러화 오름세를 보이며 원화는 약세 요인으로 반영될 수 있음.
 - 과거보다 높은 물가 환경에서 미 국채금리 흐름은 성장과 물가를 모두 반영. 중물가 흐름이 이어지고 미국 정책금리 인하 폭이 과거에 비해 제한적인 수준에 마무리된다면 국채금리는 내년 초 이후 점진적으로 반등할 것으로 전망

달러/원 환율과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

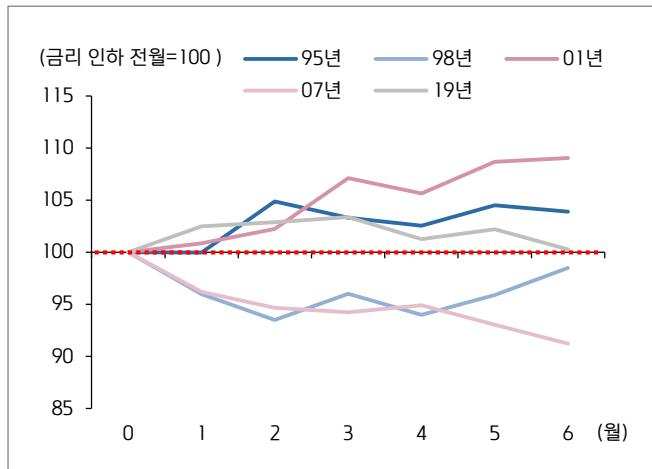
달러인덱스와 미 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

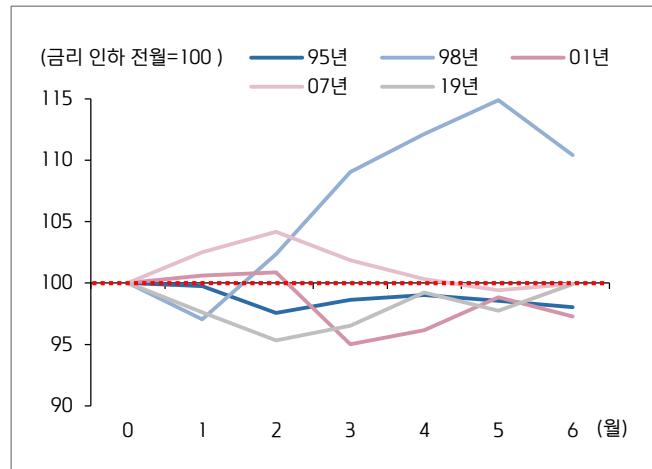
- ▶ 과거 미국 정책금리 인하 시기에 달러/원 환율을 살펴보면 대체로 달러와 역(-)의 상관관계로 움직였으며 연준의 금리 인하가 시작된 이후에는 대내외 경기 상황에 좀더 민감하게 반응
- ▶ 1995년 금리 인하기와 유사하게 달러가 횡보 이후 제한적인 강세를 보인다면 달러/원 환율도 추가 하락 제한되며 소폭 반등한 수준에서 단기적인 등락 가능

미국 금리 인하 이후 달러인덱스 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 금리 인하 이후 달러/원 환율 흐름

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 기준선 100을 상회(하회)할 원화 강세(약세)

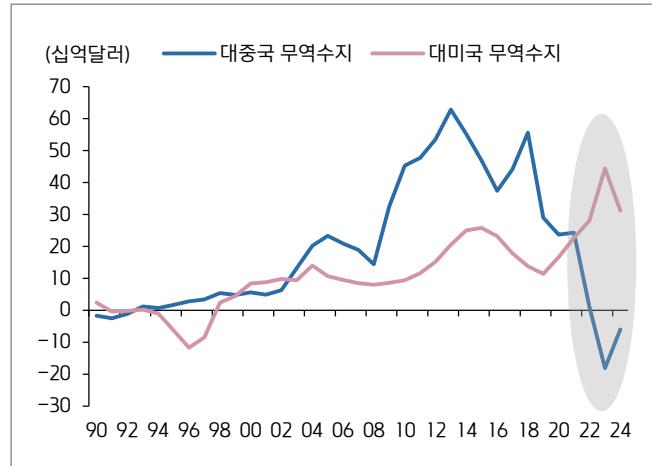
- ▶ 한국 코스피지수가 대체로 상승 시 달러/원 환율은 하락하는 패턴을 보여왔으나 최근 이 관계가 약화
 - 2024년 들어 KOSPI 하락에도 달러/원 환율이 내림세를 보이며 원화가치가 상승. 과거에는 반대 패턴을 보임
- ▶ 한국 수출의 주요 수출 지역이 중국에서 미국으로 이동하고 있다는 점이 주된 배경. 중국의 약한 수입 수요로 미국 성장에 대한 한국의 수출 민감도가 높아짐.
- ▶ 미국 편더멘털 약화로 달러가 하락할 경우 원화가 상대적으로 강세를 보이지만 대미국 수출 수요 둔화 우려로 주식시장에는 부담으로 작용

달러/원 환율과 KOSPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

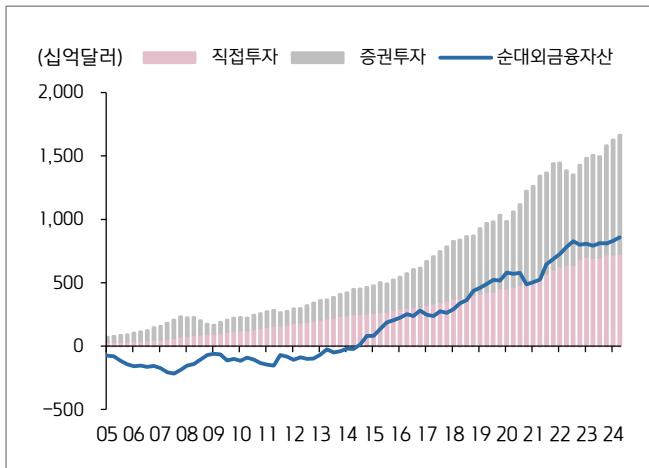
한국 대중국과 대미국 무역수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

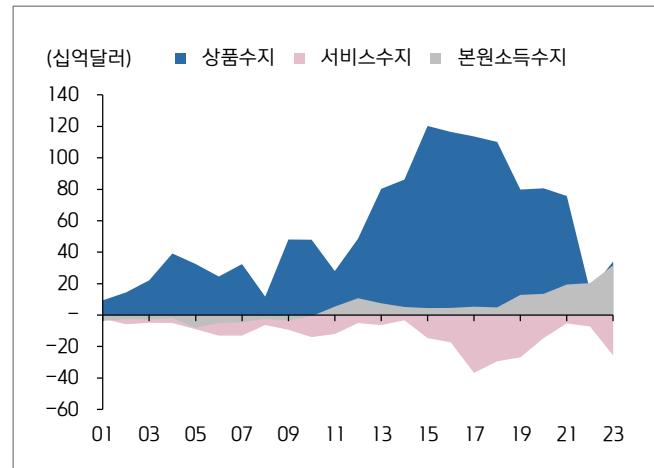
- ▶ 한국 국제투자대조표(IIP)를 살펴보면 직접투자와 증권투자가 꾸준히 증가하며 순대외금융자산 역시 확대
- ▶ 이와 같은 순대외금융자산의 확대는 그만큼 해외로의 투자가 확대된다는 의미로 원화 약세요인으로 작용하나 대외 지급 능력 측면에서 해외 리스크의 전이를 완화해 달러/원 환율 급등 가능성을 제한
 - 순대외금융자산 흑자국에서 외국인 자금이 이탈할 경우 내국인의 해외투자 자금이 본국으로 돌아오면서 자본유출입의 변동성을 완화시키는 역할 가능. 순대외금융자산의 축적은 국제적 위험 공유를 통한 해외 리스크의 전이를 완화
- ▶ 경상수지에서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

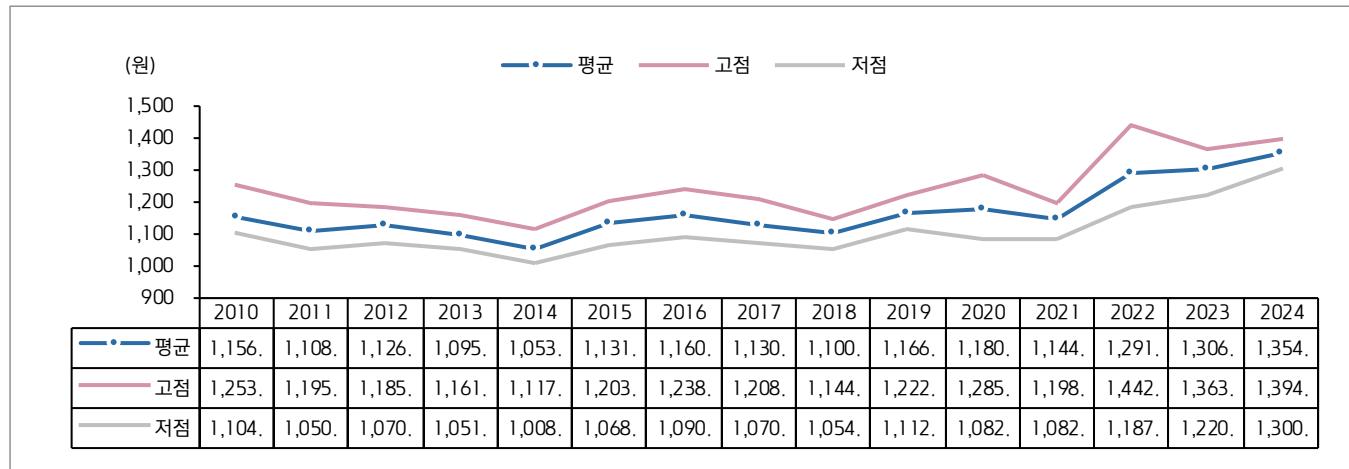


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

18. 새로운 균형, 달러/원 환율 1,300원대 흐름

- ▶ 달러/원 환율의 평균 수준은 2015년 1,100원대로 높아진 이후 2022년에는 1,200원대로 상향 조정 중
- ▶ 달러/원 환율의 새로운 균형은 1,200~1,400원대가 될 것으로 예상하며 평균 1,300원대 움직임을 전망
 - 단기적으로 미 달러화가 소폭 하락 이후 제한적인 강세 흐름을 보인다면 달러/원 환율도 1,300원대 초반에서 등락을 보인 이후 내년 초에는 1,300원 중후반에서 움직일 것으로 예상
 - 한국 무역수지 흑자 기조가 유지될 것으로 전망함에 따라 1,400원대를 상향 돌파하는 흐름은 제한될 것으로 전망

달러/원 환율 추이



자료: Bloomberg, 기움증권 리서치센터

주: 2024년은 9/13일 기준