

2026년 05월 26일
키움증권 리서치센터 | 투자전략팀
투자전략팀 하반기 전망 part 2
**달라진 시장 문법:
금리·원자재·환율의 재해석**
경제 Analyst 김유미
채권전략/ESG Analyst 안예하
원자재/디지털자산 Analyst 심수빈
RA 김정현

Contents

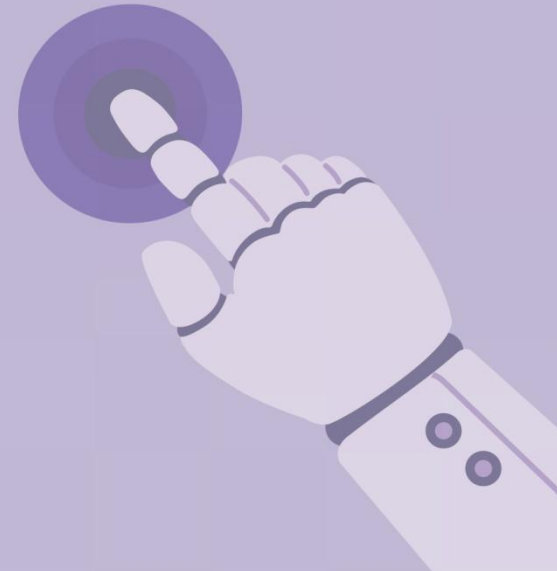
Summary	P.03
I. 채권: 유가 하락이 금리 하락 공식은 아니다	P.04
II. 원자재 : 유가 피크아웃 가능성 점검	P.44
III. FX : 흑자에도 높은 환율 - 자본 흐름이 가른다	P.82

Compliance Notice

- 당사는 05월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.





Summary

I. 채권: 유가 하락이 금리 하락 공식은 아니다

- 한국은행은 고환율, 고유가 등에 따른 인플레이 상방 및 수요 개선 등에 따라 7, 10월 2회 인상 전망. 2027년까지도 인상 기조 이어질 것으로 예상. 초과 세수에도 국채 발행 확대 등 공급에 대한 경계감도 시장 금리 상승 견인 요인
- 한국 국채 금리는 단기적으로 국제유가에 연동되는 흐름을 보이며 하락 압력이 높아질 수 있지만, 수요 회복과 수출 호조에 따른 한은 금리 인상 기조와 함께 재차 반등 압력 보일 것. 연중 고점은 4분기 중 확인 예상
- 미 연준 연내 동결 전망하나, 점진적으로 물가 상방 압력이 나타나면서 내년 금리 인상 가능성을 수시로 반영할 것으로 판단. 재정확장 기조에 따른 기간 프리미엄 상승이 시장금리 상승 요인. 미국채 10년 상단 4.90% 예상

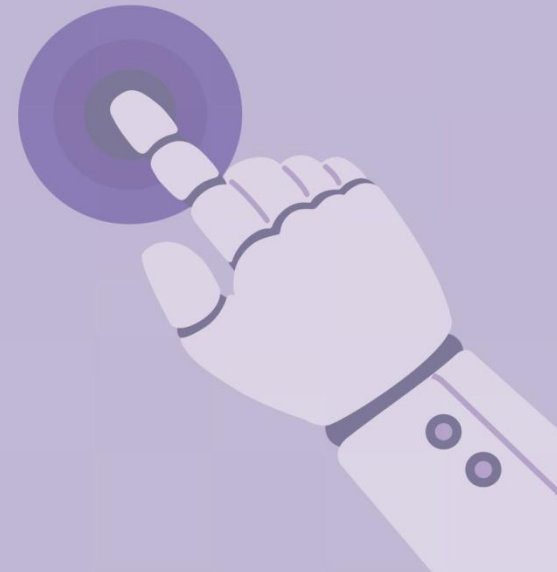
II. 원자재: 유가 피크아웃 가능성 점검

- 하반기 국제유가는 연초보다 높은 수준을 유지하되, 하향 안정화될 것으로 전망. 최근 고유가에 따른 수요 둔화와 미-이란의 종전 협상 지속 등을 고려했을 때 공급 불안이 확대될 가능성은 제한적이기 때문. 다만, 하반기 초 단기 급등 가능성은 열어둘 필요. 걸프국 생산 차질을 대체할 수 있는 수단이 부재한 가운데 계절 수요가 유입되며 추가적인 재고 감소가 불가피할 것으로 보임
- 연초보다 높은 유가 레벨 하에서 미 연준의 금리 인상 경계감이 상존하나 달러 강세가 제한된다면, 원자재 가격의 상승도 이어질 전망. 특히 구조적으로 수요가 유입되고 있는 구리나 금에 대한 투자 관심은 꾸준히 가져갈 필요

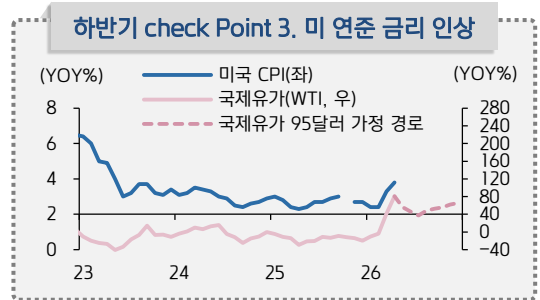
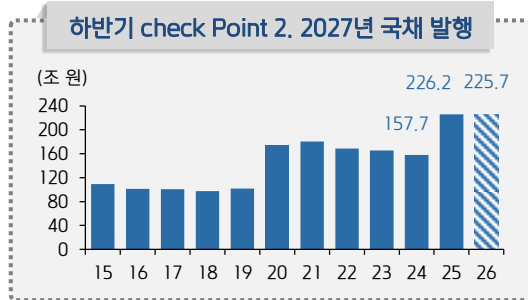
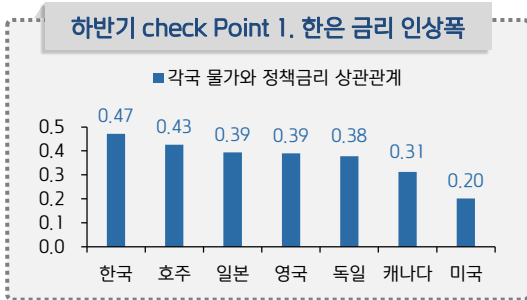
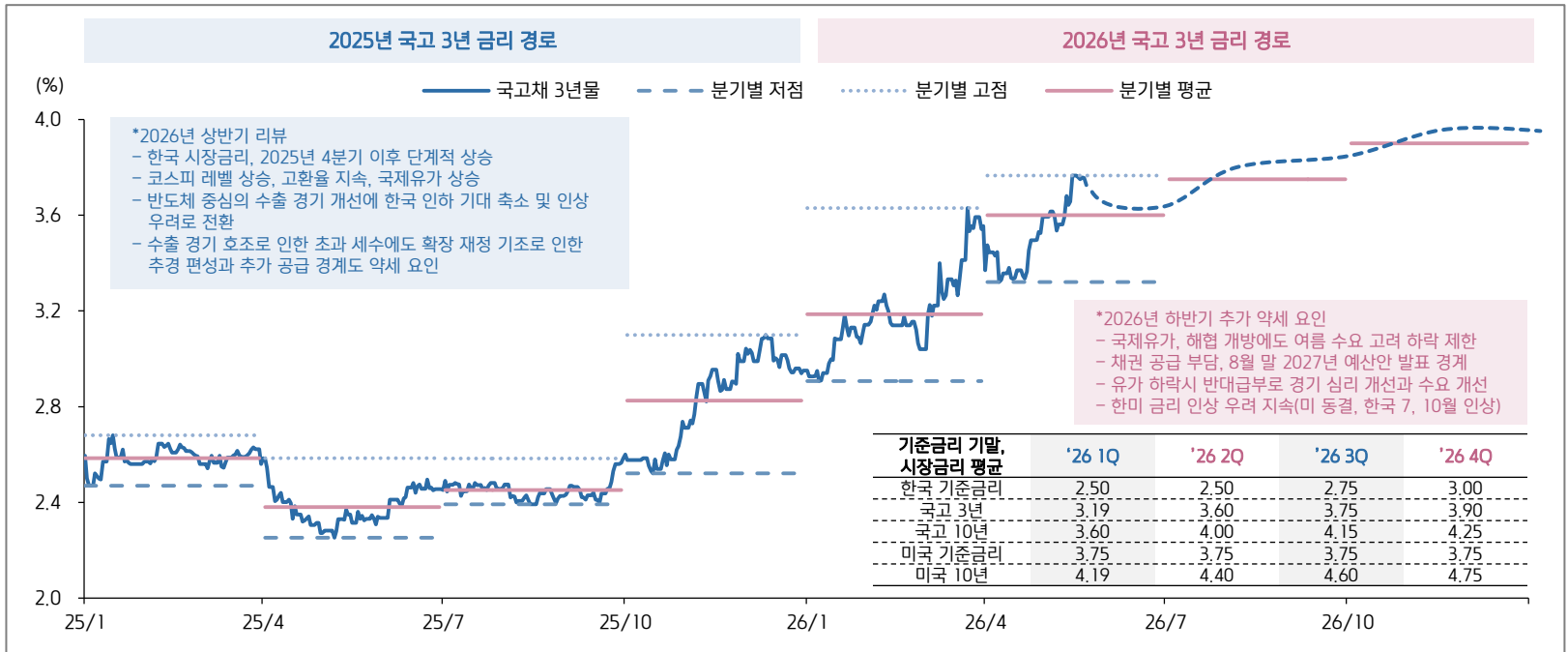
III. FX: 흑자에도 높은 환율 - 자본 흐름이 가른다

- 단기적으로 달러/원 환율은 유가 흐름에 높은 연동성을 보일 전망. 호르무즈 해협 정상화와 외국인 매도세 진정 시 1,400원대 초반까지 하향 안정될 가능성이 있으나, 4분기 미국 중간선거를 전후로는 소폭 반등할 것으로 예상
- 한국의 환율 결정 구조가 금리차·경상수지 중심에서 자산수익률·자본흐름 중심으로 이동하면서, 글로벌 자금 흐름과 기대수익률 변화에 대한 환율 민감도가 한층 높아질 전망
- 달러 강세가 제한적인 국면에서는 내국인의 해외투자 흐름과 이를 국내 자산에 묶어두기 위한 정책적 유인, 환전 수요 유도 여부 등이 환율 방향성을 좌우하는 핵심 변수로 작용할 전망

I. 채권: 유가 하락이 금리 하락 공식은 아니다



01. (요약) 아직 고점을 논하기 이르다

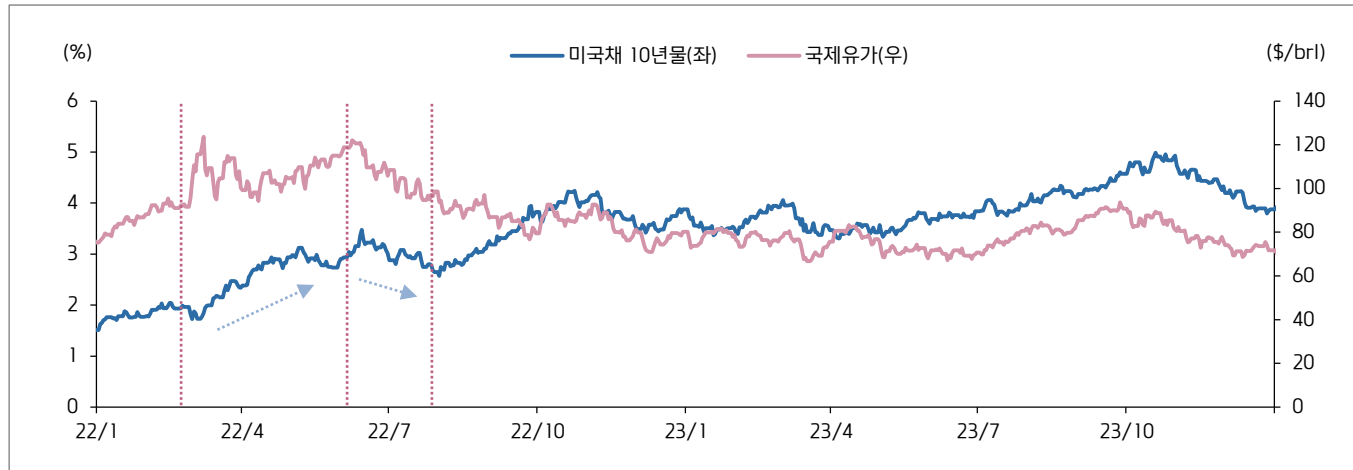


02.

(물가) 시장금리 하향을 위한 조건은 국제유가

- ▶ 2026년 상반기 금리 상승의 주된 요인은 국제유가. 가장 근래 지정학적 리스크로 인해 유가가 상승했던 러-우 전쟁 경험을 통해 금리의 방향을 살펴보면, 결국 올라간 금리가 내려오기 위해서는 국제유가의 추세적 하락이 포인트
 - 2022년 2월 말 러시아-우크라이나 전쟁이 시작되면서 국제유가는 배럴당 90달러 초반에서 2022년 6월 118달러까지 상승 추세를 보이다 하락 전환
 - 국제유가의 하락 전환 배경에는 수요 둔화 우려와 함께 공급 차질 우려가 완화된 점이 주된 요인
 - 유가의 추세적 하락이 확인되고 나서야 국채 금리도 하락 전환한 과거 경험을 토대로 볼 때 현재의 금리 또한 레벨을 낮추기 위한 가장 큰 전제조건에는 국제유가의 하향이 필요

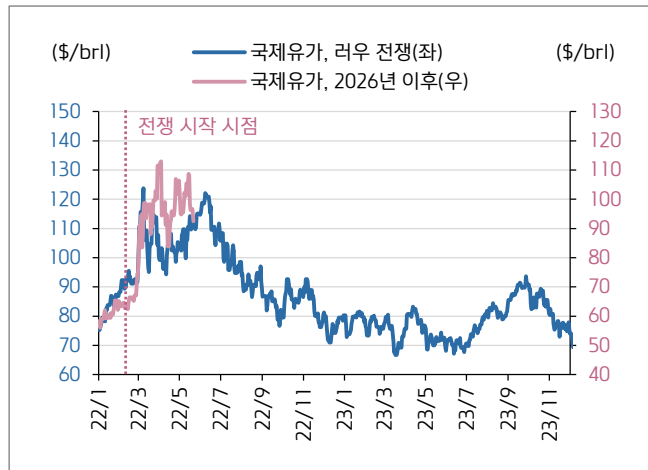
미국채 10년물 금리와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

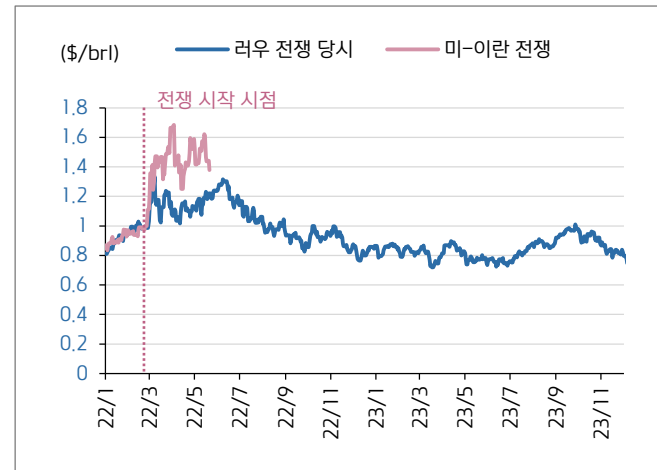
- ▶ 현재는 전쟁이라는 이슈로 과거처럼 안전자산으로서의 채권 매수세가 확대되기 보다는 물가 둔화 속도가 예상보다 느려질 수 있다는 우려가 채권 투자의 주요 포인트. 그간 완만한 물가 둔화를 확인하면서 주요국 완화정책 지속 여부가 채권 투자의 포인트로 작용했다면, 국제유가의 레벨 변화로 투자 포인트 변환
- ▶ 최근 국제유가의 궤적을 보면 러-우 전쟁 당시와 유사한 흐름을 보이고 있음. 전쟁 직후 상승과 하락을 반복하는 가운데, 장중 고점을 재차 상회하지는 못하고 있는 상황. 공급 이슈가 해소되기 전까지 국제유가의 추세적 하락을 확인하기 어려움
 - 특히 러-우 전쟁 당시와 비교하면 호르무즈 해협 봉쇄라는 실질적인 공급 차질 요인이 이전보다 국제유가 상승 압력을 가파르게 만들고 있음. 물가 상방 리스크가 재차 높아지면서 금리 레벨을 높은 가장 주된 요인

러-우 전쟁 당시와 최근 국제유가 흐름 비교(명목)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

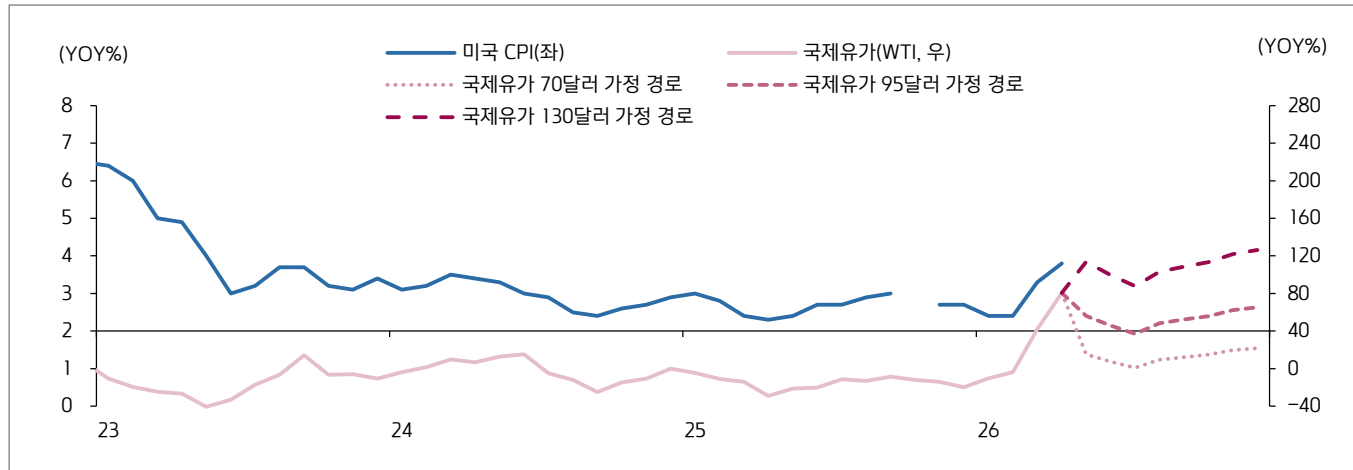
러-우 전쟁 당시와 최근 국제유가 흐름 비교(전쟁 기준=1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이란의 생산시설 타격과 호르무즈 해협 봉쇄 등으로 인해 공급 차질 이슈가 발생했던 점을 고려하면 호르무즈 해협 봉쇄 조치가 완화되더라도 국제유가는 미-이란 전쟁 이전 수준으로 되돌리기 어려울 것으로 보이며, 여름철 수요까지 더해지면서 국제유가는 배럴당 90달러 전후 등락 예상
- ▶ 2025년 국제유가 평균 수준이 64.8달러 수준이었다는 점에서 전년보다 높은 에너지 가격 흐름이 이어지면서 통화 긴축 정책 경계감이 해소되지 않으면서 시장금리 또한 높은 수준에서 등락을 이어나갈 가능성 높음

미국 소비자물가와 국제유가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 고유가 지속은 러-우 전쟁 당시만큼의 긴축 우려를 자극할 수 있음. 물론 당시는 팬데믹 이후 이연된 수요의 강한 회복이라는 부분이 뒤따랐다는 점이 지금과 차이점이 있지만, 물가가 빠르게 둔화되지 않는다는 점은 채권 투자 심리를 회복시키기 어려움
- ▶ 러-우 전쟁 수준의 긴축은 제한된다 하더라도 ‘그때만큼 하는 것 아니야?’라는 의구심이 계속해서 남게 됨. 그때만큼 하지 않는다는 명확한 명분이 제공되지 않는다면 투자 심리를 회복시키기는 역부족일 것

러-우 전쟁 당시와 미-이란 전쟁 국고채 3년 금리 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

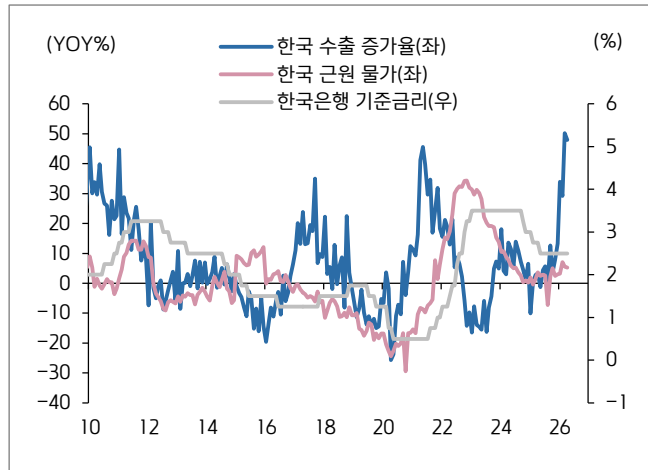
러-우 전쟁 당시와 미-이란 전쟁 미국채 10년 금리 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

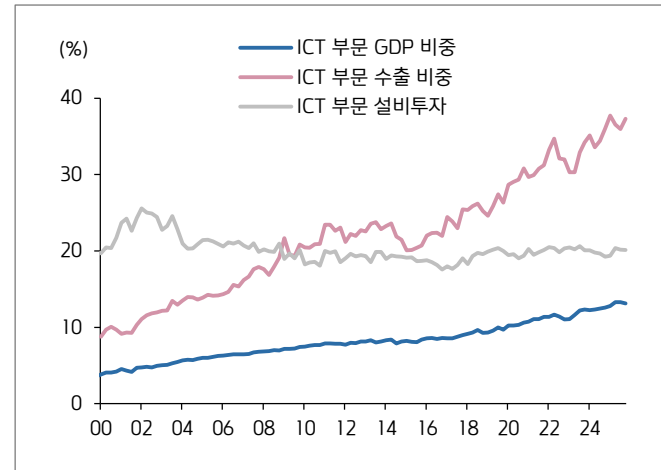
- ▶ 반도체 중심의 수출 회복은 한국 경기의 하방 리스크를 낮추는 요인. 통상 수출 개선이 근원물가 둔화와 동반될 경우 금리 인하 기대가 유지될 수 있으나, 현재와 같이 고회율·고유가가 병존하는 환경에서는 오히려 경기 개선이 통화정책 완화 필요성을 약화시키는 요인으로 작용
 - 한국 수출에서 정보통신산업이 차지하는 비중이 역대 최고 수준으로 확대된 가운데, 반도체 단가 상승은 기업 이익 개선 → 임금 및 투자 확대 → 내수 회복으로 연결되는 파급 경로를 형성
 - 설비투자 내에서 ICT 비중은 큰 변화가 없는 상황이나, 점차적으로 인프라 투자가 병행될 경우 내수에도 기여할 것
 - 한국은행이 양극화 상황을 고려하더라도 반도체 중심의 수출 호조세로 금리 인상 경계감을 유지시키는 배경으로 작용

한국 수출과 근원물가, 한은 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

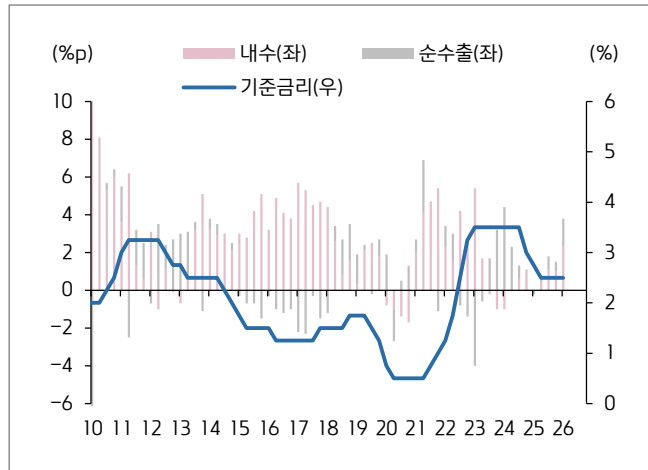
각 지표별 정보통신산업 비중 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

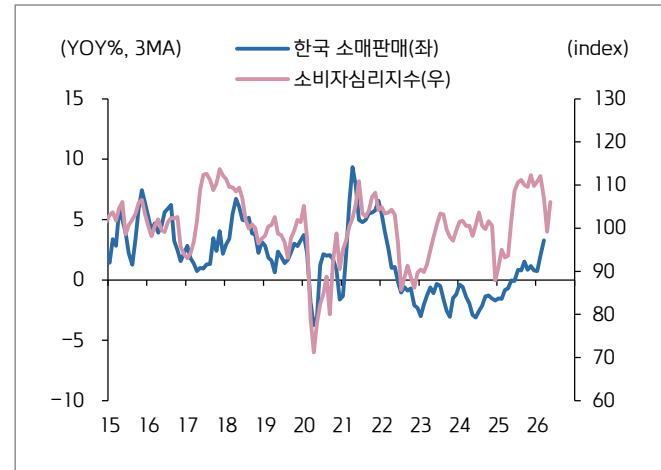
- ▶ 수출 중심의 경기 개선이 내수 회복으로 확산될 경우 한국은행의 긴축 명분은 한층 강화될 전망이다. 과거 기준금리 인상 국면에서도 민간소비와 설비투자의 성장 기여도가 확대되는 구간에서는 경기 부담보다 물가 안정 필요성이 더 크게 반영되어 왔음
 - 소비자심리지수가 점진적으로 회복되고 소매판매가 바닥을 다지는 흐름이 확인된다면, 고유가에 따른 비용 부담에도 불구하고 수요 측 물가 압력이 재차 부각될 가능성
 - 자산가격(주식, 부동산) 상승에 따른 부의 효과가 소비 회복으로 이어질 경우 수출-내수 동반 개선 구도가 형성되며, 이는 한은의 금리 인상 여력을 확대시키는 요인

한국 GDP 성장률 기여도와 한국은행 기준금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

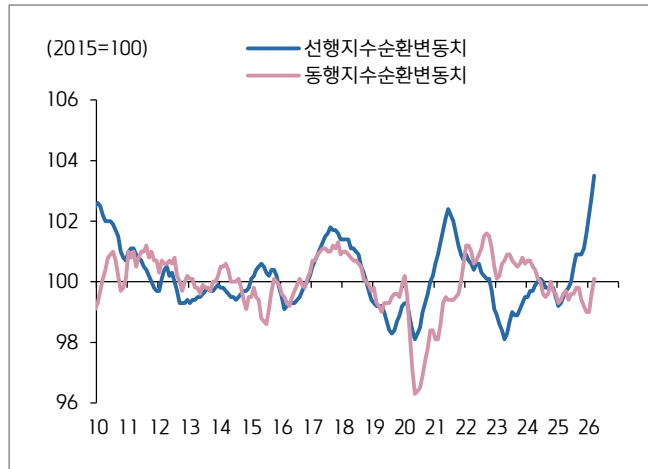
한국 소매판매와 소비자심리지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

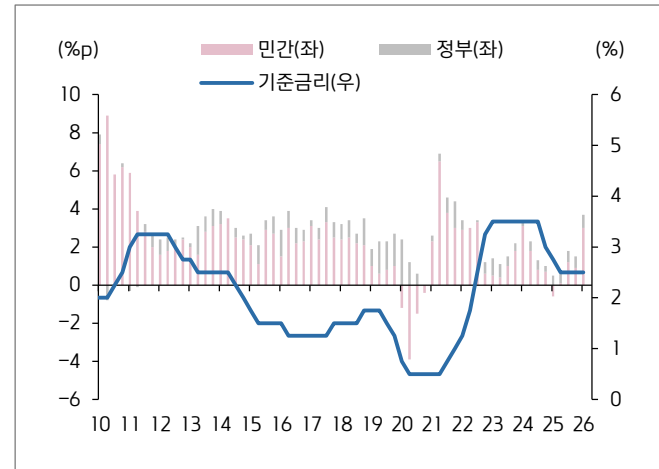
- ▶ 반도체 중심의 경기 개선은 업종별·계층별 회복 속도 차이를 동반하는 K자형 성장의 성격이 강함. 다만 정부 지출 확대가 취약 부문을 보완할 경우 경기 전반에 대한 우려는 완화될 수 있으며, 통화정책 측면에서는 완화보다 긴축 경계가 유지되는 환경으로 판단
 - 수출 부문과 일부 대기업 중심의 성장에 가려진 자영업·중소기업·저소득층의 부진은 그간 통화정책 인상 폭을 제약하는 요인으로 작용해왔으나, 현 정부의 확장적 재정 기조는 이러한 K자형 격차 우려를 일정 부분 흡수
 - 선행지수 순환변동치와 동행지수 순환변동치가 동반 개선되는 흐름이 확인된다면, 한국은행은 경기 하방 리스크보다 물가와 금융안정 리스크에 더 민감하게 반응할 가능성
 - 다만 재정 확장은 국채 발행 확대를 수반하므로 채권시장 입장에서는 금리 상방 압력으로 귀결

한국 선행지수 순환변동치와 동행지수 순환변동치 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

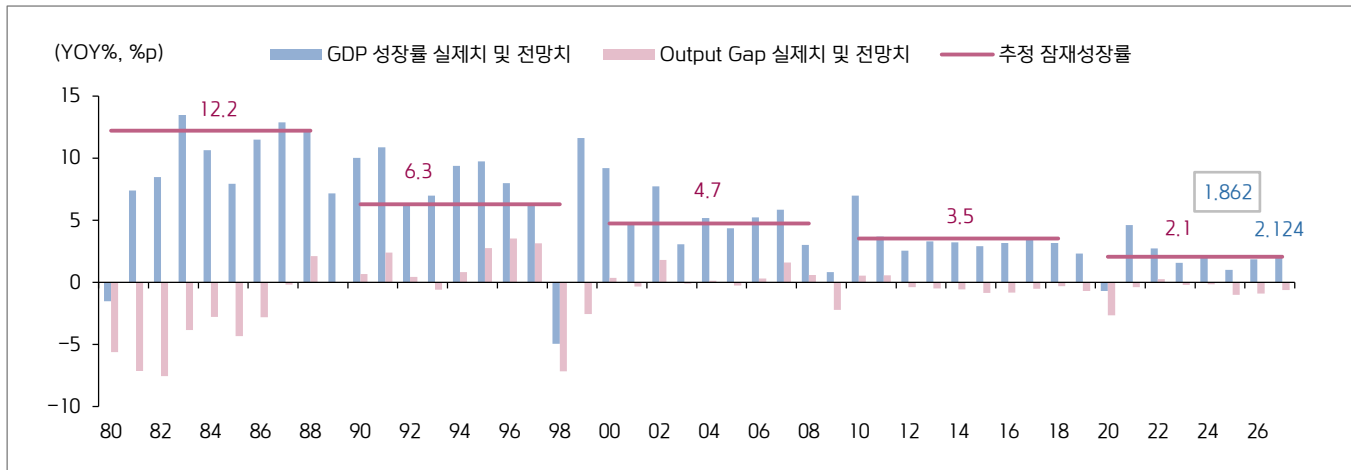
한국 GDP 성장률 기여도와 한국은행 기준금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ IMF 전망 기준 한국의 성장률이 잠재성장률을 상회하거나 GDP갭이 플러스로 전환되는 흐름이 확인될 경우, 한국은행의 정책 판단은 인하보다 인상 쪽으로 기울 것
 - IMF의 GDP 갭과 실제 성장률 전망치를 토대로 GDP 갭을 추정해보면 2020년대 들어서는 2% 수준의 잠재성장률을 보이고 있음. IMF는 4월 기준 한국 성장률을 1.9%로 전망하고, 내년 성장률을 2.1%로 전망했으나, 올해 2.6%와 내년 2% 이상의 성장은 GDP 갭 플러스 전환을 가리켜 수요 측 물가 압력이 재차 확대될 수 있음을 의미하며, 임금-물가의 2차 파급 효과가 발현될 가능성이 높아지는 국면

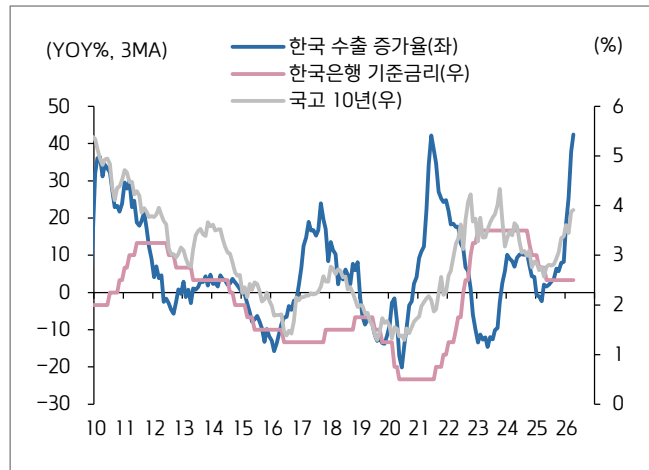
한국 성장률 및 IMF 전망치 추이



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

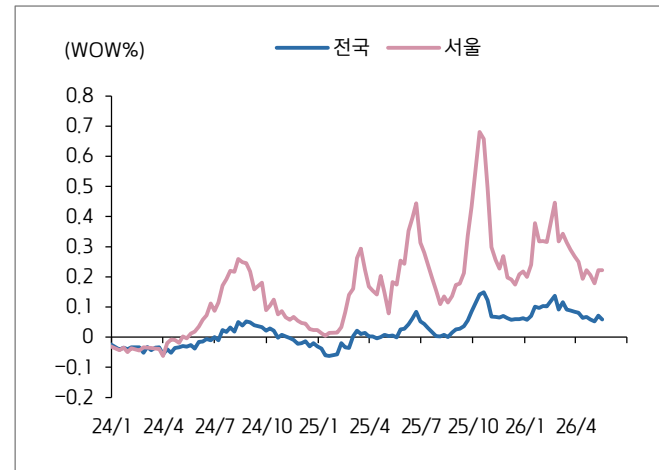
- ▶ 한국은행은 2026년 연내 2회 인상 예상. 고유가 수준이 이어지면서 물가에 대한 경계감이 수시로 불거지는 가운데 부동산 가격 상승세 지속, 반도체 중심의 수출 경기 개선 등을 고려할 때 3분기와 4분기 각각 1회씩 인상 전망
 - 7월과 10월에 각각 25bp씩 인상해 연말 기준금리 3.00% 예상
 - 양호한 수출 경기와 내수 회복은 기초적인 금리 인상을 불러올 것으로 예상하며, 수도권 중심의 부동산 가격 상승 흐름 지속은 금리 인상 우려를 추가 시킬 요인
 - 인상 사이클은 2026년에 그치지 않고 2027년에도 이어질 가능성. 고유가에 따른 물가 상방 압력이 구조적으로 잔존하는 가운데 확장 재정 기조로 인한 수요 측 압력, 반도체 사이클의 회복 지속, 잠재성장률 상회하는 성장세 등을 고려할 때 2027년 추가 인상 가능성도 열어둘 필요

한국 수출과 기준금리, 국고 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

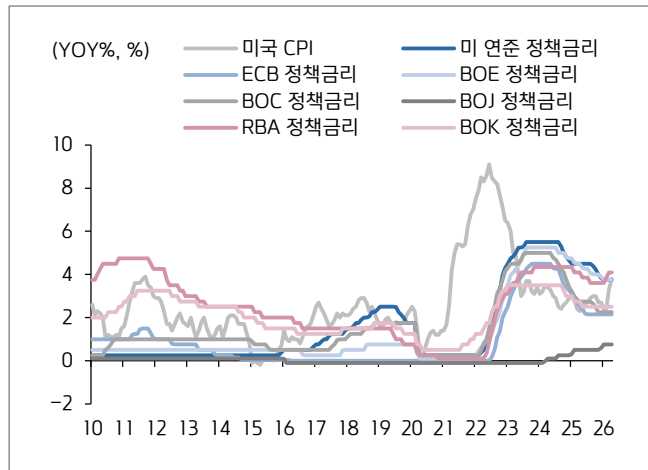
주간 아파트 매매가격지수 주간 변동률



자료: KB부동산데이터허브, 키움증권 리서치센터

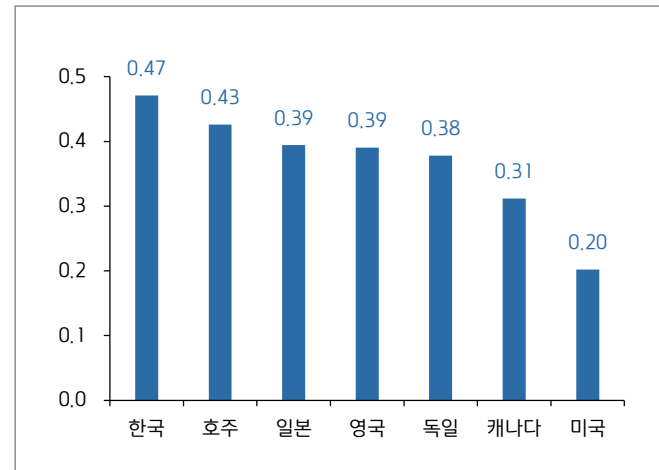
- ▶ 주요국 중앙은행 가운데 한국은행은 국내 물가 변화에 비교적 민감하게 반응해 옴. 2015년 이후 주요국 기준금리와 자국 물가 간 상관계수를 보면 한국은행의 정책 반응 함수에서 물가 변수의 가중치가 호주 RBA와 함께 높게 나타남
 - 한국은 소규모 개방경제 특성상 에너지 수입 의존도와 환율 민감도가 높아, 글로벌 물가 충격이 수입물가 경로를 통해 국내 기대인플레이션으로 빠르게 전이되는 구조
 - 호주와 마찬가지로 한국도 주택가격, 환율, 에너지 가격이 동시에 상승할 경우 중앙은행의 물가 대응 필요성 강화. 호주는 올해 들어 3차례 선제적인 인상을 단행한 가운데 한국도 뒤따를 것으로 예상
 - 미국 CPI와 주요국 정책금리의 동행성을 고려하면, 글로벌 물가 압력이 재차 높아지는 구간에서 한국은행은 미 연준이 동결 기조를 유지하더라도 독립적인 인상 경로를 선택할 가능성이 높음

주요국 중앙은행 정책금리와 미국 CPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

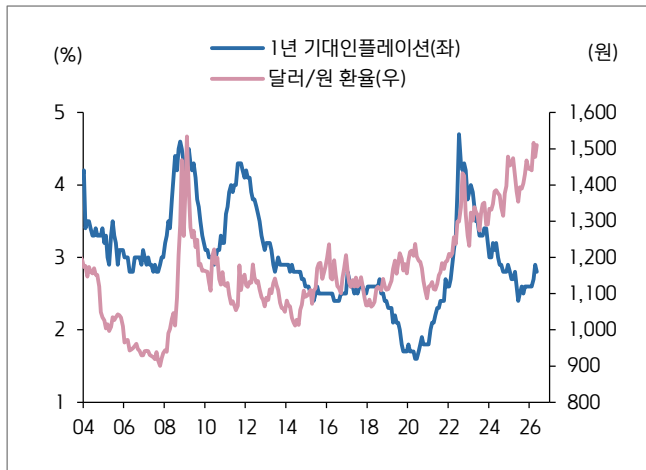
주요국 기준금리와 각국 물가와의 상관관계(2015년 이후)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

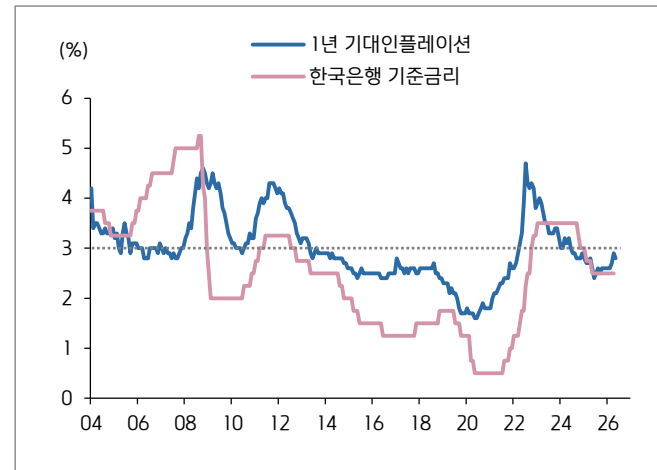
- ▶ 달러/원 환율 상승은 수입물가 경로를 통해 1년 기대인플레이를 자극하는 주요 요인. 고환율이 장기화되는 가운데 국제유가까지 높은 수준을 유지한다면, 기대인플레이 안정 여부가 한국은행 정책 판단의 핵심 변수로 부상할 전망
 - 1년 기대인플레이가 한은 기준금리 변화에 선행하는 흐름을 보여온 과거 경험을 고려할 때, 현재의 수준에서 기대인플레이가 추가적으로 상승할 경우 한은의 인상 가능성이 추가적으로 확대될 것으로 예상
 - 기대인플레이가 재차 상승할 경우 한국은행은 실제 물가 지표의 둔화만으로 금리 인하를 정당화하기 어려우며, 오히려 기준금리 인상을 통해 기대인플레이를 조기에 제어하려는 정책 대응이 나타날 가능성
 - 기대인플레이의 비대칭적 특성상 한번 상방으로 고착화되면 되돌리기 어렵다는 점에서, 한은의 선제적 대응 필요성은 더욱 부각

1년 기대인플레이와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

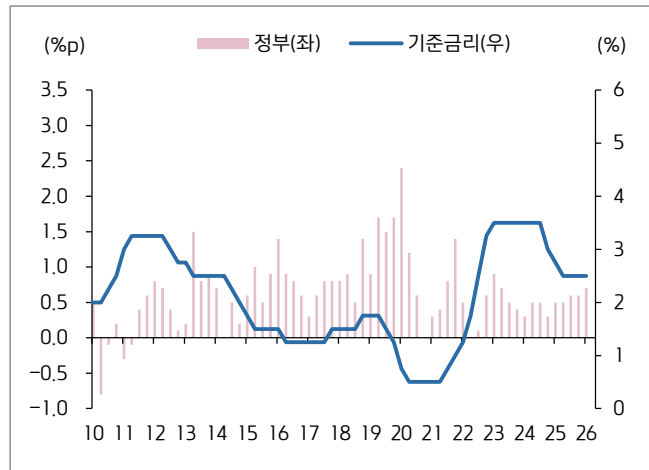
1년 기대인플레이와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

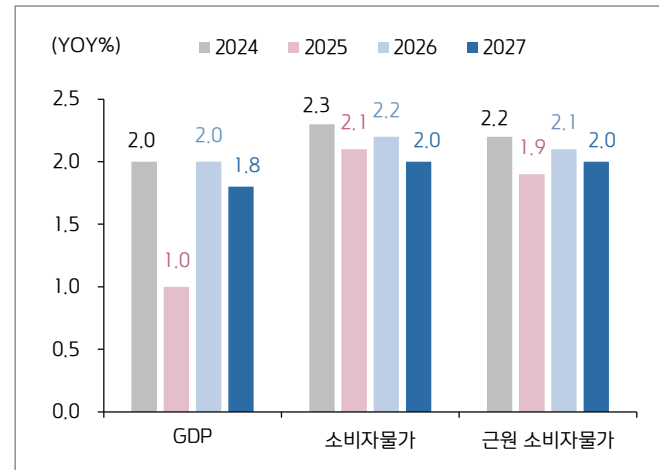
- ▶ 확장 재정 기초가 이어질 경우 경기 하방 리스크는 완화되지만, 동시에 수요 측 물가 압력과 국채 공급 부담은 확대. 정부 지출의 성장 기여도가 높아지는 구간에서는 통화정책이 경기 부양보다 물가 안정에 초점을 맞출 가능성이 커짐
 - 재정-통화 정책 조합(Policy Mix) 관점에서, 재정의 성장 기여도가 확대되는 국면에서는 재정 → 수요 → 물가의 전이 효과가 통화정책 부담으로 작용하며 한은은 이를 상쇄하기 위한 긴축 기조로 전환
 - 한국은행은 5월 금통위에서 성장률 전망치를 대폭 상향 조정하면서 정책 정상화 시그널 강화 예상하며, 2027년 성장률 전망치 상향 정도를 통해 2027년 긴축의 강도 또한 확인 가능. 이는 단기물 금리의 상방 압력을 유지시키는 요인

GDP 내 정부 기여도와 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국은행 성장률 전망치 변화(2026년 2월 기준)



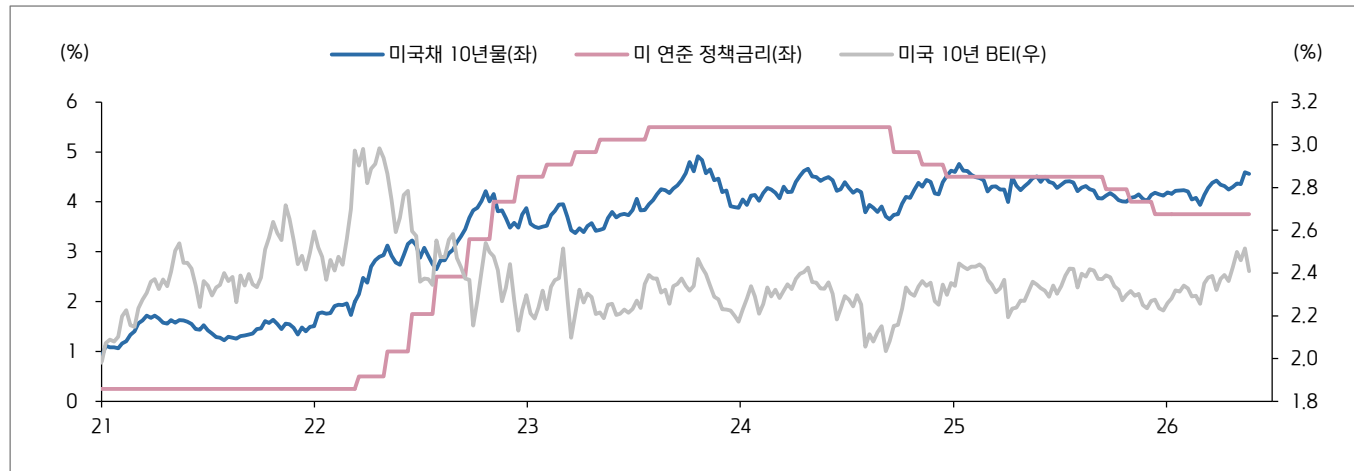
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

15.

(미국 통화정책) 미 연준도 인상할까

- ▶ 최근 국제유가 변동에 따라 미 연준, ECB 등의 긴축 전환 가능성이 불거지고 있으며, 미국채 10년 BEI가 2%대 중후반 수준까지 올라설 경우 미 연준도 금리 인상에 동참할 가능성
 - 2022년 이후 미국 10년 BEI 평균은 2.36% 수준으로, 최근엔 2.5%로 이를 상회하는 가파른 상승세를 보이고 있는 점이 시장금리 상승 요인

미국채 10년물 금리, 미 연준 정책금리와 BEI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ CME FedWatch 기준 시장은 연말 이후 연준의 인상 가능성을 일부 반영하기 시작. 다만 아직까지는 고용 둔화와 금융시장 부담을 고려해 공격적 인상 경로보다는 제한적 인상 리스크를 가격에 반영하는 수준
 - 기대인플레이가 재차 높아지는 가운데 재정 부담이 이어진다면, 연준이 실제 인상에 나서지 않더라도 장기금리 상방 압력은 유지될 전망
 - 결국 시장은 단순한 정책금리 경로 변화 이상의 구조적 요인을 장기금리에 반영하고 있으며, 미국채 10년물의 상방 압력은 지속될 전망

CME Fedwatch 금리 경로 예상



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

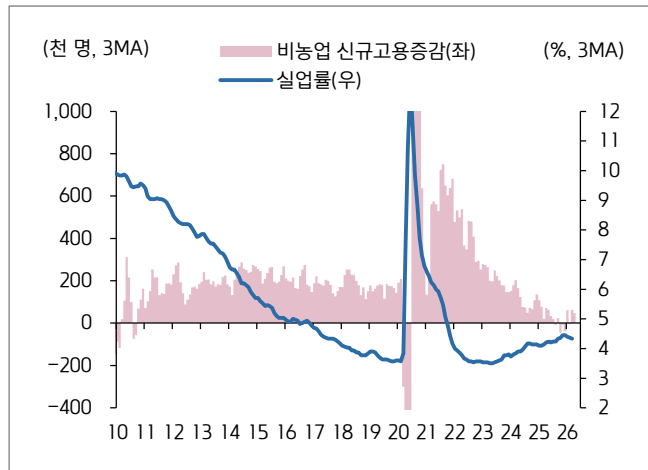
미국채 10년물 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

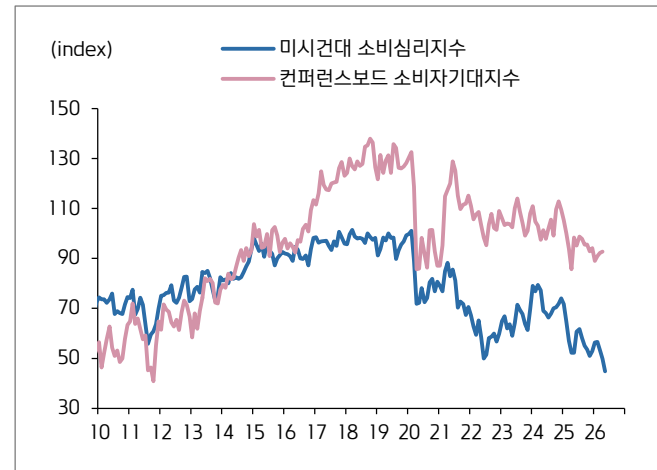
- ▶ 미국 고용은 둔화 흐름이 이어지고 있어 연준이 곧바로 추가 인상엔 부담이 존재. 신규고용 증가세가 약화되고 실업률이 완만하게 상승하는 흐름은 정책 대응을 신중하게 만드는 요인
 - 소비심리의 부진한 흐름 또한 금리 인상 전환을 제약시키는 요인

미국 비농업 신규고용과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

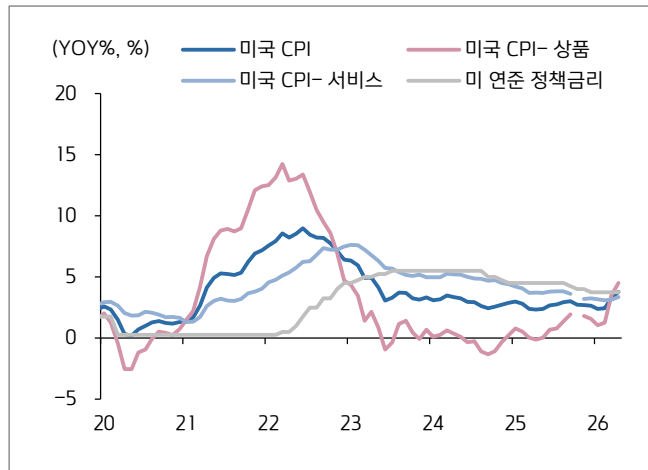
미국 소비심리지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

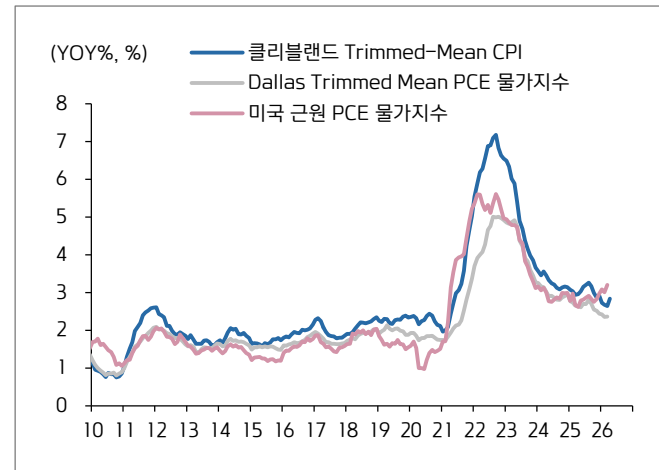
- ▶ 미국 물가는 헤드라인 기준으로는 에너지 가격의 영향을 크게 받는 가운데, 근원 및 Trimmed-Mean 물가의 둔화 흐름은 이어지고 있음. 국제유가로 인해 연준이 물가 안정에 확신을 갖기 어려운 환경으로 접어들고 있지만, 한편으로 전반적인 서비스 물가 둔화와, 수요측 물가 둔화 우려 상존은 미 연준의 즉각적인 인상 전환을 약화시키는 요인

미국 소비자물가 상승률과 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

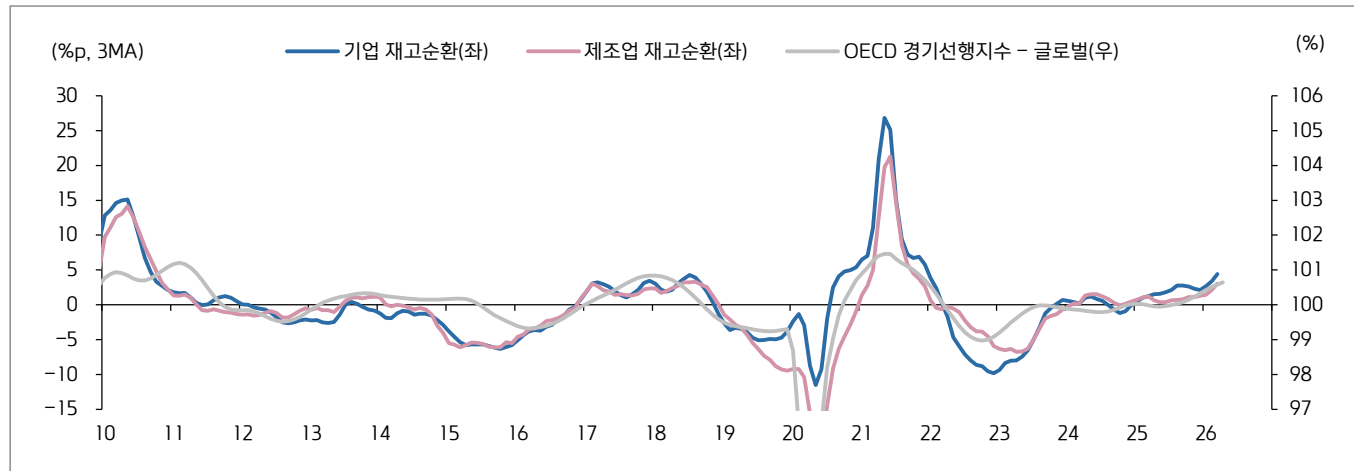
미국 Trimmed-Mean 물가 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 고용과 서비스물가 둔화는 미 연준의 인상 리스크를 낮추지만 전반적인 경기 상황은 점차 인상 리스크를 높게 반영시키는 요인. 미국 기업 및 제조업 재고순환 사이클이 회복 국면에 진입하고 있어, 향후 수요 회복에 따른 재고 확충 → 생산 확대 → 가격 전가의 흐름이 나타날 가능성. 이는 인플레이의 재가속 위험을 시사하며 연준의 인하보다는 인상 리스크가 더 커지는 구간임을 의미
 - 재고순환의 회복 국면에서는 기업들의 가격 결정력이 회복되며 마진 확보를 위한 가격 인상이 나타나는 경향
 - 고유가에 따른 비용 상승분의 가격 전가가 동반될 경우 인플레이 압력은 한층 더 강화될 가능성
 - 연준은 인하 명분이 사라지는 국면에서 인하의 부담을 안기보다는 동결을 장기화하거나 추가 인상 카드를 선택할 가능성이 높아지는 환경

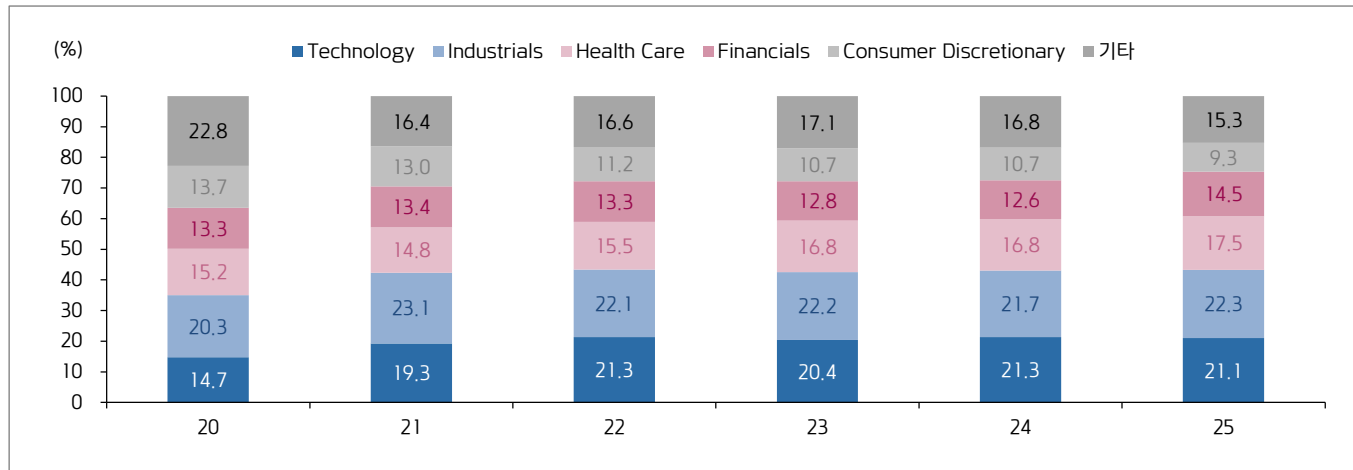
미국 기업 및 제조업 재고순환 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ AI 관련 기업들의 회사채 발행을 통한 자금 조달이 확산되어온 상황에서 금리의 상승은 해당 산업의 성장성을 약화시키는 요인이 될 수 있으며, 미국 증시를 이끄는 주된 테마가 AI라는 점에서 금리의 지속적인 상승은 전반적으로 금융시장 변동성을 확대시킬 수 있는 요인
 - 2026년 1분기 중 불거졌던 미국 사모대출 시장에 대한 우려는 다소 완화되었으나, 전반적으로 금리 상방 압력이 수시로 나타날 경우 조달 비용에 대한 부담이 부각될 수 있음

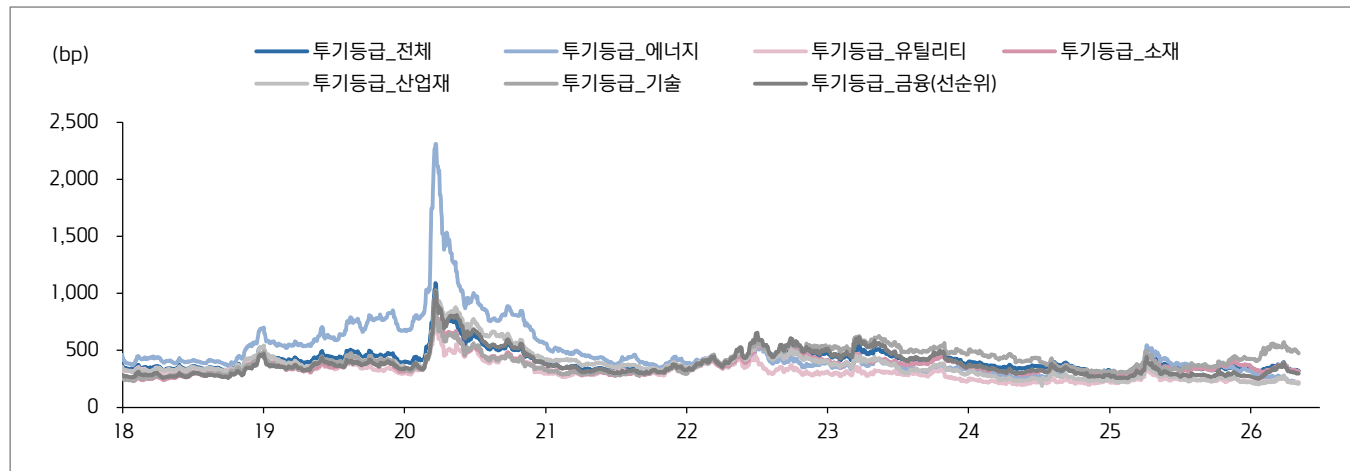
BDC 전체 포트폴리오 산업별 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 비금융기관에 대한 대출 확대 속에 부실 대출에 대한 경계감이 부각되는 상황이며, 시장금리 상승 시 차환 발행에 대한 부담과 부실 채권 리스크가 재부각될 수 있는 환경이라는 점에서 시장금리 상승을 용인하기 어려울 것
 - 최근 불거진 테크 종목들의 실적 부진 우려 등에 따라 하이일드 스프레드가 확대되는 양상을 보이는 등 축적된 신용 불안 요인이 상존한다는 점에서 미 연준은 급격한 인상 전환 어려움

미국 하이일드 섹터별 OAS 추이

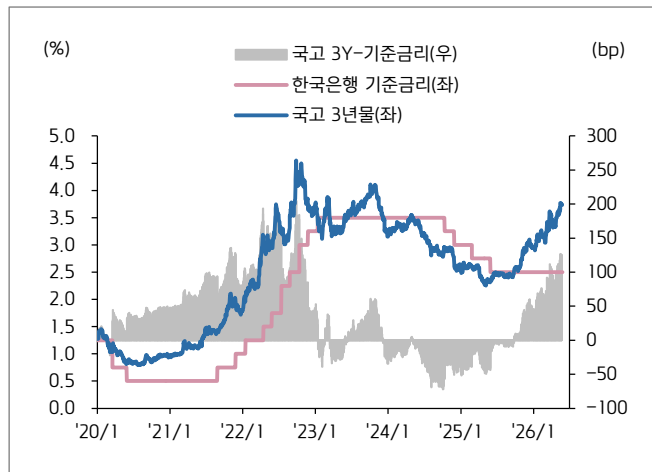


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

22. (한국 금리 전망) 고점은 아직

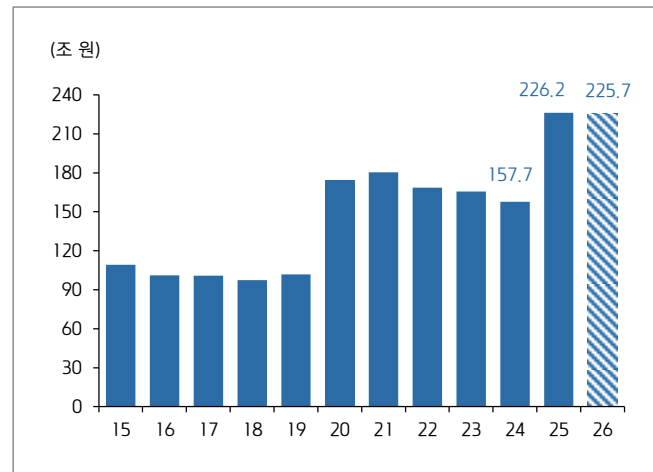
- ▶ 국고채 금리는 하반기 중 추가 상승 예상
 - 공급 차질 해소로 국제유가의 하락 속도가 가파를 경우 금리 인상 우려 완화될 수 있으나, 전반적인 수요 개선 흐름은 유가 하락 속도를 약화시킬 요인이며, 물가 상방 우려를 계속해서 자극시킬 요인
 - 이에 따라 한국은행은 3분기부터 금리 인상 기조에 접어들 것으로 예상하며, 경기 개선 흐름 속 금리 인상 기조가 내년까지도 이어질 수 있다는 경계감에 시장금리 상방 압력 예상
 - 현 정부의 재정 확장 기조 또한 금리 상방 요인. 초과 세수에도 공급 확대 의지가 강화되고 있는 점은 채권시장 약세 지속 요인이며, 주식시장으로의 자금 이동 또한 금리 상방 요인

한국은행 기준금리와 국고 3년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고채 총발행량 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

23. (한국 금리 전망) 러-우 전쟁과 비교하면

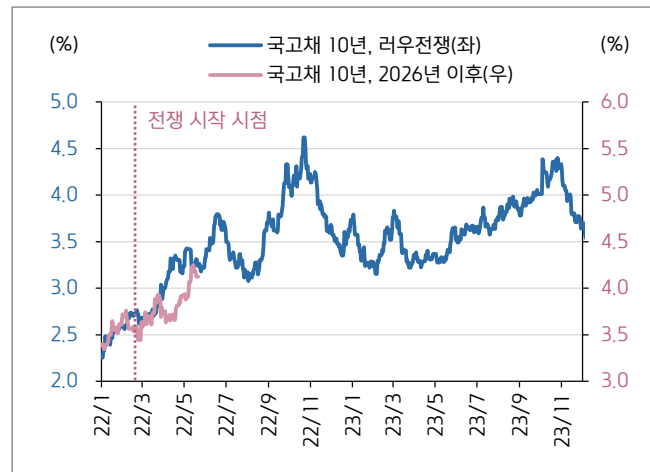
- ▶ 러-우 전쟁 당시 국고채 금리 흐름과 현재 미-이란 전쟁 국면의 국고채 금리를 비교하면, 단기물(국고 3년)과 장기물(국고 10년) 모두 전쟁 발발 이후 상승 흐름을 보이는 공통점. 다만 현재는 한국은행의 통화정책이 인하 기조에서 인상 기조로 전환되는 시기라는 점에서 단기물의 상방 압력이 더 크게 나타날 가능성
 - 러-우 당시 국고 3년은 약 3개월간 가파르게 상승하다 국제유가의 하락을 확인한 후 안정세 진입.
현재는 한은의 인상이 이제 시작되는 단계라는 점에서 추가 상승 여력이 남아있음
 - 러-우 전쟁 당시만큼의 긴축은 제약된다는 점에서 현재로서는 국고 3년 기준 4%, 국고 10년 기준 4.40% 수준을 상단으로 인식

러-우 전쟁과 현재 국고 3년 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

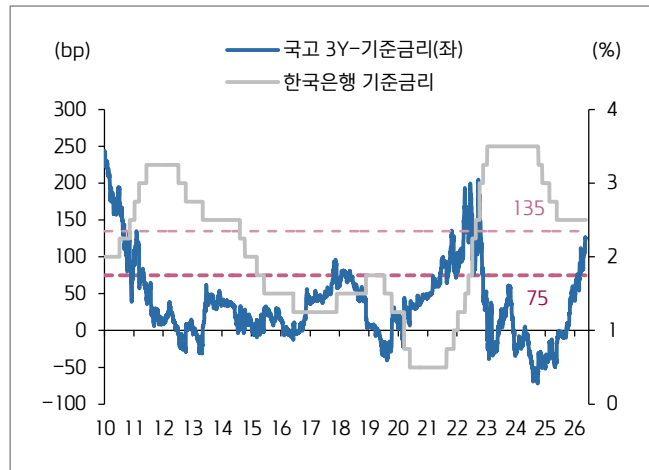
러-우 전쟁과 현재 국고 10년 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

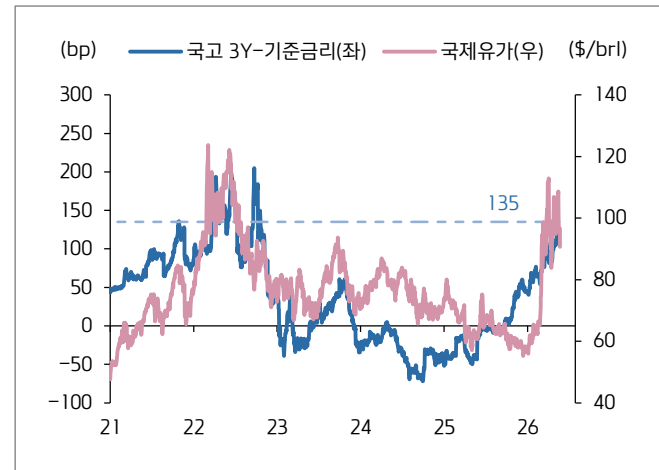
- ▶ 하반기 국고채 3년물 금리는 반도체 중심의 경기 개선에 따른 금리 인상과 추가 인상 경계감을 반영하며 3.50~4.00%의 밴드에서 등락을 보일 것으로 예상
 - 1분기(2.90~3.63%), 2분기(3.32~3.68%)보다 상하단이 모두 높아질 것으로 전망
 - 국제유가가 하락하더라도 양호한 경기 여건을 바탕으로 한국은행 금리 인상 가능성은 높게 평가.
 - 3분기 금리 인상 후 추가 인상에 대한 경계감이 유지되는 점은 금리 상방 요인
 - 다만 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입은 상승 속도를 약화시키는 요인
- ▶ 기존 기준금리 동결 구간에서 국고 3년물과 기준금리 간의 스프레드로 50~60bp 수준을 적정 레벨로 봤다면, 이제는 인상에 대한 경계감이 높아진 만큼 그 스프레드는 75~135bp 수준으로 바라볼 필요
 - 기존 적정레벨 대비 금리 인상 2~3회를 반영한 것

국고 3년과 기준금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 3년과 기준금리 스프레드, 국제유가 추이

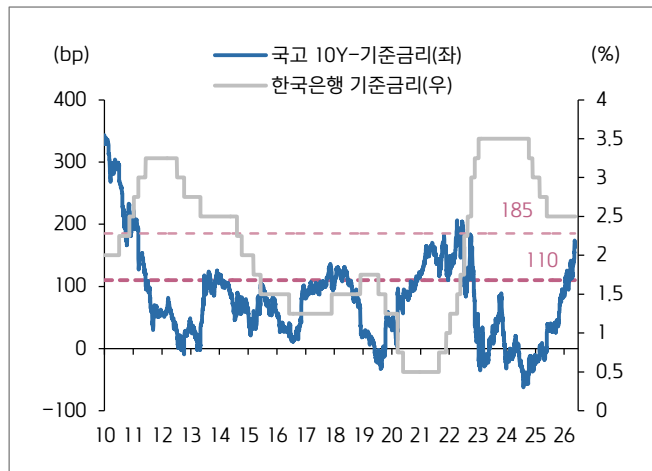


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25. (한국 금리 전망) 국고 10년물은

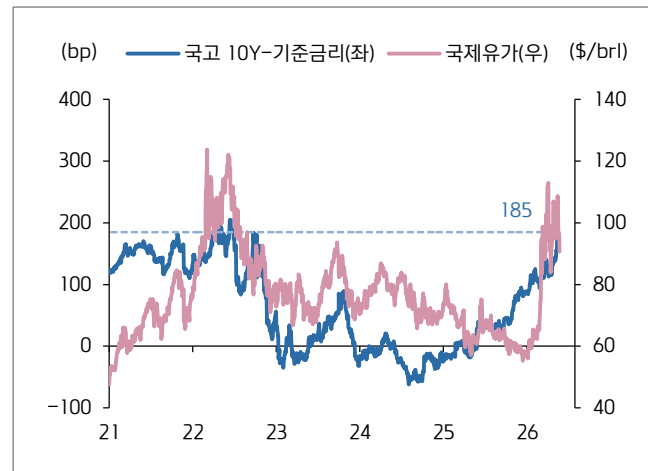
- ▶ 그 과정에서 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입은 장기 금리의 상방을 제약하는 효과를 가져오는 가운데, 하반기 중 국고채 10년물 금리는 3.85~4.40% 범위에서 등락할 것으로 예상.
국제유가 안정과 수급 요인이 결합될 경우 3.80% 내외까지 하락 시도는 가능하겠으나, 유가의 하락 여력 약화 및 통화 정책 기대 변화가 반영되면서 4% 이상의 구간에서 등락이 예상
 - 베어 플래트닝 예상. 한국은행의 긴축 강도는 4분기 이후부터 확실시될 것으로 예상하는만큼 4분기 중까지는 장단기물 모두 상승하는 가운데, 긴축 시작되는 3분기부터 커브는 점차 플래트닝 예상
 - 3-10 스프레드 25~50bp 예상하며, 이를 고려시, 국고 10년과 기준금리 스프레드는 110~185bp 전망

국고 10년과 기준금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

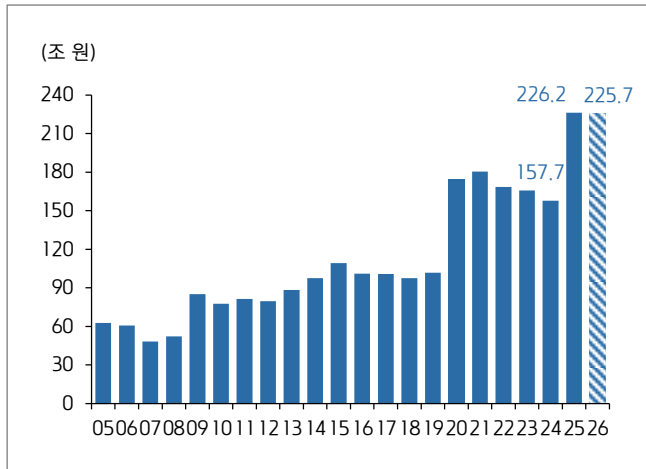
국고 10년과 기준금리 스프레드, 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

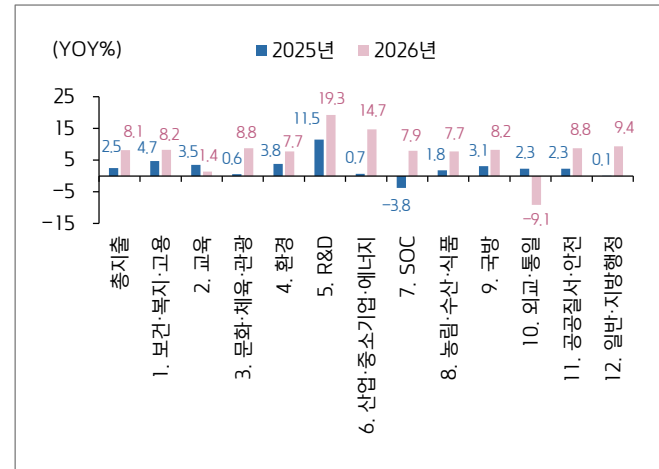
- ▶ 8월 말 발표 예정인 2027년 예산안과 관련하여 국고채 총발행량의 추가 확대 우려가 채권시장의 상방 요인으로 작용. 분야별 자원배분 측면에서 복지·고용·SOC 등 주요 분야의 지출 증가율이 높게 책정될 가능성
 - 2026년에 이어 2027년에도 확장 재정 기조가 유지될 경우, 국고채 발행 규모는 사상 최대치를 경신할 가능성
 - 8월 말 예산안 발표를 앞두고 채권시장은 공급 부담 경계감을 선반영하는 흐름을 보일 가능성이 높으며, 이는 시장금리의 추가 상방 요인

국고채 총발행량 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

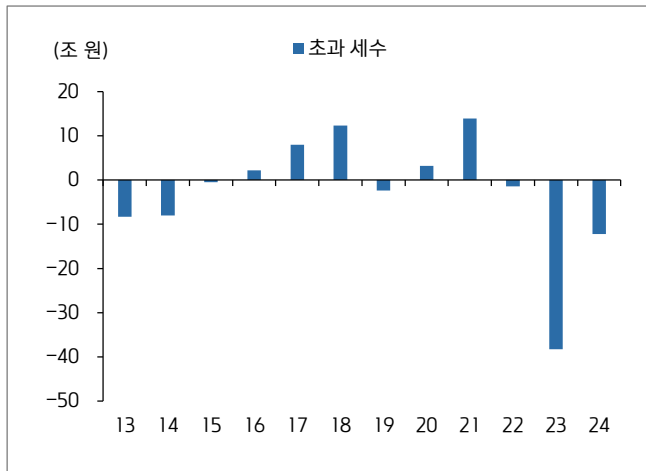
분야별 자원배분 증가율



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

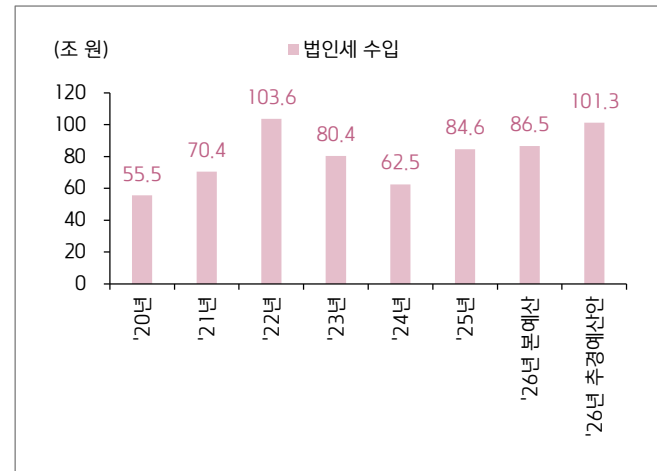
- ▶ 반도체 중심의 수출 호조와 기업 이익 개선에 따라 법인세 수입 확대가 예상되며, 이에 따른 초과세수 발생 가능성이 시장에 일부 안도감을 제공. 다만 초과세수가 국채 발행 축소로 직결되기보다는 추가 지출 확대의 재원으로 활용될 가능성이 높음
 - 결국 초과세수 기대는 단기적 재료에 그칠 가능성이 높으며, 구조적인 공급 부담은 채권시장의 약세 요인으로 지속

한국 초과 세수 규모 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

법인세 수입 규모

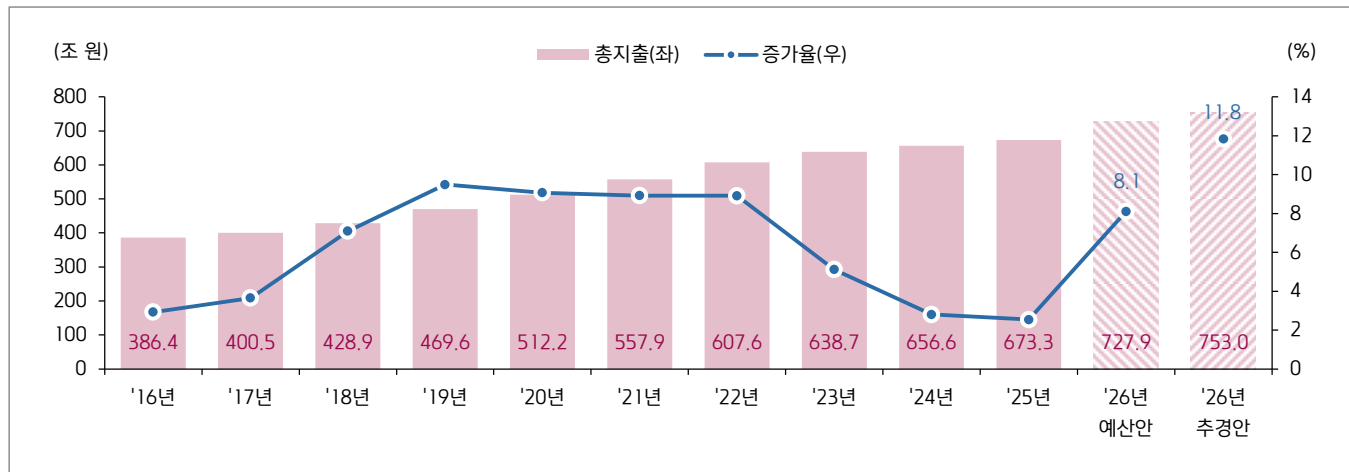


자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

28. (한국 금리 전망) 재정 지출 확대 의지

- ▶ 추경안 총지출 규모는 753.0조원. 2025~2029년 국가재정운용계획에 따르면 2027년 지출 규모는 5% 증가, 연평균 5.5%로 계획. 추경안 대비 5% 증가 고려 시 총지출 규모는 790.6조원, 2028년에는 830.2조원으로 확대 예상. 초과 세수가 있으나, 국채 발행 확대를 수반할 가능성도 배제할 수 없음
 - 정부의 명시적 지출 확대 의지는 국채 발행의 구조적 확대를 의미
 - 의무지출 비중이 높은 재정 구조 특성상 지출 축소가 정치적·구조적으로 어렵다는 점에서, 세입 변화에 따른 재정수지 개선 효과는 제한적
 - 시장은 정부 지출 확대 의지를 국채 발행 확대로 직결시켜 해석할 가능성이 높으며, 이는 시장금리 상방 압력으로 귀결

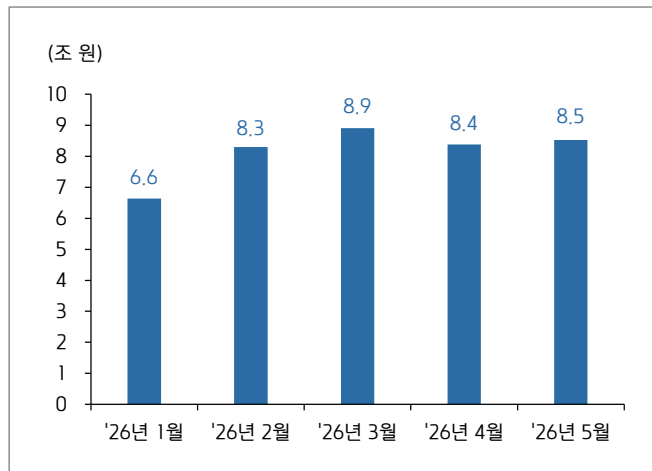
한국 정부 지출 및 증가율 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

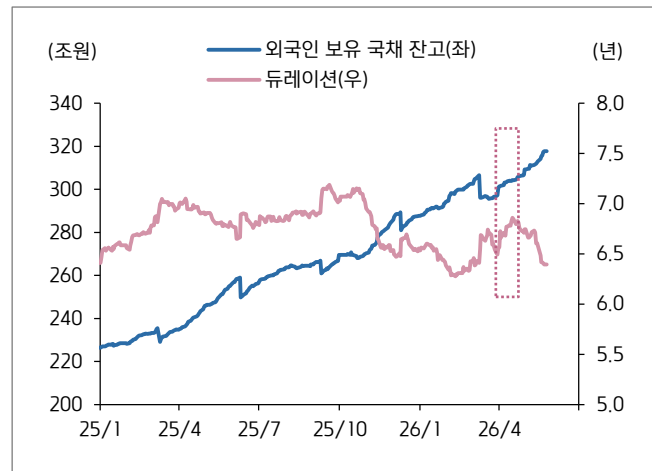
- ▶ WGBI 편입 이후 외국인의 국고채 순매수가 꾸준히 유입되며 보유 잔고가 사상 최고치를 경신하는 흐름. 외국인 보유 듀레이션이 확대되고 있는 점도 긍정적으로 작용
 - 외국인 자금은 주로 5년 이상의 중장기물에 집중되는 패턴을 보이며, 이는 장기 금리의 안정 요인
 - 다만 WGBI 자금 유입은 일회성 이벤트 성격이 강하며, 편입 완료 이후에는 자금 유입 모멘텀이 약화될 가능성
 - 외국인 자금 유입이 장기물 상방을 제약하는 가운데 단기물은 한은 인상 부담을 그대로 반영하면서, 결과적으로 커브 플래트닝 압력이 강화되는 환경
- ▶ 다만 WGBI 외국인 자금이 전반적인 외국인 자금 변화를 대변하지는 못하는 것으로 확인. 매크로 환경 변화에 따른 포지션 변화 과정을 고려하면 자금 유입은 진행되나 전반적인 강세 요인으로 자리잡기는 어려운 것으로 보임

외국인 국고채 순매수 규모 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

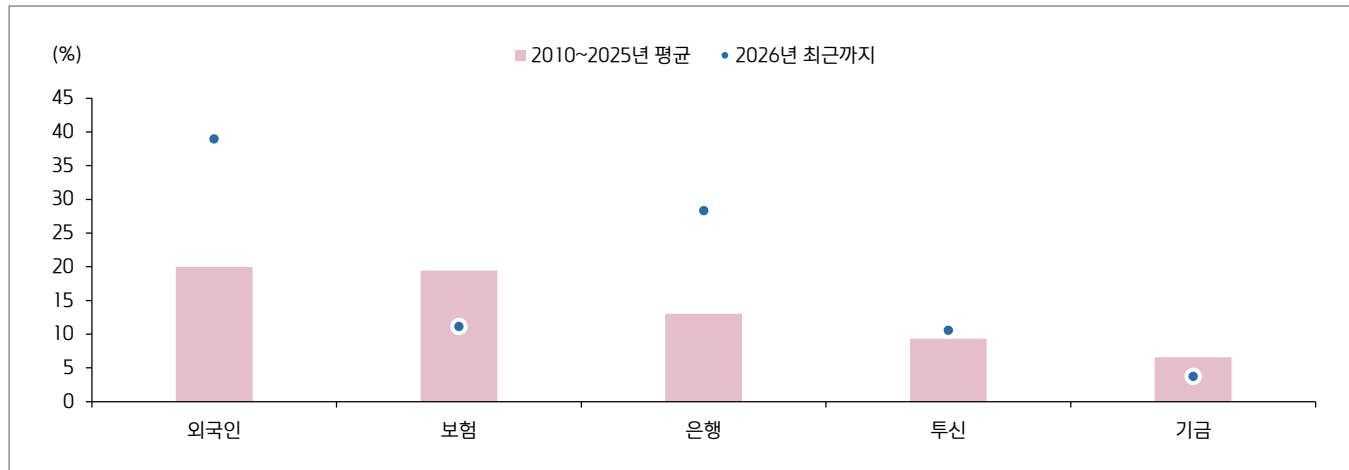
외국인 국고채 보유 잔고와 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국고채 전체 연간 총발행 규모 대비 투자자별 순매수 규모를 보면, 보험, 투신, 기금 등 국내 주요 투자자의 매수가 이전보다 약한 흐름을 보이는 등 외국인 자금 유입에도 수급 공백 우려가 높은 상황
 - 외국인 자금 유입이 일부 수급 공백을 메우고 있으나, 발행 확대 속도를 모두 흡수하기에는 한계가 있으며 이는 시장금리의 추가 상방 요인

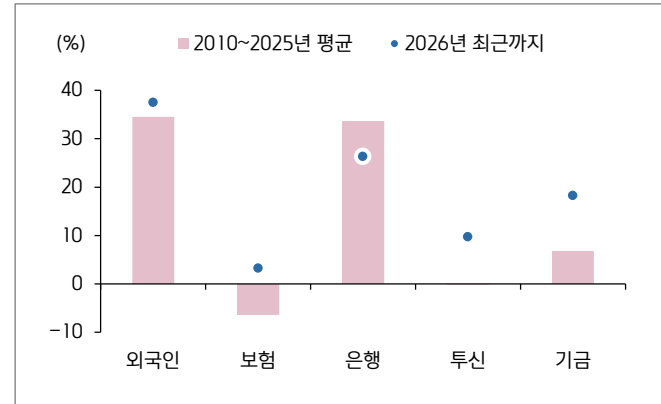
국고채 전체 연간 총발행 규모 대비 투자자별 순매수 규모



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

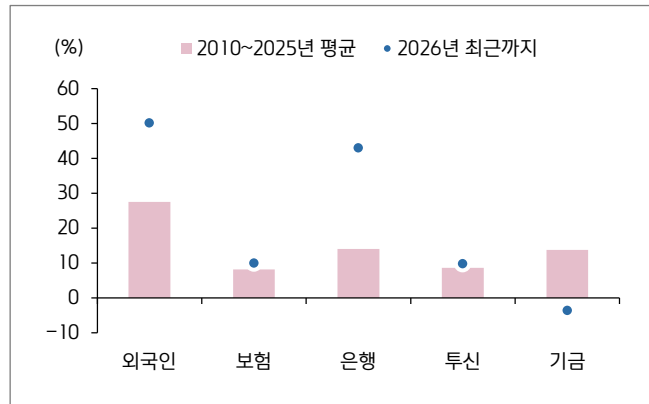
- ▶ 만기 구간별로 살펴보면 수급 공백의 양상이 차별화. 단기물(1~3년)은 은행과 투신의 매수가 상대적으로 견조하나, 중기물(3~10년)과 장기물(10~30년)에서는 국내 투자자의 매수 여력이 발행 규모를 따라가지 못하는 모습

국고채 단기물 연간 총발행 규모 대비 투자자별 순매수 규모



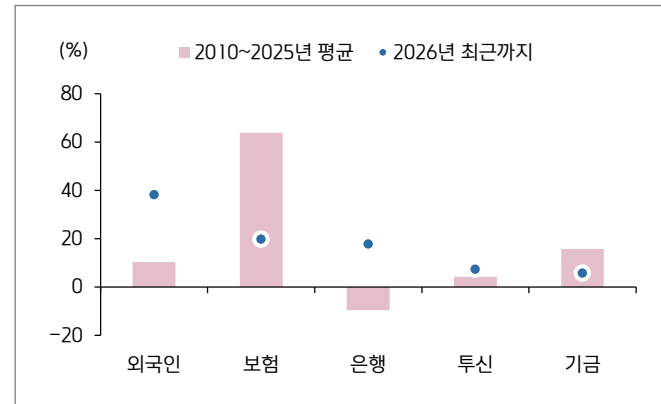
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 국고 2, 3년물 총발행액 대비 투자자별 1~3년 순매수 규모 비교

국고채 중기물 연간 총발행 규모 대비 투자자별 순매수 규모



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 국고 5, 10년물 총발행액 대비 투자자별 3~10년 순매수 규모 비교

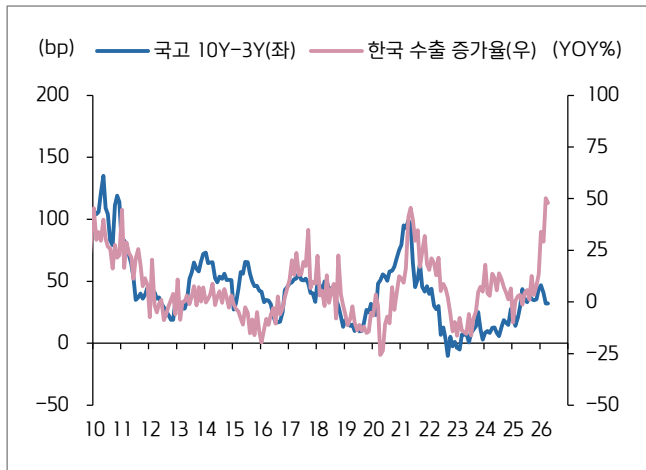
국고채 장기물 연간 총발행 규모 대비 투자자별 순매수 규모



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 국고 20, 30년물 총발행액 대비 투자자별 10~30년물 이하 순매수 규모 비교

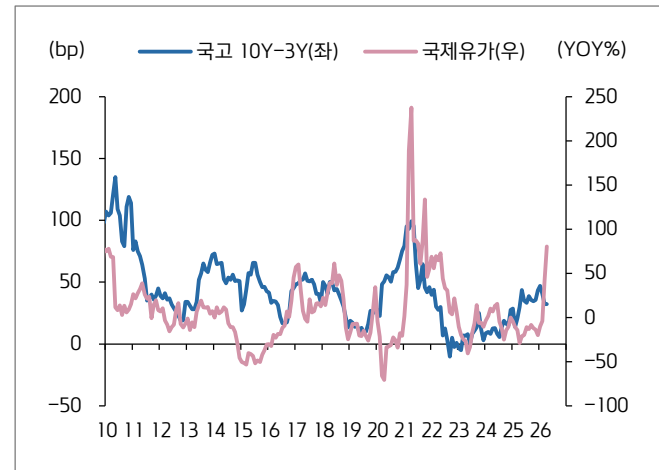
- ▶ 한국 수출증가율과 국고 3-10 스프레드는 양의 상관관계를 보여왔으며, 수출 회복 → 한은 인상 기대 → 단기물 상승 → 스프레드 축소의 경로가 작동. 국제유가와 3-10 스프레드 또한 유사한 패턴
- ▶ 3분기까지는 한은 인상 우려가 단기물에 빠르게 반영되며 베어 스티프닝 진행. 다만 동시에 미국 금리 동조화에 따른 장기물 상승도 동반되어 양 구간 모두 상승하는 베어 스티프닝
- ▶ 4분기 이후로는 한은 인상이 가시화되며 추가 인상 경계감이 단기물에 누적되는 가운데, WGBI 외국인 자금 유입과 단기물 중심의 발행 기조가 장기물 상방을 제약하면서 본격적인 커브 플래트닝 진행
- ▶ 3-10 스프레드는 하반기 중 25~50bp 수준 예상

한국 수출증가율과 국고 3-10 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

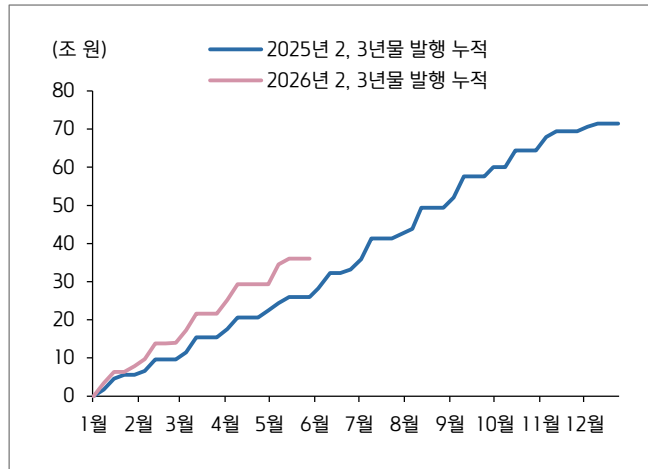
국제유가와 국고 3-10 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

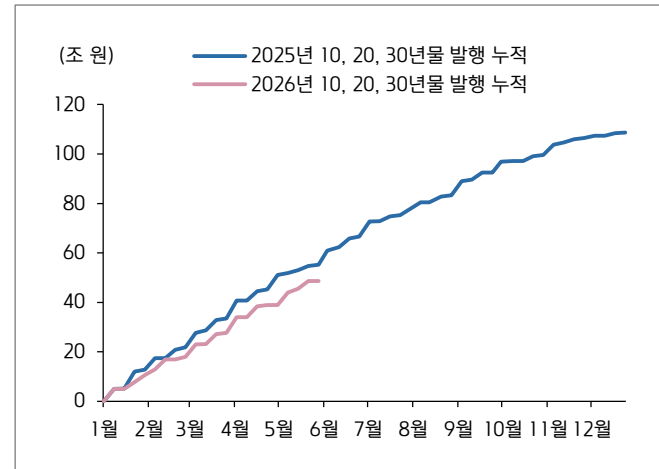
- ▶ 상대적으로 장기물 발행 규모를 축소시키는 흐름이 내년에도 이어질 수 있는 점 또한 스프레드 축소 요인. 과거 장기물 비중 확대로 인해 공급 부담이 장기물 금리 상방으로 나타났던 것과 달리, 단기물 비중을 높게 유지하는 점은 장기 금리 상방 우려를 낮출 요인
 - 정부의 발행 전략이 단기물 중심으로 무게중심을 옮긴 점은 장기물 수급 부담을 완화시키는 핵심 요인. 미국 재무부의 단기채 발행 확대 기조와 유사하게, 한국 또한 단기물을 활용해 발행 부담을 분산시키는 방향으로 전환
 - 발행 전략 측면에서도 커브 플래트닝 압력을 강화시키는 환경. 한국은행 인상 사이클이 지속되는 것을 확인하는 4분기 이후 3-10년 스프레드 축소 흐름은 가속화될 전망이다이며, 단기물 중심의 발행 기조는 2027년에도 유지될 가능성이 높아 플래트닝 압력이 중장기적으로 지속될 가능성

국고 단기물 발행 비교



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

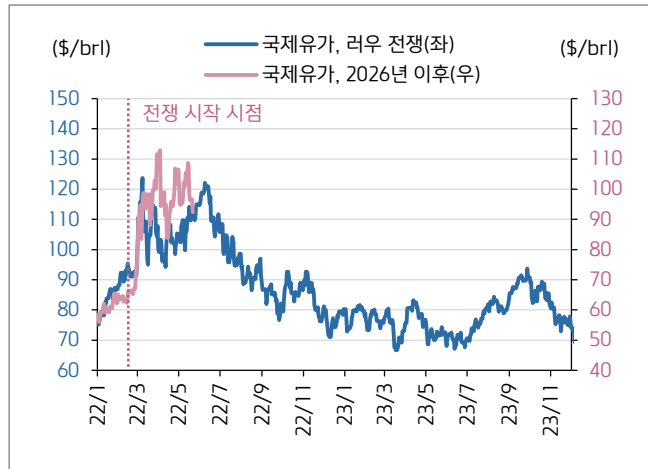
국고 장기물 발행 비교



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

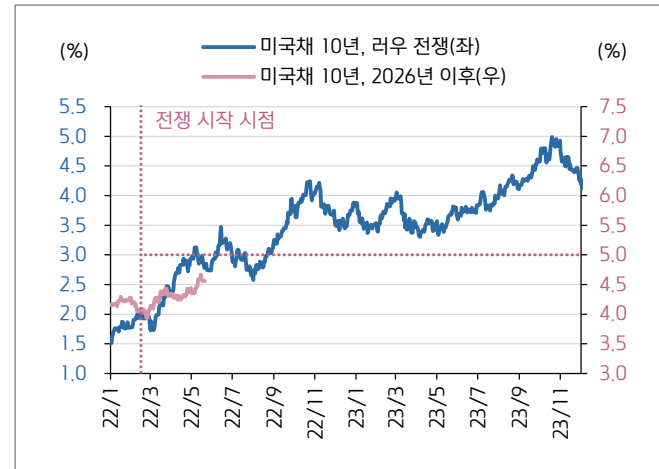
- ▶ 2022년 러-우 당시와 비교할 때 국제유가가 배럴당 90달러에서 118달러로 오르는 구간 미국채 10년물 금리는 약 140bp 상승. 해당 기간 기준금리가 50bp 인상되었던 점을 고려, 보수적으로 기준금리 인상분을 제외한 90bp 수준을 고려할 필요
- ▶ 미-이란 전쟁 직전 미국채 10년물이 4.00% 수준이었음을 감안, 90달러 선에서의 고유가 흐름이 이어질 경우 미국채 10년물 금리는 4.90% 수준으로 높아질 수 있음. 그 과정에서 이전보다 재정 확장에 대한 경계감이 계속해서 이어진다는 점에서 이전의 상단 수준인 5%까지도 상단을 열어둘 필요
 - 러-우 전쟁과 동일하게 바라보기는 어렵지만, 인상 우려를 수시로 반영하고 있는 상황에서 전쟁 장기화 및 원유 공급 위축 지속 등의 리스크가 지속될 경우 금리 상단 또한 러-우 당시의 상황을 대입해서 바라볼 필요

러-우 전쟁과 미-이란 전쟁 국제유가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

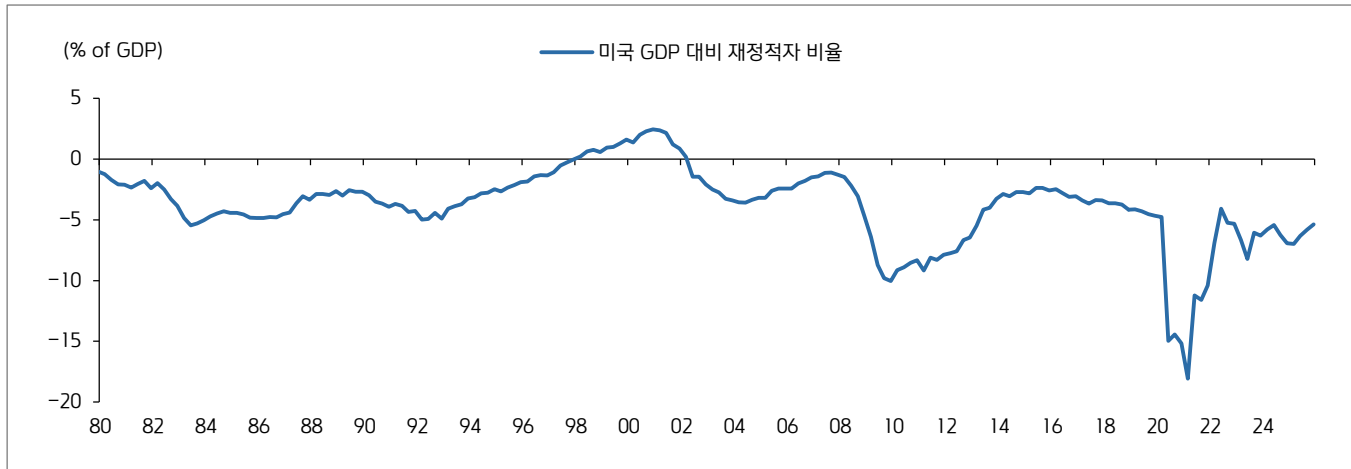
러-우 전쟁과 미-이란 전쟁 미국채 10년물 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1990년대 후반 IT 투자 붐 당시에는 민간 중심의 설비 투자 확대가 자발적으로 이루어졌고, 연방정부는 재정 흑자를 기록하며 국채 순공급이 축소되는 환경. 이 시기에는 금리가 기업 활동에 있어 '비용 부담'으로 강하게 인식되지 않았음. 생산성 상승이 투자 수익률을 끌어올렸고, 높은 실질금리조차 성장의 부산물로 해석. 즉, 금리의 수준보다 성장과 혁신이 시장의 중심에 있었음.
- ▶ 반면 현재는 구조가 다름. 투자 확대가 재정 정책의 지원과 함께 추진되고 있다는 점에서, 민간 주도의 생산성 혁명이라기보다 재정과 정책이 일정 부분 견인하는 국면에 가까움

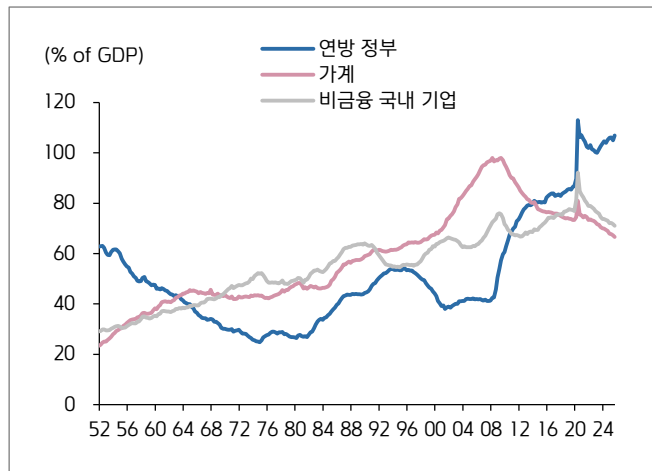
미국 GDP 대비 재정적자 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

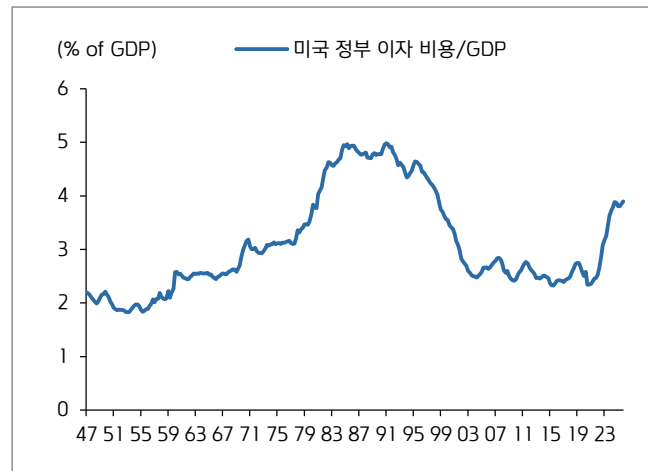
- ▶ 이 경우 금리는 단순한 자금 조달 가격이 아니라 기업과 정부 모두에게 '비용'으로 인식. 특히 확장 재정이 동반되는 상황에서 금리가 높은 수준을 유지할 경우, 재정 부담은 더욱 부각. 따라서 생산성 개선이 현실화되기 위해서는 일정 수준의 통화 완화와 재정 확장이 병행되어야 한다는 점에서 정책 공조의 필요성이 강조

미국 GDP 대비 각 경제주체별 부채비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

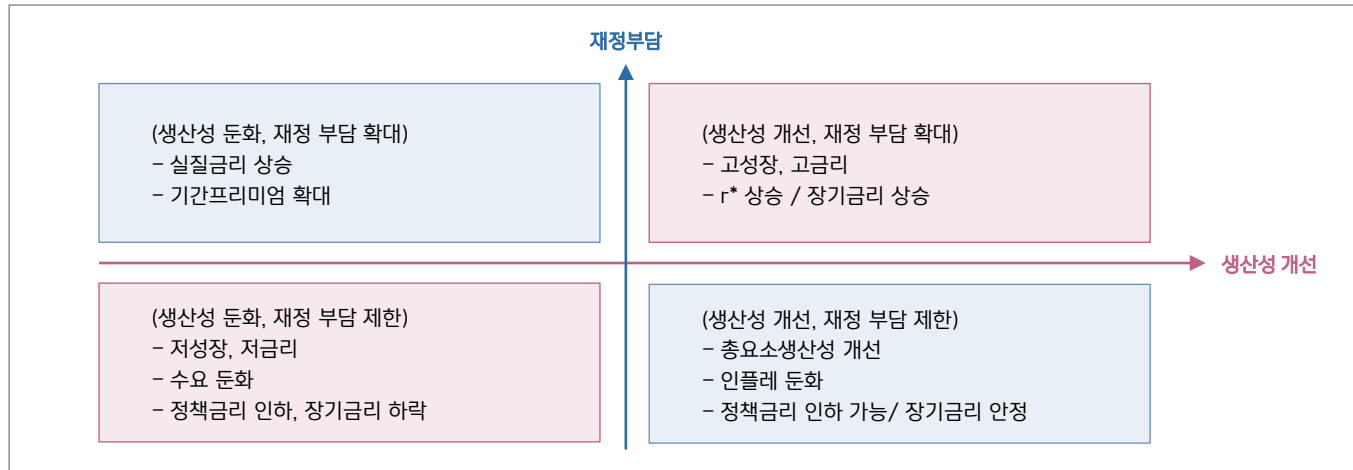
미국 GDP 대비 정부 이자비용 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 단, 경기 상황을 고려하지 않은 금리 인하 과정은 기대인플레를 높이거나 자산시장을 과열시키면서 오히려 다시 금리를 인상해야 하는 국면으로 나아갈 수 있음. 따라서 금리 인하의 명분과 실익이 분명해야만 연준이 금리를 조정할 수 있는 상황에 놓여짐
 - 현재는 국제유가의 급등으로 금리 인하의 명분이 약화된 상황
- ▶ 위시가 생각하는 루트는 결국 생산성 개선과 함께 물가가 둔화될 경우 실질금리를 낮추기 위해 금리를 인하하는 경로를 고려. 그 경우 장기금리가 안정되게 될 것
- ▶ 다만 재정 부담이 높아지는 가운데 생산성 개선으로 나아가지 못할 경우 아래의 4분면에서 2/4분면의 국면이 나타날 가능성이 높으며, 결국 지금부터 시장금리는 2/4분면 혹은 4/4분면의 국면이 나타나는지를 평가하는 과정에서 시장금리가 변동할 것

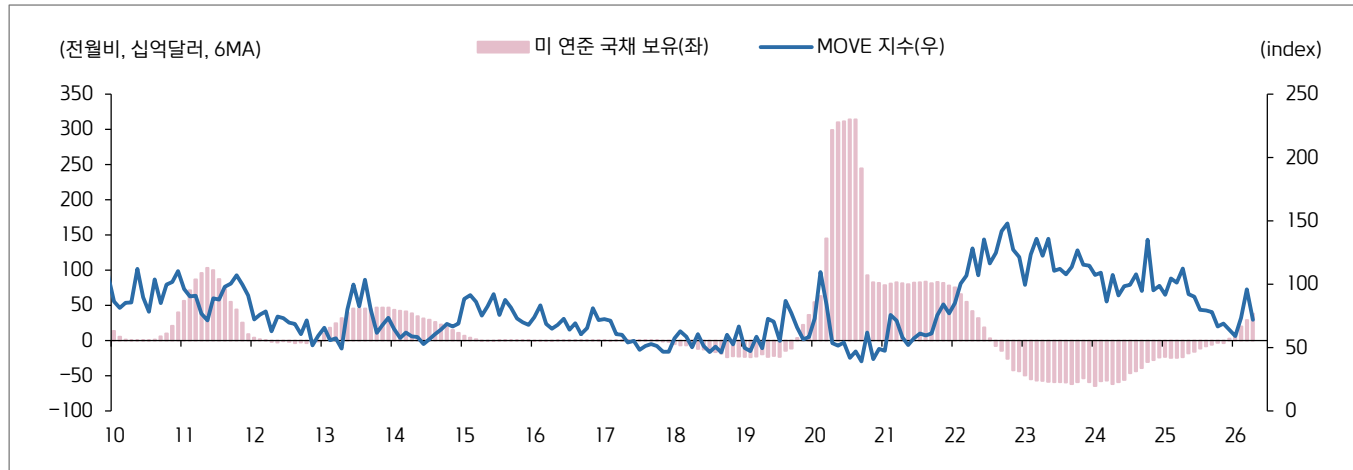
재정과 생산성 구조 속 금리 예상 매트릭스



자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 생산성 개선이 지표상 뚜렷하게 확인되기까지는 상당한 시간이 소요될 가능성이 높음. 그 과정 동안에는 재정 부담이 반복적으로 시장의 핵심 이슈로 부상할 것이며, 글로벌 투자자들의 미국 자산 선호도 역시 변동성을 보일 수 있음. 이는 미국채 수요의 안정성을 약화시키고, 특정 구간에서는 미국채가 상대적으로 소외되는 국면이 나타날 가능성도 배제하기 어려움
- ▶ 금리 인하가 어려운 환경이라는 점이 부각되면서 미국채 10년물 금리는 하반기 상방 압력이 지속되는 가운데 미 연준의 개입은 상승 속도를 약화시키는 정책에 그칠 것으로 판단

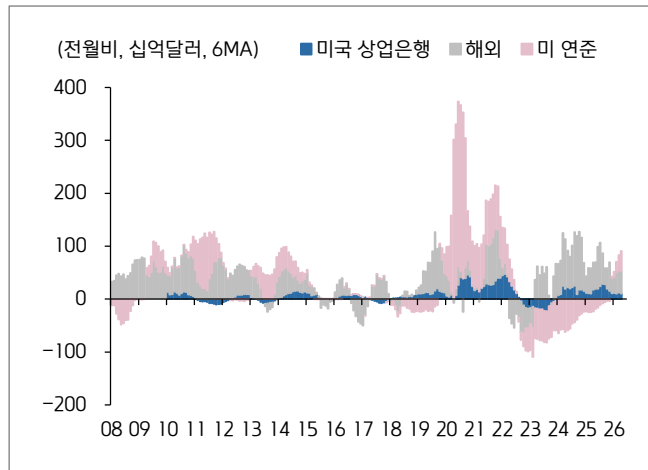
미 연준 국채 보유 변화와 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

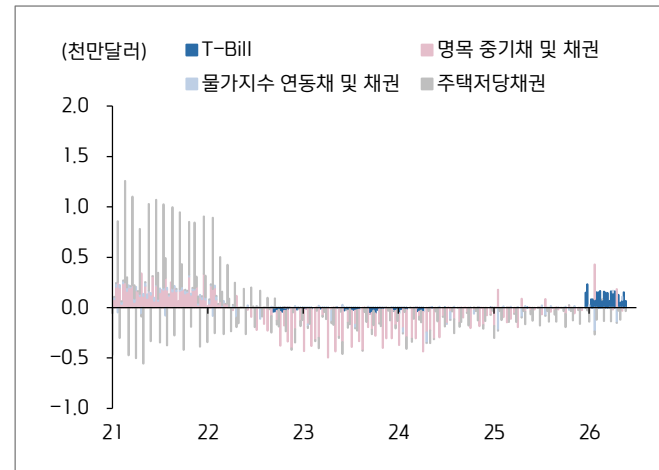
- ▶ 과거의 QE처럼 장기채를 매입하는 정책보다는 재무부의 단기채 발행 기조 속에 미 연준의 RMP 정책이 지속될 것으로 예상. 미국 단기채 발행을 소화시키는 역할
- ▶ 미 연준은 연준 자체적으로 자산 확대보다는 민간의 국채 수요 확대와 위험자산 투자 확대를 불러올 수 있는 규제 완화의 방식을 택함으로써 정부의 재정 확장이 민간으로 자금이 이동할 수 있도록 하는 정책을 취하는 것. 정부 주도의 성장이 결국 민간으로 확장될 수 있도록 하는 과정에서 미 연준은 기대인플레이를 조절해 정부의 재정 확장이 지속 가능하도록 하는 역할을 할 것
 - 연말 이후로는 경기 회복 등과 함께 서비스물가 상방 압력이 나타나면서 미 연준의 금리 인상 경계감이 강화되며 상방 예상

미국채 수요 주체별 미국채 보유량 변화



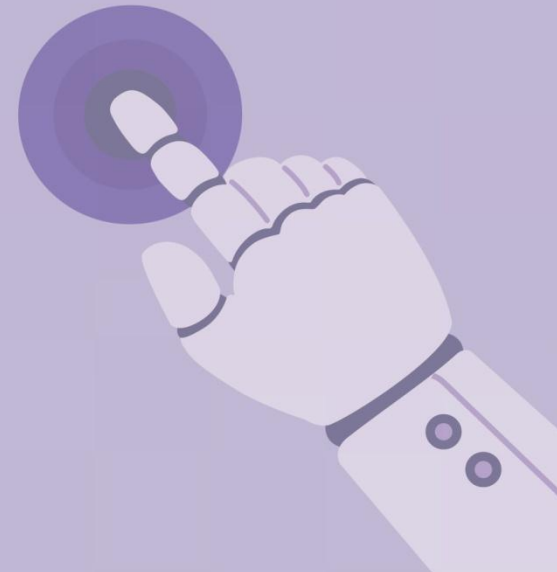
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 보유 증권 주간 변화



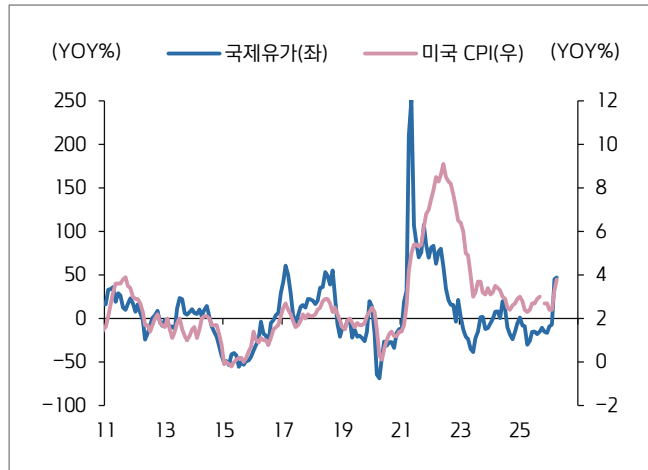
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

II. 원자재 : 유가 피크아웃 가능성 점검



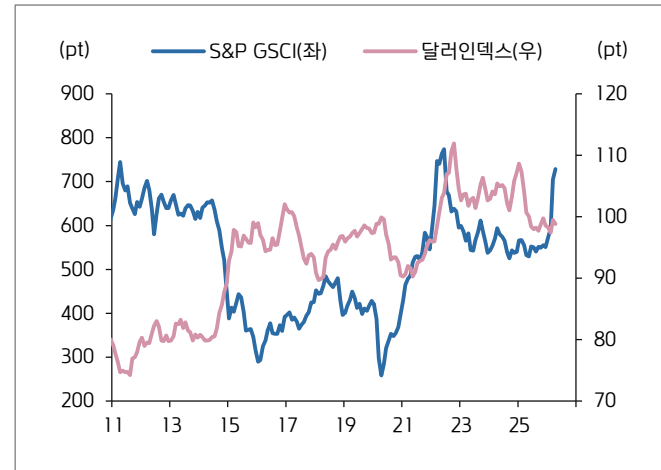
- ▶ 하반기 원자재 시장의 관심은 유가 피크아웃 여부로 보임. 상반기 가파른 유가 상승으로 인플레이션 우려가 재부각 되었고, 이는 미 연준의 통화정책 전망에 변수로 작용
- ▶ 미-이란 확전 우려 진정과 고유가에 따른 수요 둔화를 고려했을 때 하반기 중 유가는 점차 하향 안정화될 것으로 전망
 - 호르무즈 해협 개방과 걸프 산유국 생산 회복이 하반기유가 하락 속도를 결정할 것으로 예상
- ▶ 유가 하향 안정화 시 미 연준의 금리 인상 전망은 다소 약화될 것으로 예상하나, 연초보다 높은 유가 레벨은 미 연준의 통화정책에 대한 불확실성은 지속될 것으로 전망. 이 과정에서 원자재 시장의 관심은 구조적 수요를 기대할 수 있는 부분에 한정될 것으로 보임

국제유가와 미국 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

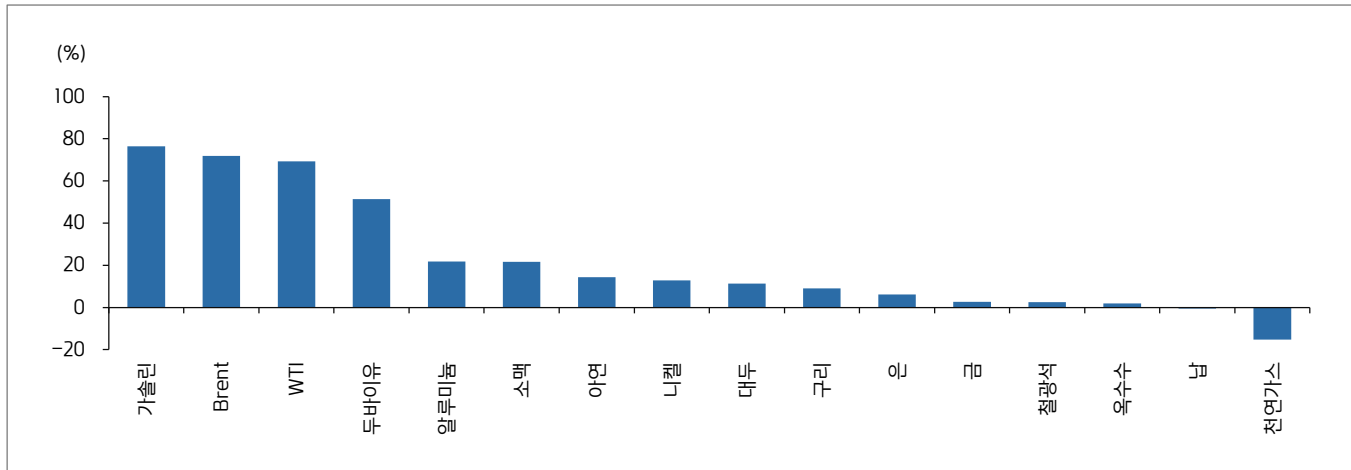
S&P GSCI 원자재지수와 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 상반기 가장 좋은 성과를 보였던 섹터는 에너지. 미-이란 전쟁으로 걸프 지역 공급 차질 발생하며 원유시장 내 수급 여건은 과잉 공급에서 공급 부족으로 전환된 영향
 - 천연가스의 경우 지역별 가격 차별화 발생. 미국 헨리허브 가격은 안정적인 수급 여건 및 재고 수준 하에서 중동 전쟁이 미치는 영향 제한되었으나, 유럽 지역의 천연가스 가격은 이란 전쟁 이후 가격 상승
- ▶ 반면 귀금속의 경우 유가 상승에 따른 인플레이 우려가 부각되면서 연초 급등세를 모두 되돌림
미 연준의 통화정책 경로를 두고 불확실성이 높아진 점이 귀금속에 대한 차익실현 매물 출회 요인으로 판단

주요 상품가격 연초대비 변화(YTD)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

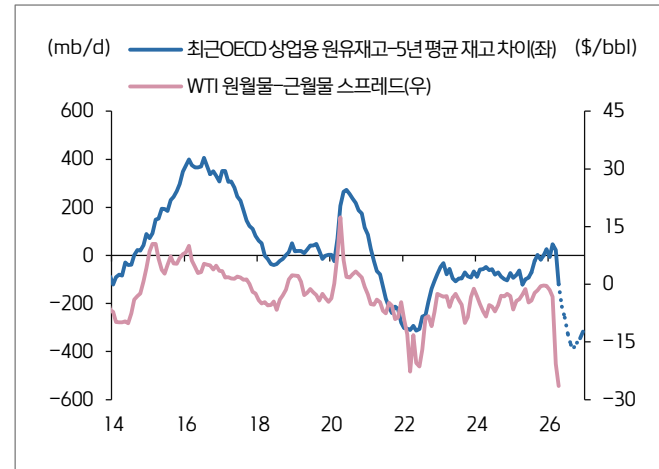
- ▶ 하반기 국제유가는 WTI 기준 배럴당 \$75~105 범위에서 등락할 것으로 전망
 - 호르무즈 해협 통항 차질과 걸프 산유국 생산 감소, 원유재고 감소를 고려하면 고유가 흐름은 이어질 가능성
 - 다만 미-이란이 협상 가능성을 열어두고, 고유가에 따른 수요 전망 하향과 원유 투자심리 약화 고려 시 중동발 리스크가 하반기 중 유가의 추가 급등 유발할 가능성은 제한적
- ▶ 이에 계절 수요가 종료되는 3분기 말부터는 유가도 점진적으로 하락할 것으로 예상
 - 만약 호르무즈 해협 개방 시 유가가 가파른 하락세를 보일 수도 있겠지만, 공급 정상화에는 시간이 소요되는 만큼 연초보다 높은 레벨을 유지할 것으로 전망

2011년 이후 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

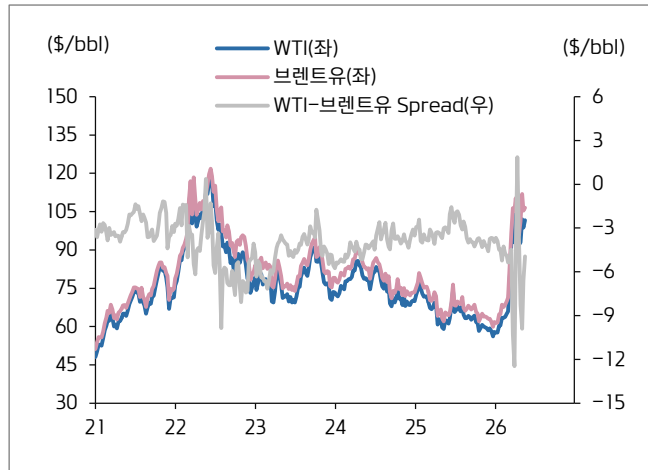
OECD 상업용 원유재고와 WTI 원유물-근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

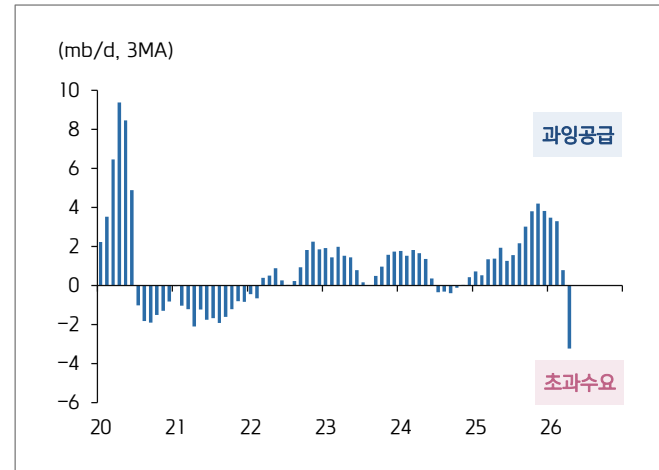
- ▶ 2026년 초 배럴당 50달러 중반선까지 내려갔던 유가는 2월 말 이스라엘·미국-이란 간 전쟁으로 급등
4월 초 유가는 WTI 기준 배럴당 \$110 선을 상회하기도 함
 - 2월 28일(현지시간) 미국·이스라엘이 이란의 군사 및 핵시설을 대상으로 선제 공격을 단행
2023년부터 2025년까지 대체로 안정적인 흐름을 보였던 유가는 이란 전쟁 이후 변동성 확대
- ▶ 4월 중 미-이란 휴전과 종전 협상에 급등세를 일부 되돌리기도 했으나, 현재 양국의 협상에 불확실성이 높고, 원유시장 내 재고 감소를 확인하며 연초 유가 레벨을 크게 상회하는 수준에서 등락

최근 WTI와 브렌트유 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 원유 공급-수요 추이 및 전망



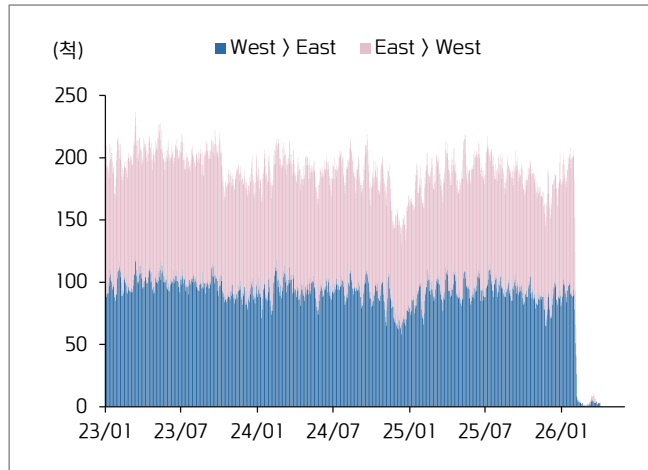
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

이란의 호르무즈 해협 봉쇄, 걸프 산유국 원유 수출 감소

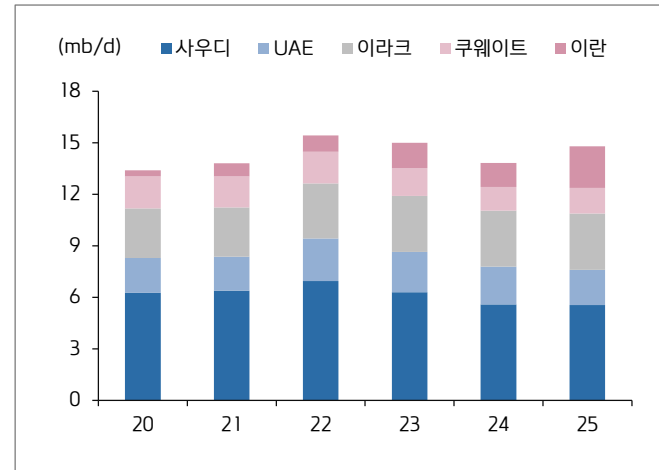
- ▶ 미국-이란 전쟁 발생 이후 이란은 역사상 처음으로 호르무즈 해협 봉쇄를 발표했으며, 이후 호르무즈 해협을 지나는 유조선의 수는 급감
- ▶ 호르무즈 해협은 사우디, 이라크 등 주요 걸프 산유국의 주요 원유 수출 경로인 만큼 걸프 산유국 수출 차질 불가피. 해협 봉쇄가 한달 이상 지속되면서 중동 주요 산유국은 감산을 발표하기 시작
 - 3월 중순부터 이라크는 수출 차질에 따른 저장 공간 부족을 언급하며 일평균 150만 배럴 감산을 시작했고, 쿠웨이트도 석유 생산 감축 발표

호르무즈 해협을 지나는 유조선의 수



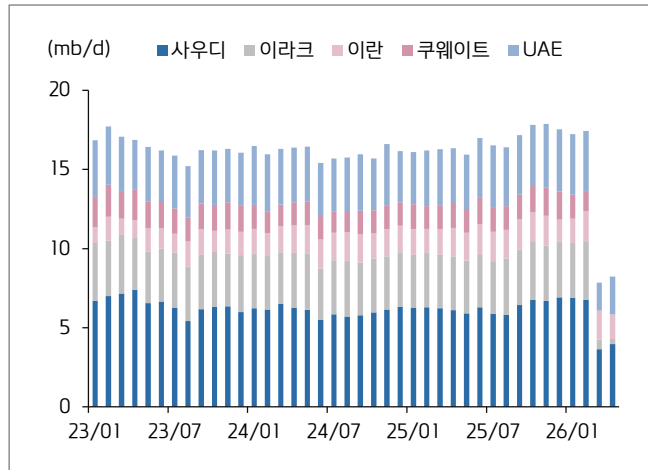
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

출발지 별 호르무즈 해협을 통해 운송된 원유량

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 상반기 기준을 기준으로 작성된 수치

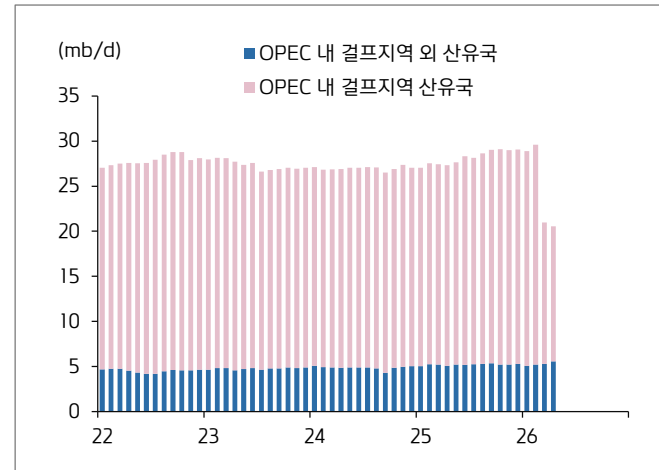
- ▶ OPEC의 4월 산유량은 일평균 약 2,055만 배럴로 2월 대비 약 30% 감소
- ▶ 국가별 산유량 데이터를 살펴보면, OPEC 내에서도 걸프 산유국의 생산 감소가 컸다는 점을 확인할 수 있음
 특히 호르무즈 해협을 우회할 수출 항로가 없는 이라크, 쿠웨이트의 4월 산유량은 2월 대비 60% 이상 감소
 - 알제리 등 OPEC 내 아프리카 산유국과 베네수엘라의 경우 2월 대비 4월 산유량 증가
- ▶ OPEC+내 주요 산유국이 증산을 발표하고 있으나, 호르무즈 해협이 정상화되기 전까지 실제 공급 확대로 연결되기는 어려워 보임

걸프 산유국의 원유 수출량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

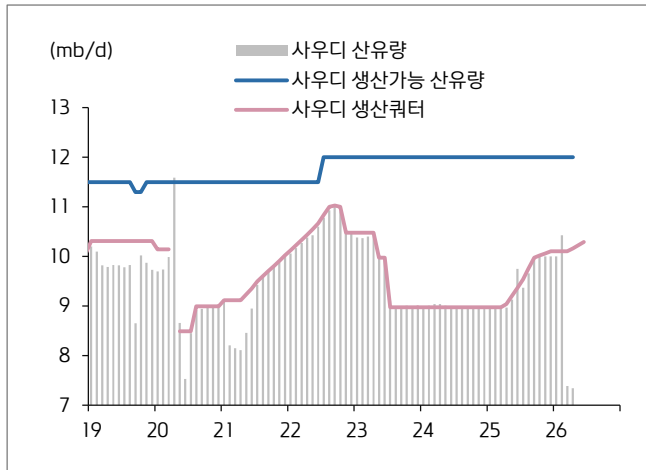
OPEC 산유국의 원유 생산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: UAE 산유량이 포함된 수치

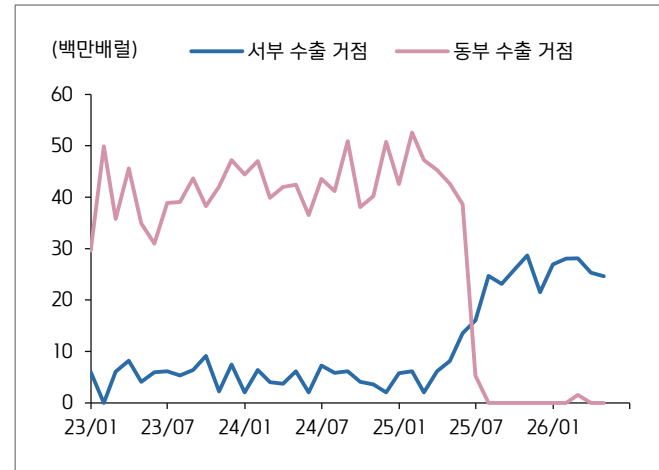
- ▶ 우회 수출 방안이 있는 사우디와 UAE 산유량 또한 4월 산유량이 2월 대비 각각 29%, 40% 축소
- ▶ 사우디의 사례를 살펴보면, 동서 파이프라인을 통해 동쪽에서 생산한 원유를 서쪽의 홍해로 이동시키고 홍해 연안의 얀부(Yanbu) 항구를 통해 원유를 수출
- ▶ 그러나 사우디가 호르무즈 해협을 통해 수출하던 물량을 완전하게 대체하기는 어려운 상황
 - IEA에 따르면, 2025년 기준 사우디가 호르무즈 해협을 경유하여 수출하던 원유 및 석유제품 물량은 6.4 mb/d
현재 동서 파이프라인을 통한 수송 가능 물량은 최대 5.0mb/d이기 때문

사우디 산유량과 생산쿼터, 생산가능 산유량 추이



자료: Bloomberg, Reuters, 키움증권 리서치센터

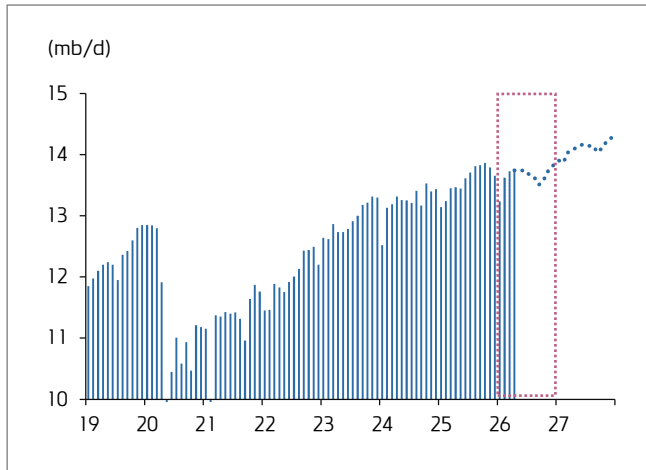
사우디 주간 원유 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

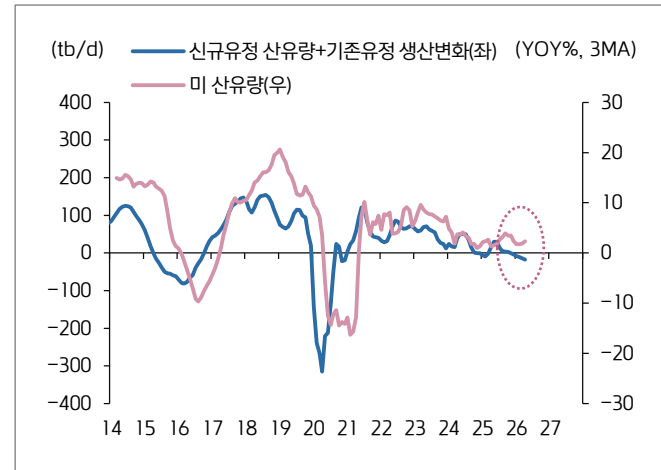
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)은 미국의 산유량이 2025년 말 정점을 기록하고 2026년 완만하게 줄어든 것으로 전망
- EIA는 2026년 미국 산유량 감소 요인으로 저유가에 따른 시추활동 둔화, 퍼미안 지역의 원유 생산 증가세 정체를 언급
- ▶ 미국의 원유 생산과 관련한 선행지표가 전반적으로 꾸준히 둔화세를 보여온 가운데 현재 미국의 신규 유정을 통한 산유량 증가 규모가 미국 기존 유정의 생산 감소 규모를 하회
- ▶ 따라서 현재 유가 레벨이 유지되더라도 미국의 생산이 늘어나기 위해서는 시간이 소요될 것으로 전망

미국 산유량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 유정 생산량과 기존 유정의 생산량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

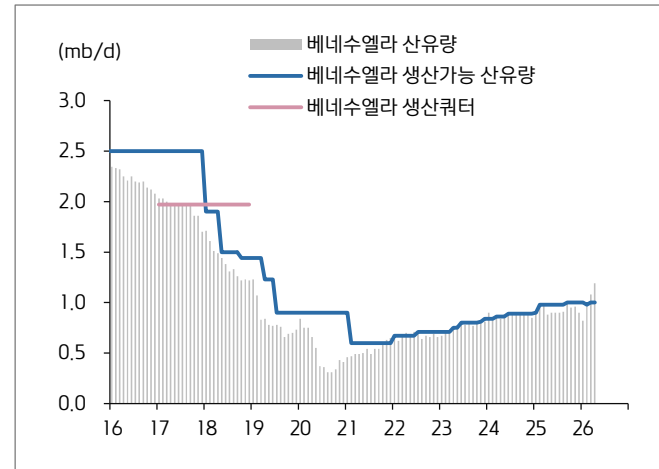
- ▶ 물론 베네수엘라 원유 생산 확대 기대도 언급되고 있음. 연초 마두로 베네수엘라 대통령 생포로 베네수엘라 에너지 산업에 대한 제재 완화 기대가 높아진 가운데, 고유가 흐름이 지속되면서 최근 미국의 에너지기업들이 베네수엘라 유전의 사업성을 검토하기 시작
- ▶ 그러나 베네수엘라 산유량이 단기간 내 급증하기 보다는 완만한 증가에 그칠 가능성이 높음. 2022년 말 쉘브론의 투자로 베네수엘라 산유량이 일평균 60만 배럴에서 일평균 100만배럴 이상으로 늘어나는데 3년 이상 소요되었기 때문

미국의 베네수엘라 이슈 관련 타임라인 정리

시기	내용
1월	- 마두로 생포 후 트럼프 백악관에 주요 에너지기업 CEO 소집, "수십억 달러 투자해 베네수엘라 인프라 재건" 촉구
2월	- 미 재무부 OFAC, 쉘브론·BP·에니·셀·렘솔의 베네수엘라 석유·가스 활동 재개 허가 및 기타 기업의 투자계약 협상 허용 라이선스 발급
3월	- 엑손모빌, 베네수엘라 현지 실사팀 파견 공개 : 대규모 유전 재개발 착수 전 평가 기준으로 인프라 준비 상태, 재정 조건, 투자 안정성을 제시
4월	- 코노코필립스, 2007년 베네수엘라 정부의 자국 석유산업 국유화 이후 처음으로 현지 실사팀 공식 파견
5월	- 엑손모빌, 베네수엘라 6개 유전 생산 계약 체결 임박 발표 - 반면, 코노코필립스는 현행 탄화수소법으로는 대규모 투자 유치 불가, 정부 수취분 95% 구조는 반드시 개선되어야 한다는 점을 언급

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

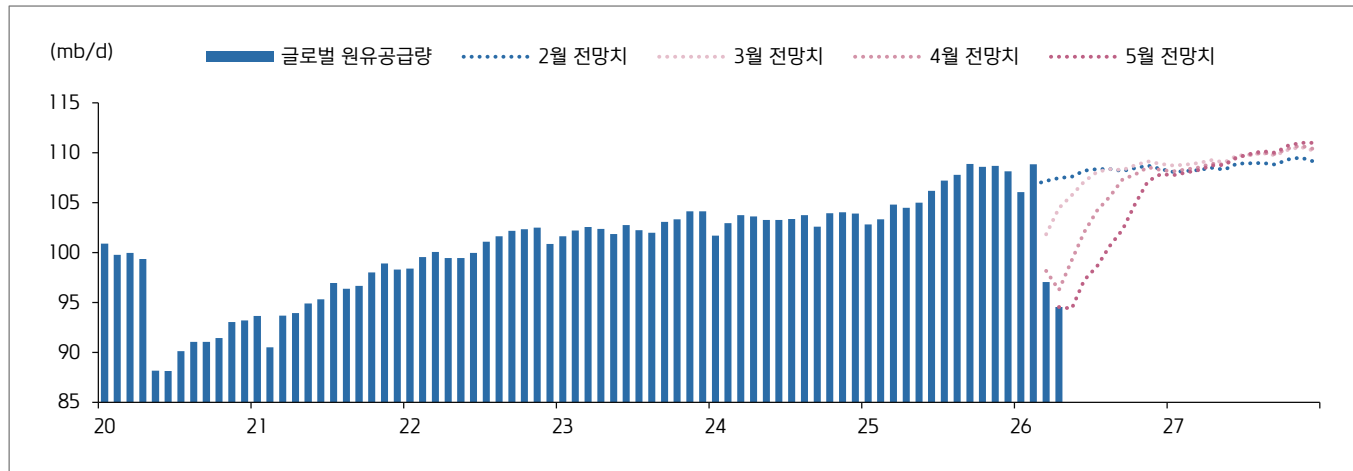
베네수엘라 산유량과 생산가능 산유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 현재 원유시장 내 공급 여건을 고려했을 때, 호르무즈 해협 통항이 정상화되지 않는다면 글로벌 원유 공급이 연초 수준으로 회복되기는 어려울 것으로 예상
- ▶ 주요 에너지기관도 월간 보고서를 통해 공급 정상화의 전제조건으로 중동 이슈 해소를 언급하고 있으며, 호르무즈 해협 봉쇄 기간에 맞춰 글로벌 원유 공급 전망치를 꾸준히 하향조정
 - EIA은 2026년 OPEC 산유국의 산유량 전망치를 일평균 4월 3,140만 배럴에서 5월 2,520만 배럴로 하향
 - IEA에 따르면 미-이란 전쟁 발생을 기점으로 4월까지 누적된 공급 차질 규모는 일평균 1,280만 배럴

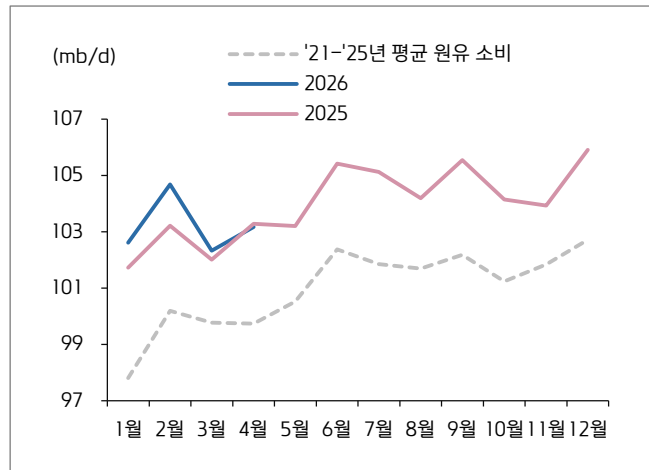
글로벌 원유 공급량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 점선은 EIA 단기 에너지시장 보고서에 기재된 전망치

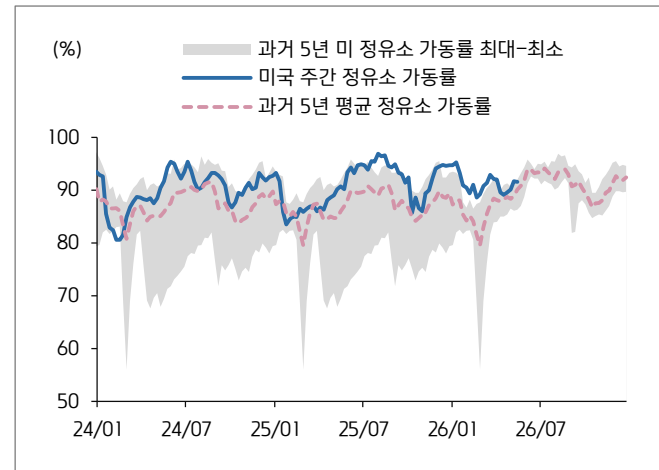
- ▶ 이런 가운데 2·3분기는 계절적으로 원유 수요가 늘어나는 시기라는 점이 원유시장 내 공급 불안을 가중
 - 2분기는 정유사 정기보수 종료로 가동률이 회복되는 시기이며, 3분기의 경우 북반구 바캉스 시즌에 따라 가솔린, 항공유 등의 수요가 높아지는 만큼 원유 정제 수요가 확대되기 때문
- ▶ 계절 수요가 유입되는 기간 동안 원유시장은 상방 리스크가 우세하다는 점을 시사, 단기적으로 유가는 중동 이슈 변화에 더욱 민감할 전망

계절별 글로벌 원유 수요 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정유소 가동률 추이



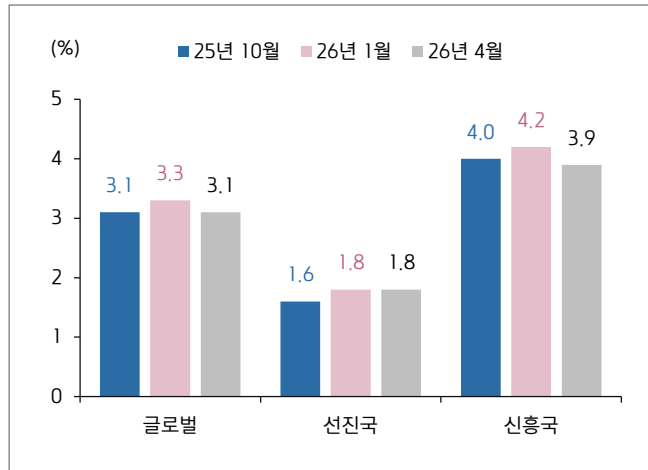
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

가파른 유가 상승, 하향 조정되는 원유 수요 전망

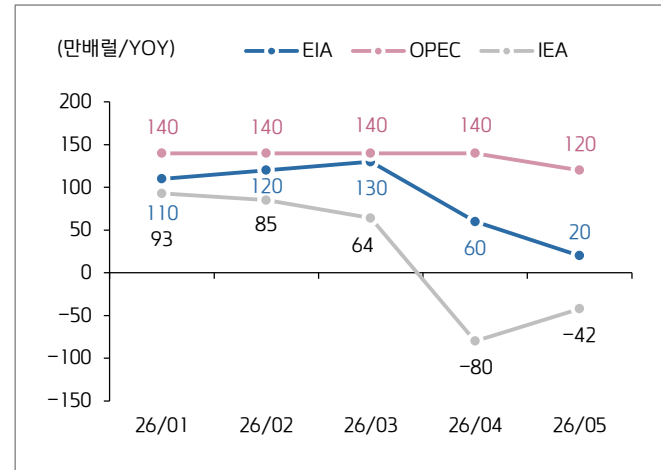
- ▶ 그러나, 공급 부족과 가파른 유가 상승으로 예상보다 2026년 원유 수요가 부진할 것이라는 전망이 나오기 시작
- ▶ IMF는 4월 세계 경제전망 보고서에서 글로벌 경제성장률 전망치를 3.1%로 제시했으며, 이는 2026년 1월 제시한 전망치 대비 0.2%p 낮은 수준
 - IMF는 중동 전쟁과 고유가를 2026년 글로벌 경제 성장 둔화와 물가 상승 요인으로 평가
- ▶ 또한 주요 에너지기관은 중동 전쟁 이후 2026년 글로벌 원유 수요 증가 전망치를 하향 조정
 - 전쟁이 예상보다 길어지면서 5월 OPEC은 처음으로 2026년 원유 수요 증가 전망치를 낮추었고, IEA는 2025년 대비 2026년 글로벌 원유 수요가 감소할 것이라는 전망을 유지

IMF의 2026년 글로벌 경제성장률 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

주요 에너지기관별 2026년 글로벌 원유 수요 증가 전망치



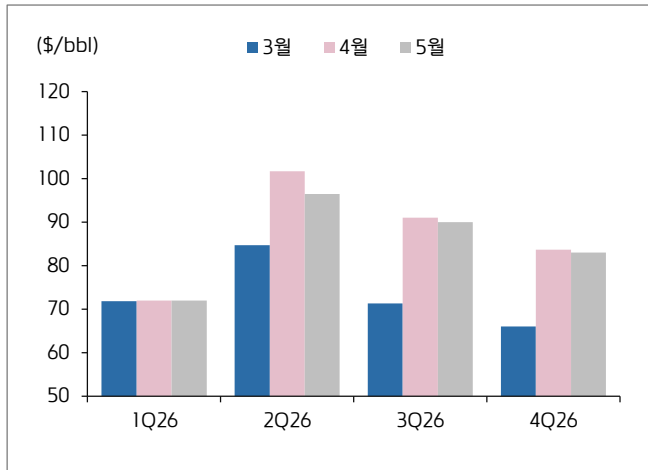
자료: EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터

13.

약화되기 시작한 원유 시장 내 투자 심리

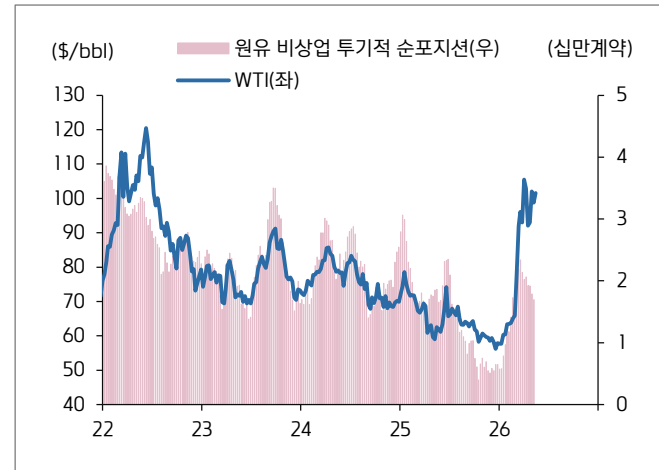
- ▶ EIA는 5월 단기 에너지시장 보고서(STEO)를 통해 2026년 유가 전망치를 소폭 하향 조정
 - EIA는 미-이란 전쟁 이후 공급 전망치를 하향하면서 유가 전망치를 상향해 왔으나 5월의 경우 공급 전망과 유가 전망치를 모두 하향
- ▶ 이는 공급 차질 우려에도 불구하고 고유가에 따른 수요 둔화 가능성이 유가 전망에 반영되기 시작했음을 시사
- ▶ 또한 원유에 대한 투기적 순매수는 미국과 이란이 종전 협상을 시작한 4월부터 점차 줄어들기 시작

EIA 분기별 WTI 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WTI와 WTI 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

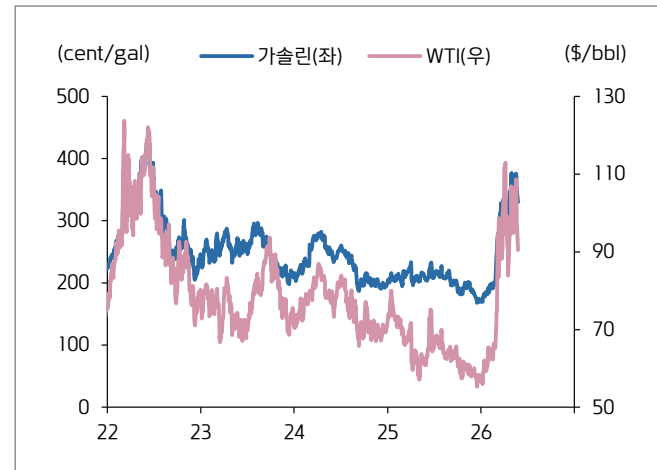
- ▶ 2026년 수요 전망치가 낮아지는 상황 속에서 유가가 추가로 상승하기 위해서는 확전 우려나 이에 따른 공급 불안 확대가 동반되어야 할 것으로 보임
- ▶ 현재 미-이란 간 입장 차이는 존재하나, 계속해서 외교적 협상 가능성을 열어두고 있고 휴전도 유지 이를 감안했을 때 중동발 공급 불안이 추가로 확대될 가능성은 제한적
- ▶ 더욱이 11월 미국의 중간선거가 진행되는 만큼 트럼프 미 대통령 또한 유가의 추가 상승은 부담스러울 가능성
 - 미국의 가솔린 가격은 현재 갤런당 \$3.5달러 내외에서 등락을 보이고 있으며, 이는 연초대비 약 90% 상승한 가격

미-이란 전쟁 및 종전 협상 관련 주요 내용 정리

시기	내용
4월	<ul style="list-style-type: none"> - 파키스탄 중재로 미-이란은 2주간의 제한적 휴전 합의. 호르무즈 해협 통행 일시적 재개 - 파키스탄 이슬라마바드에서 미-이란-파키스탄 3자 대면 협상 개시. 그러나 핵 문제·호르무즈 통제권 이견으로 협상 결렬 - 협상 결렬 직후 미국은 해상 봉쇄를 시작. 이에 이란은 호르무즈 봉쇄를 재강화 - 다만, 미-이란 휴전은 연장
5월	<ul style="list-style-type: none"> - 미-이란 종전협상 지속. 핵 농축 우라늄 처리 방식이 핵심 쟁점으로 부상하며 협상 난항 - 지지부진한 협상 속 트럼프 행정부가 에너지 시설 재공급을 검토, 미군 공중급유기를 집결시키는 등 무력 충돌 위기 고조 - 파키스탄-카타르 공동 중재로 60일 휴전 연장 및 호르무즈 해협 무상 개방을 골자로 하는 종전 양해각서(MOU) 최종 조율 진입 (단, 양측 공식 서명 미완료)

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

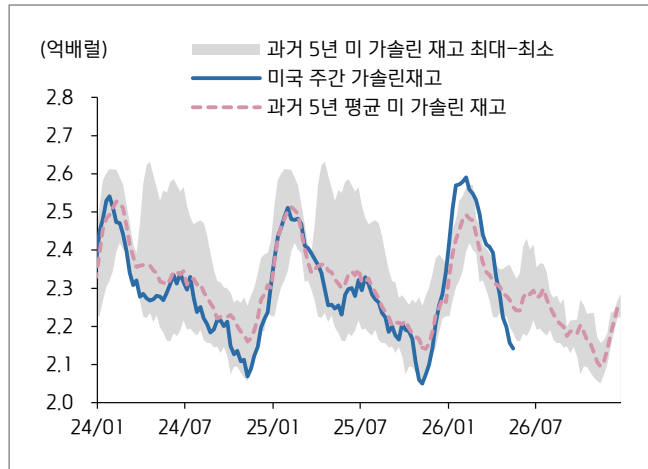
국제유가와 미국 가솔린 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

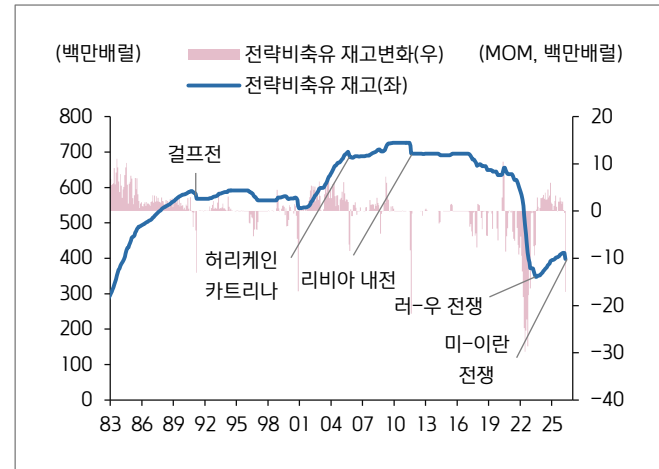
- ▶ 현재 미국의 가솔린 재고는 5년래 최저치를 하회하는 가운데 드라이빙 시즌이 시작되는 만큼 가솔린 가격의 추가 상승 가능성에 무게
- ▶ 미-이란 전쟁 이후 미국이 유가 안정을 위해 비축유 방출에 나선 점을 감안, 추가 방출에 대해서는 더욱 신중하게 접근할 가능성이 높음
 - 미국의 경우 러-우 전쟁 당시 방출했던 비축유 물량을 완전하게 채우지 못하면서 1980년대 수준을 유지
 - 3월 말 미국 에너지부 장관은 인터뷰를 통해 비축유 추가 방출 보다는 정유소 효율 개선, 시장 공급 정상화 조치 등을 우선 검토할 것으로 밝힘

미국 가솔린 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

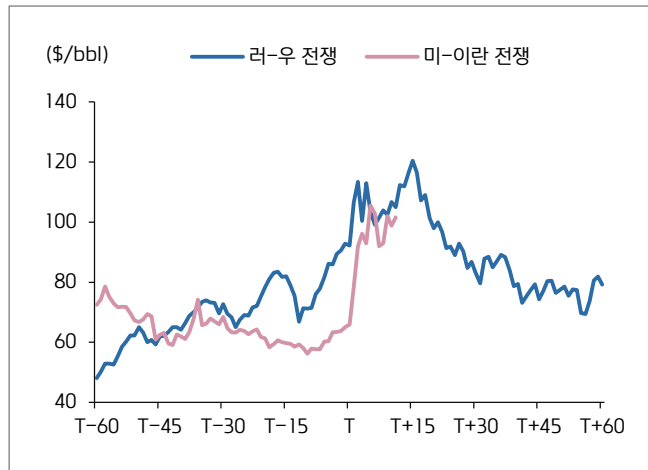
미국 전략비축유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

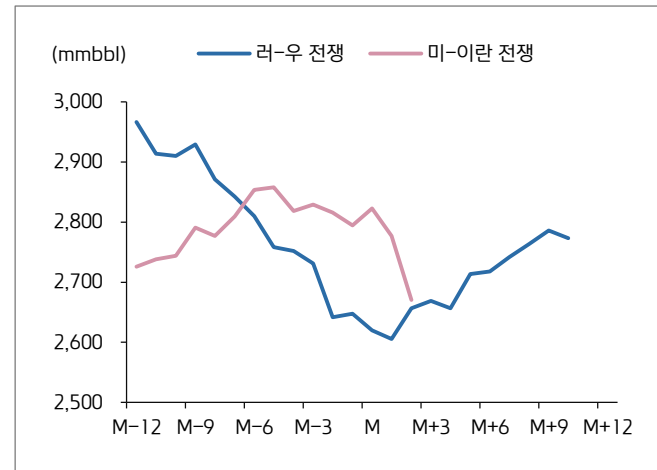
- ▶ 2022년 러-우 전쟁 당시에도, 전쟁 직후 러시아산 에너지 제재 강화로 급등세를 보였으나, 하반기로 들어서며 유가 급등세 진정
- ▶ 물론 2022년의 경우 미국의 가파른 생산 회복이 하반기 유가 안정 요인 중 하나. 다만, 당시에는 리오프닝에 따른 가파른 수요 회복이 존재했다는 점을 고려할 필요
 - 코로나19로 위축되었던 수요가 정상화되면서 2022년 이후 글로벌 원유 수요 증가세는 2021~2022년 대비 둔화
 - 2020년 하반기부터 2021년 말까지 원유시장은 초과 수요에 직면하며 재고 유출. 반면, 현재는 2023년부터 2025년 말까지 누적된 재고가 존재

러-우 전쟁·미-이란 전쟁 전후의 국제유가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

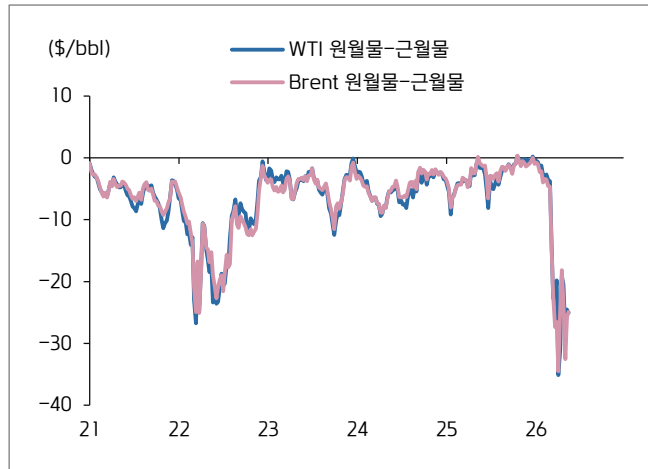
러-우 전쟁·미-이란 전쟁 전후의 OECD 상업용 원유재고 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

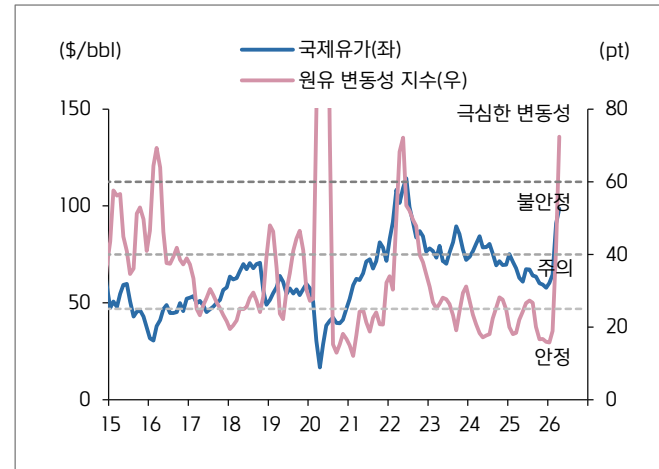
- ▶ 미국의 전쟁이 발생한 이후 WTI와 브렌트유 선물의 백워데이션 강화. 이는 현재 원유 시장 내 공급 부족 우려가 여전히 높다는 점을 시사
- ▶ 그러나 미-이란 간 종전 협상이 진행되는 만큼 확전 우려는 완화되고 있고 계절수요 종료 시 원유시장 내 재고 감소도 둔화된다면, 원유물-근월물 스프레드도 점차 줄어들 가능성 상존
- ▶ 물론, 미-이란 종전 협상이 진행되는 과정에서 양국의 잡음은 지속될 것으로 보이는 만큼 유가 변동성은 이어질 것으로 예상하나, 유가의 상방 리스크는 점차 약화될 것으로 전망

WTI와 브렌트유의 원유물-근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가와 원유 변동성 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. 귀금속, 하반기 랠리 재개의 가능성은?

- ▶ 하반기 유가가 하향 안정화되는 흐름을 보인다면, 귀금속 가격의 상승을 기대해볼 수 있음. 연초 가파른 상승세를 보였던 금은 유가가 급등하면서 상승폭을 빠르게 축소했기 때문
 - 금은 2026년 초 가파른 상승세를 보이며 온스당 5,000달러 선을 상회
- ▶ 일반적으로 지정학적 리스크는 안전자산 수요를 자극하는 만큼 금 가격 상승에 우호적이거나, 유가 급등으로 인플레이션 우려가 재부각되면서 금에 대한 차익실현 매물이 출회된 것으로 보임
 - 2025년부터 시작된 금 가격의 가파른 상승은 안전자산 수요가 이어지는 가운데 미 연준의 금리 인하 기대도 동반자 ETF를 통한 투자 수요가 강하게 유입되며 발생

WTI와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

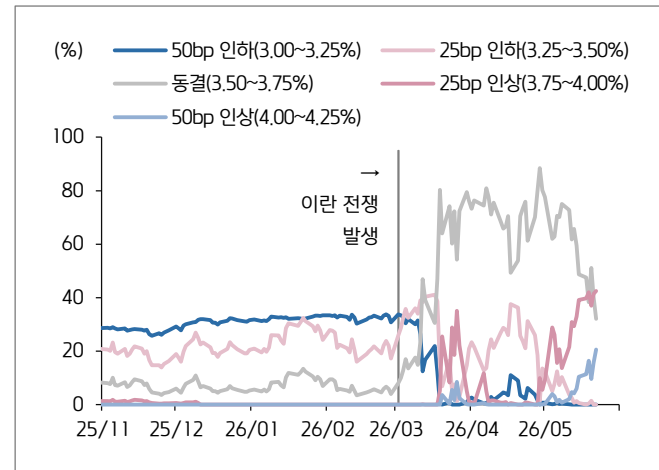
- ▶ 미-이란 전쟁 이후 발생한 유가 급등은 미 연준의 통화정책 전망에도 영향. 미-이란 전쟁 발생 전 시장에서는 미 연준이 연내 정책 금리를 2차례 인하할 것이라는 전망이 우세했으나, 전쟁 이후 금리 동결 전망 강화
 - 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되며 최근 WTI가 배럴당 100달러 내외에서 등락을 지속하자, 미 연준의 금리 인상 가능성도 언급되기 시작
- ▶ 이를 기점으로 달러 추가 약세도 제한된 점을 감안, 미 연준의 금리 전망과 달러화 흐름이 하반기 귀금속 가격 흐름에 영향을 줄 것으로 예상

S&P GSCI 귀금속 지수와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Fed Funds Futures: '26년 말 미 연준 기준금리 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

20. 미 연준, 급격한 유동성 축소에 나설까?

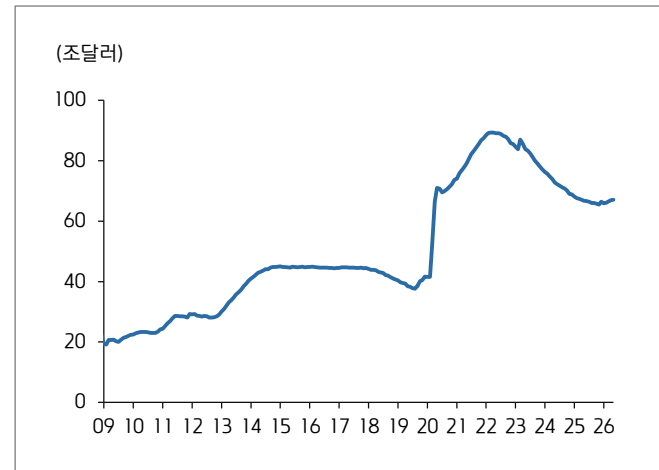
- ▶ 인플레 우려가 재부각되는 상황 하에서 미 연준의 긴축으로 선회할 수 있다는 경계감 확대. 미 연준은 2022년 러-우 전쟁 이후 발생한 유가 급등과 고물가 흐름으로, 가파른 금리 인상을 단행하고 QT를 진행하는 등 유동성을 빠르게 축소할 사례 존재하기 때문
 - 2022년의 경우 러-우 전쟁에 따른 지정학적 불안에도 금 가격은 약세로 전환
- ▶ 그러나, 2022년과 현재 물가 상승 요인을 고려했을 때, 미 연준이 금리 인상만 나서더라도 2022년과 같은 공격적인 스탠스로 접근하지는 않을 것으로 예상
 - 현재 인플레이션은 공급 측 요인에 의해 발생한 반면, 2022년에는 수요·공급 양측 요인이 모두 인플레이션을 유발

미국 정책금리와 미국 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

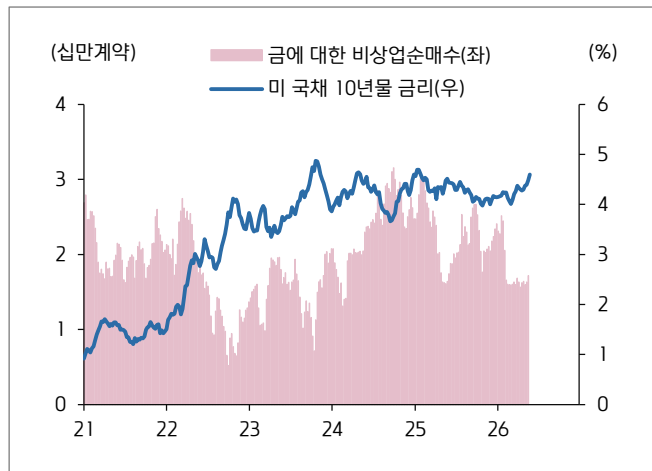
미 연준의 총 자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

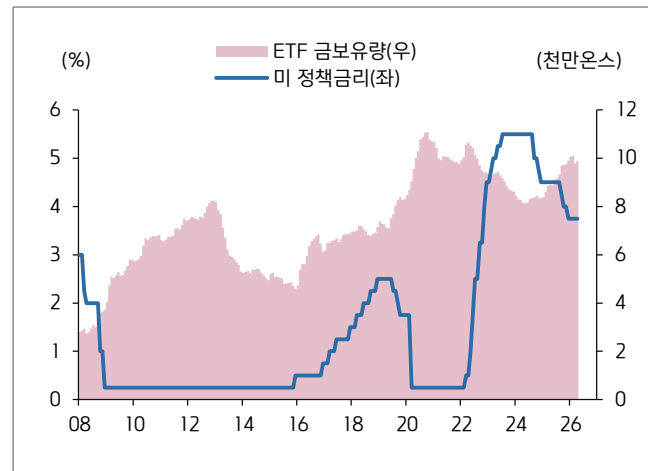
- ▶ 물론, 지난해와 달리 미 연준의 긴축 경계 강화, 미국 10년물 채권금리가 반등을 고려, 금에 대한 투자 심리는 이전보다 약화될 것으로 전망
 - 금은 이자를 지급하지 않는 자산인 만큼, 고금리 환경이 길어질수록 투자 수요 약화. 실제로 ETF 금 보유량을 살펴보면, 미국의 정책금리 인하기에 빠르게 늘어나는 모습을 확인할 수 있음

미국 10년물 채권금리와 금에 대한 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

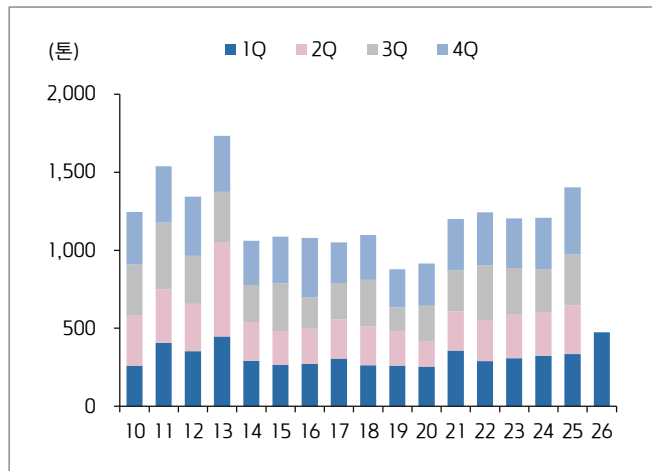
ETF 금보유량 변화와 미국 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

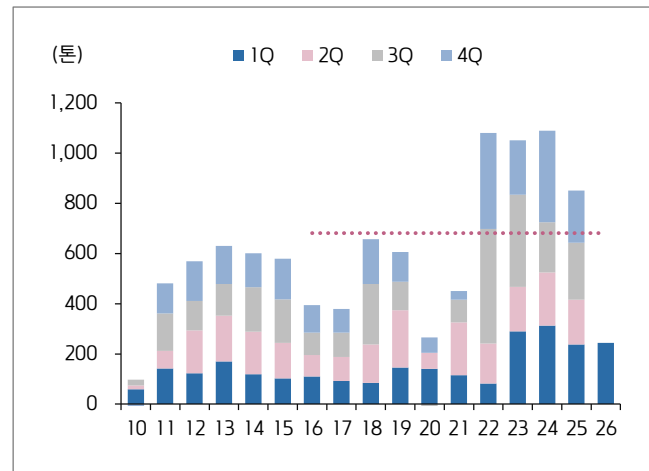
- ▶ ETF등 금 관련 투자 상품을 통한 투자 수요는 약화될 것으로 보이나, 골드바와 같은 금 실물 수요와 중앙은행 매수세는 여전히 견조한 상황
 - 2022년부터 금 매입을 주도하는 중앙은행으로는 중국 인민은행과 폴란드 중앙은행을 들 수 있음
 - 인민은행은 2024년 이후 꾸준히 금을 매입하고 있으나, 외환보유고에서 금이 차지하는 비중은 약 9%인 만큼 추가 매입 가능성 상존. 전세계 중앙은행의 평균 외환보유고 내 금 비중이 약 15%이기 때문.
 - 한편, 폴란드 중앙은행은 최근 금 보유고를 700톤으로 확대할 것으로 발표
- ▶ 중앙은행은 외환보유액 다변화, 지정학적 리스크 대응 등 중장기적인 정책판단 하에서 금 매입 지속
이에 중앙은행의 금 매입 기조가 단기 가격 변동이나 금리 변화에 따라 빠르게 이탈할 가능성 제한적

골드바와 금화 수요 추이



자료: WGC, 키움증권 리서치센터

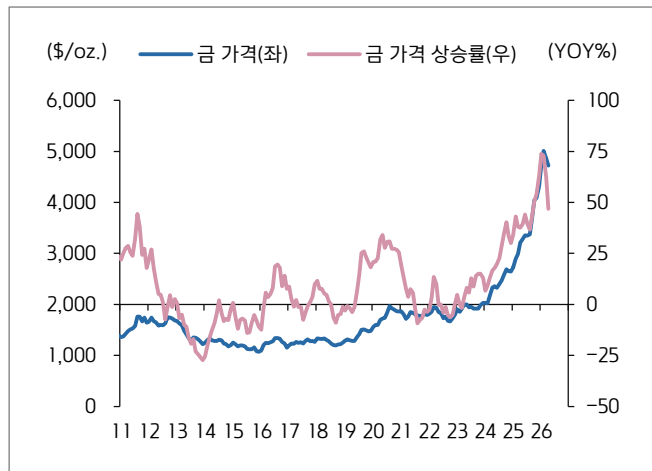
중앙은행의 금 매입량 변화

자료: WGC, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 2016~2025년 중앙은행의 금 평균 매입량

23. 하반기 금 가격, 완만한 우상향 흐름 전망

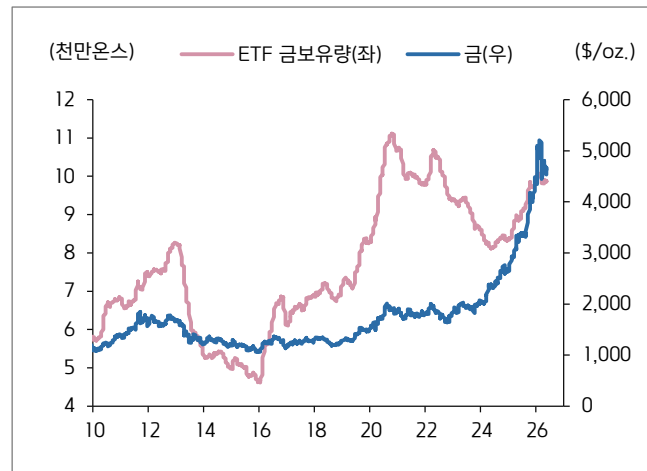
- ▶ 전반적인 매크로 여건을 고려했을 때, 하반기 중 금이 연초와 같은 랠리를 재현하기는 어려울 것으로 전망
그러나 2022년~2024년 금은 고금리 여건 하에서 상승 세를 보였으며, 이는 금에 대한 구조적인 수요에서 기인
- ▶ 탈달러화 기조와 지정학적 리스크 등 중앙은행의 금 매입을 유발했던 요인이 여전히 유지되고 있다는 점을
고려했을 때, 하반기 금 가격 상승 추세는 지속될 것으로 전망

금의 명목가격과 실질가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

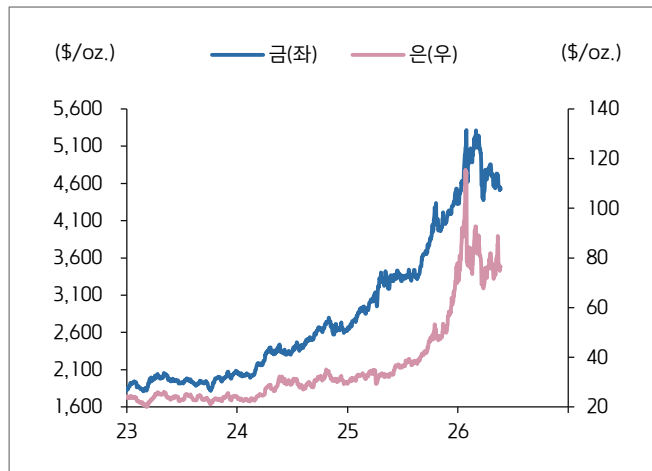
금과 ETF 금보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

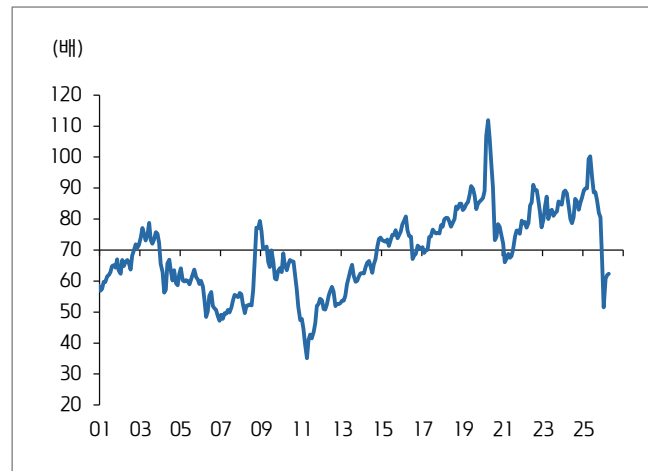
- ▶ 하반기 중 금 가격 상승세가 지속된다면, 은 가격에 대해서도 우호적인 시각이 형성될 가능성
- ▶ 그러나 지난해 하반기부터 금/은 비율이 하락세를 보이며 은의 상대적 저평가 매력은 일부 해소. 금/은 비율의 역사적 평균은 약 70배 수준이나 최근 65배 선까지 내려온 상황
- ▶ 이에 은이 하반기 중 금보다 높은 상승률을 기록하기 위해서는 은의 산업 수요 기대와 완화적인 매크로 여건을 기반으로 한 귀금속 투자 심리 개선이 모두 동반 되어야할 것으로 보임

금과 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금/은 비율 변화



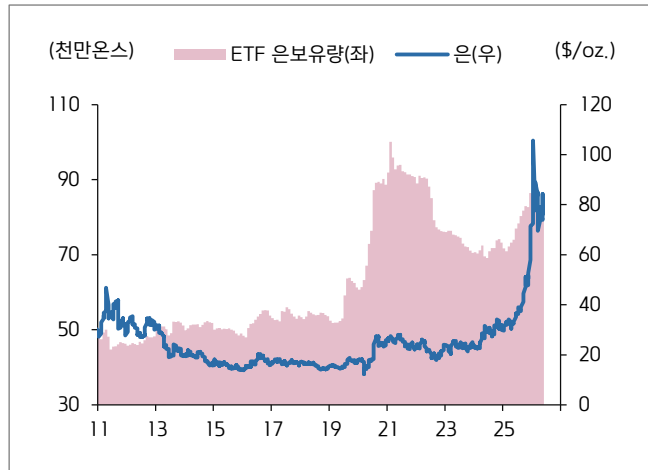
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25.

하반기 은, 금 대비 높은 투자성과를 기대하기는 어려워 보여

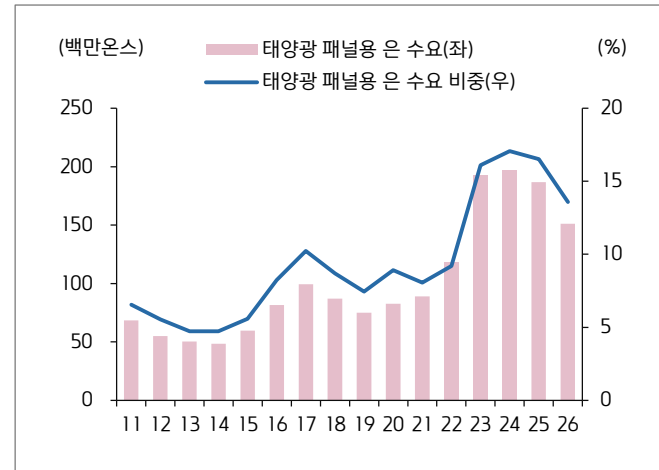
- ▶ 하반기 중 은이 금 대비 강세를 보일 가능성은 제한적일 것으로 전망
- ▶ 물론 2025년 말 미국과 중국이 은을 전략적 자산으로 지정했고, 주요국의 전력망 투자 등을 고려했을 때 은에 대한 중장기 산업 수요 기대는 여전히 유효
 - 은은 태양광, 전력망, 전장화, 전자제품 등 전력화 과정에서 활용도가 높은 금속이기 때문
- ▶ 그러나 Silver Institute에 따르면, 2023년 이후 태양광 패널용 은 수요 증가세는 둔화되고 있으며 은 시장의 타이트한 수급 여건도 다소 완화될 것으로 보고 있기 때문

은과 ETF 은 보유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

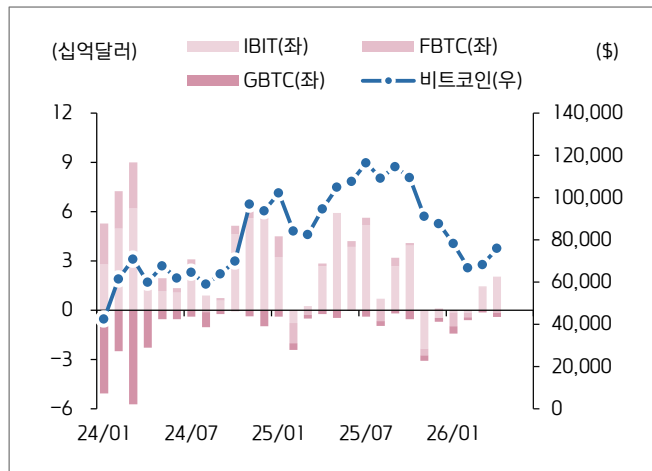
태양광 패널용 은 수요 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

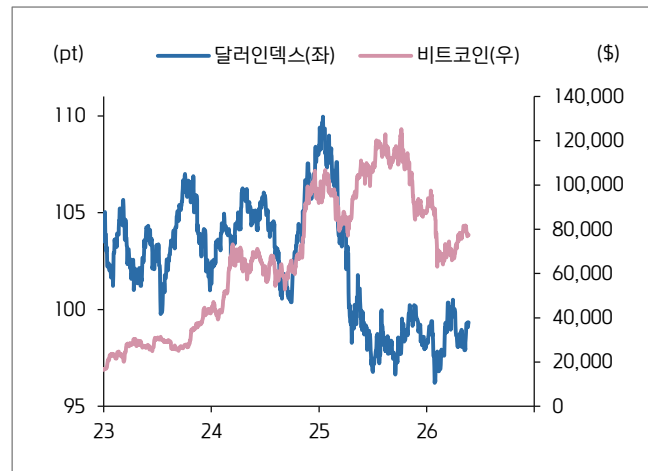
- ▶ 비트코인은 매크로 변수에 대한 가격 민감도가 확대될 것으로 전망. 미국 주요 비트코인 현물 ETF를 통한 자금 유입 둔화되며 수급 모멘텀 약화된 영향
- ▶ 다만 4Q26부터 유동성과 투자심리 변화가 비트코인 변동성에 미치는 영향 제한될 것으로 예상
4년 주기 반감기 사이클이 장기 방향성을 결정해온 가운데, 2028년 반감기를 앞두고 매수세 유입을 기대해볼 수 있는 시점이기 때문

미국 주요 비트코인 현물 ETF 자금 유출입과 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 비트코인 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편, IEA는 이번 유가 상승으로 향후 에너지 전환이 더욱 가속화될 것으로 전망. 비철금속은 에너지 전환 시 중장기 수요를 기대할 수 있는 주요 원자재로 언급되어 왔음
 - 전기차 보급으로 니켈, 리튬, 코발트 등 배터리 소재에 대한 수요 기대가 먼저 부각된 가운데 최근에는 전기화 및 전력 인프라 투자 증가로 구리에 대한 관심이 높아지는 상황
- ▶ LME 창고의 주요 비철금속 재고는 2013년 이후 현재까지 꾸준히 감소. 2023년부터 비철금속 재고 감소세가 주춤하고 있으나, 2010년대 대비 낮은 재고와 중장기 수요 기대로 현재 LME Metal Index는 2022년 수준으로 상승

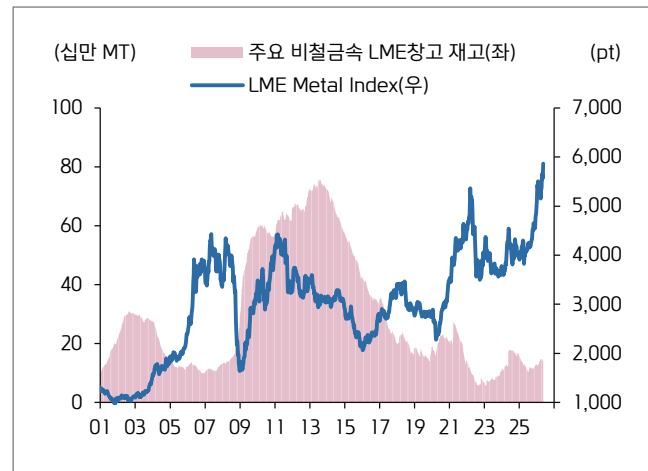
친환경 에너지별 주요 비철금속 필요도 차이

	구리	니켈	아연	알루미늄
태양광 PV (Solar PV)	●	●	●	●
풍력 (Wind)	●	●	●	●
수력 (Hydro)	●	●	●	●
전력망 (Electricity Network)	●	●	●	●
전기차 및 배터리 (Evs and Battery Storage)	●	●	●	●
수소 (Hydrogen)	●	●	●	●

자료: IEA, 키움증권 리서치센터

주: ● 필요도 높음, ● 필요도 보통, ● 필요도 낮음

LME 비철금속 재고와 LME Metal Index

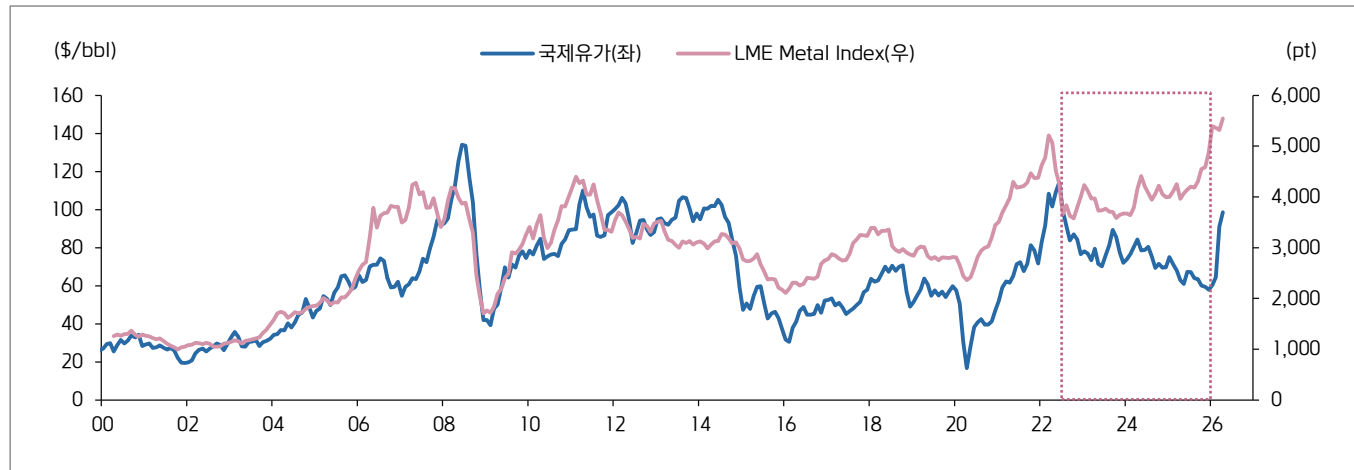


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 주요 비철금속은 구리, 알루미늄, 니켈, 아연, 주석, 납

- ▶ 2023년 이후 비철과 원유 가격이 정반대로 움직이고 있다는 점은 중장기 수요 기대에 따라 원자재 가격이 차별화될 수 있다는 점을 보여주는 가장 대표적인 사례
- ▶ 과거 원유와 비철금속 가격은 경기에 민감한 만큼, 경기 사이클에 따라 대체로 유사한 방향성을 보여옴
 - 코로나19 이후 에너지 전환에 대한 관심이 본격적으로 높아지면서 구리 등 주요 비철금속에 대해서는 중장기 수요 기대가 높아진 반면, 원유의 경우 계속해서 석유 수요 정점에 대한 경계감이 부각되는 상황

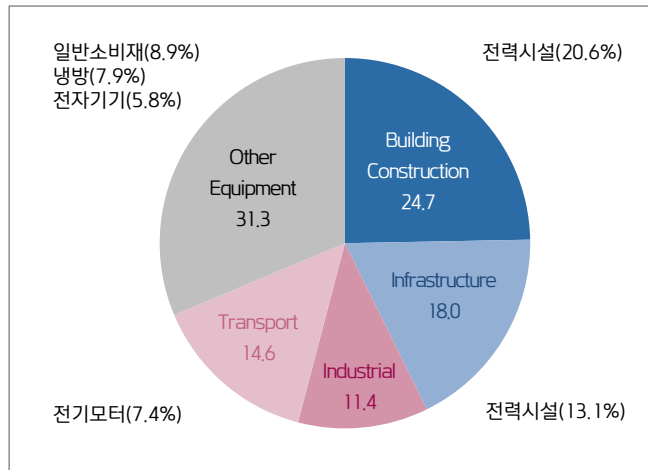
국제유가와 LME Metal Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

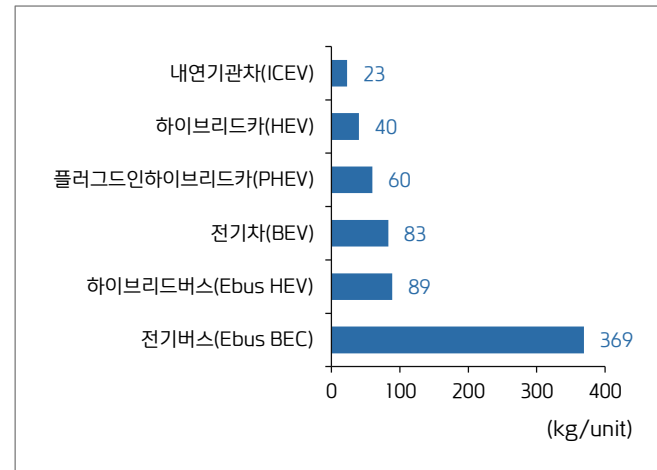
- ▶ 특히 구리는 전력망·송배전 인프라·전기차 모터 등 전기화 전반에 걸쳐 광범위하게 사용되는 만큼, 에너지 전환 과정에서 수혜를 받을 수 있는 대표적인 원자재로 꾸준히 언급되어옴
 - IEA에 따르면, 에너지 전환 속도가 가속화될수록 구리 수요 증가세도 더욱 가팔라질 것으로 전망
 - 또한 자동차 유형별 구리 수요량을 살펴보면, 순수전기차에 필요한 구리의 양이 내연기관차 대비 약 4배 가량 높음
- ▶ 구리는 높은 전기전도성을 기반으로 전력시설에 주로 사용되는 가운데 최근 AI 및 데이터센터 수요는 전력 수요가 급증할 수 있다는 점을 시사. 이는 구리에 대한 구조적 수요 증가를 기대하는 배경

목적별 구리수요 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

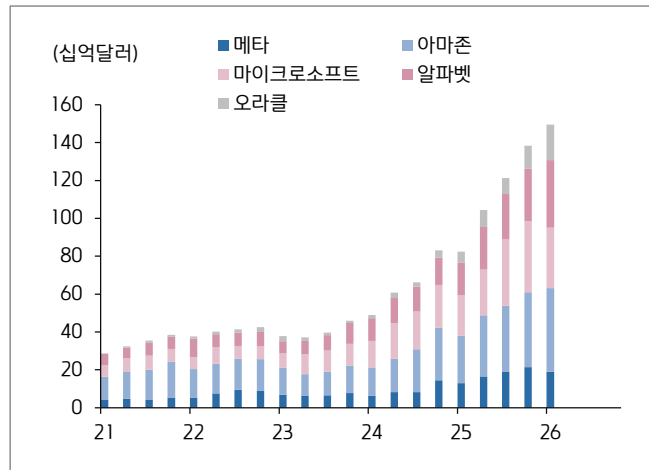
자동차 유형별 구리 수요량



자료: IEA, 키움증권 리서치센터

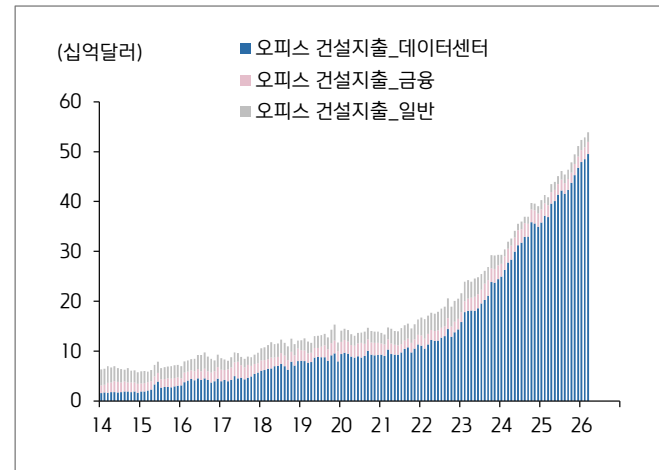
- ▶ AI 상용화 본격화와 함께 미국 주요 빅테크 기업들의 AI 관련 자본지출은 가파르게 증가
마이크로소프트, 구글, 아마존 등 주요 기업들의 AI 관련 투자는 2023년 이후 큰 폭으로 확대되는 추세
- ▶ 이와 함께 데이터센터 건설지출 또한 급증. 미국 오피스 건설지출 내 데이터센터 비중이 점진적으로 늘어온 가운데 2023년을 기점으로 더욱 가파르게 확대되며 미국 오피스 건설을 주도

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

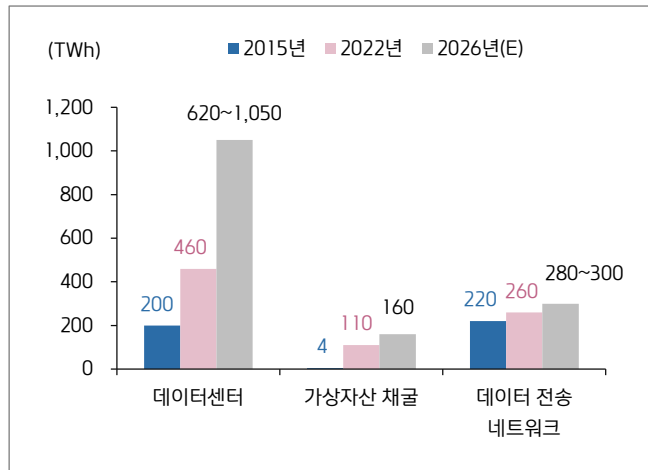
미국 오피스 건설 지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

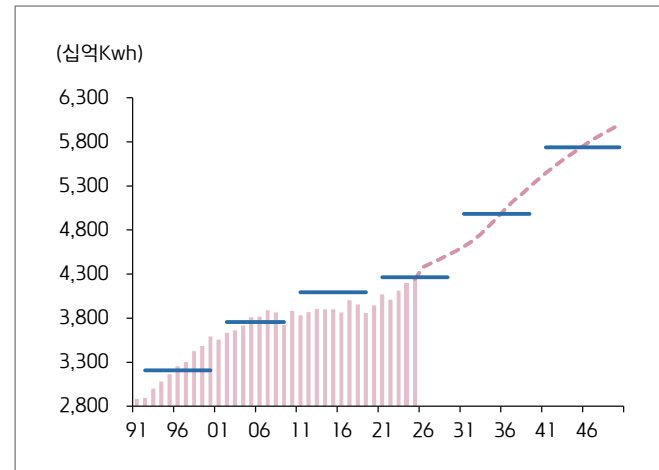
- ▶ 데이터센터가 글로벌 에너지 시스템의 주요 소비 주체로 부상중인 가운데 AI 확산으로 고성능 가속 서버 도입이 가속화되면서 데이터센터의 전력 밀도는 더욱 높아지는 추세
 - IEA에 따르면 2024년 기준 데이터센터 전력 소비량은 약 415TWh로 글로벌 전력 소비의 약 1.5% 수준으로 최근 5년간 연평균 12% 속도로 증가
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)은 2050년까지 미국의 전력 수요가 늘어날 것으로 전망. 2031년 이후 전력수요 증가세는 2011년 대비 더욱 가팔라질 것으로 예상되는 만큼, 안정적인 전력 공급을 위한 인프라 확충이 이어질 것으로 보이며 이 과정에서 구리 수요는 꾸준히 유입될 것으로 판단

디지털부문별 전력 소비량 추이 및 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치센터

미국 전력 수요 추이 및 전망



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

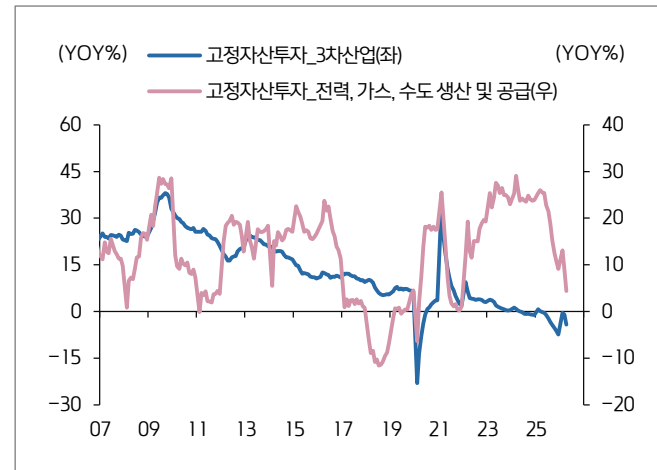
- ▶ 중국 또한 대규모 전력망 투자 진행 예정. 2026년 1월 중국 국가전력망공사는 15차 5개년 계획을 발표했으며, 내용에 따르면, 중국은 4조위안의 고정자산투자 진행 예정
 - 연평균 투자액은 8,000억위안으로 역대 최대 규모이며, 14차 5개년 고정자산투자규모 대비 40% 증가한 숫자
- ▶ 투자 방향은 신재생에너지 수용 능력 확대, 배전망 자동화·디지털화, 서부→동부 장거리 송전 인프라 강화 집중
 - 2030년까지 비화석에너지 소비 비중 25%, 전기에너지 소비 비중 35% 달성을 목표로 차세대 전력망 구축을 본격화

중국 국가 전력망 공사의 15차 5개년 투자 계획

항목	내용
투자 기간	15차 5개년 계획 (2026~2030년)
총 고정자산 투자 규모	4조 위안 (약 846조원)
14차 5개년 대비 증가율	+40% (역대 최대)
연평균 투자액	8,000억 위안
신재생에너지 연평균 신규 설비	약 2억kW

자료: IEA, 키움증권 리서치센터

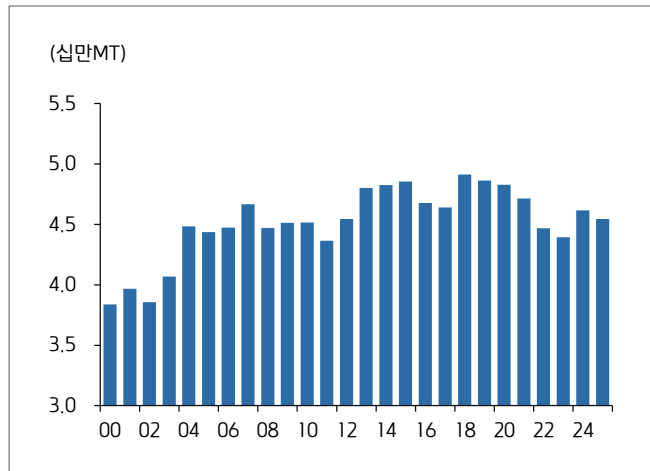
중국 전력 수요 추이 및 전망



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

- ▶ 구리 수요는 전세계적으로 높아질 것으로 보이나, 공급이 함께 늘어나기는 어려운 상황. 구리 광산 생산에서 가장 큰 비중을 차지하는 칠레의 구리 생산은 2018년 정점을 기록한 이후 점차 줄어드는 추세
 - 2024년 칠레 구리 광산 생산량이 반등세를 보였으나 코로나 이전 생산량을 하회, 평균 구리 광석 등급도 꾸준히 하락
- ▶ 이에 구리 정광 공급도 타이트한 상황. 제련수수료가 급락했기 때문. 전통적으로 광산 기업이 제련사에 지불하는 제련 수수료의 2026년 연간 벤치마크는 \$0/t로 합의
 - 스팟 제련수수료는 2023년말 이후 꾸준히 하락했으며, 2025년 하반기부터는 마이너스로 전환하는 등 현재 원재료 공급이 구조적으로 타이트하다는 점을 의미

칠레 구리 광산 생산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

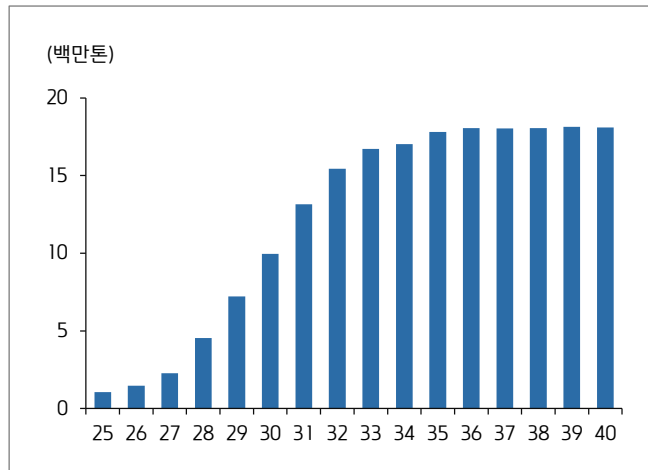
구리 제련수수료와 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

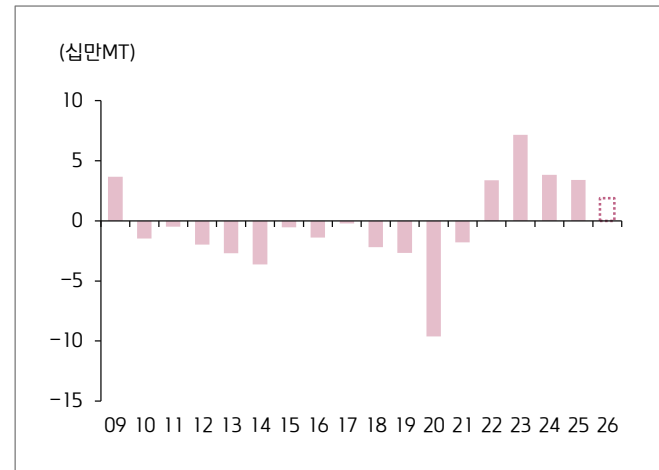
- ▶ 신규 광산 프로젝트를 통한 공급은 2028년부터 본격적으로 증가할 것으로 보이는 만큼, 단기간 내 구리 공급이 급격하게 늘어날 가능성도 낮음
- ▶ 글로벌 정련동 수급 추이를 살펴보면, 2023년을 정점으로 초과 공급이 빠르게 축소되는 흐름
2026년에도 정련동 수급이 소폭의 초과 공급을 유지할 것으로 전망하고 있으나 그 규모는 지난해 보다 축소
- ▶ 이를 고려했을 때 신규 공급 공백기가 지속되는 2027년까지는 수급 타이트가 이어질 가능성이 높아 보이며, 이러한 수급 여건은 구리 가격의 상승을 뒷받침할 것으로 전망

신규 프로젝트를 통한 구리 공급 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

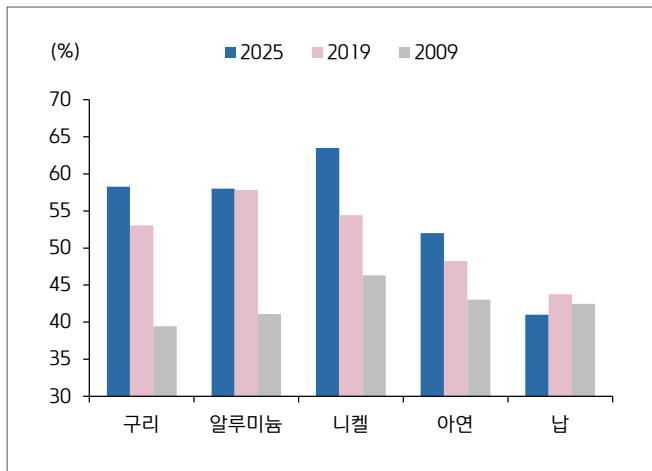
정련동 수급 추이와 2026년 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

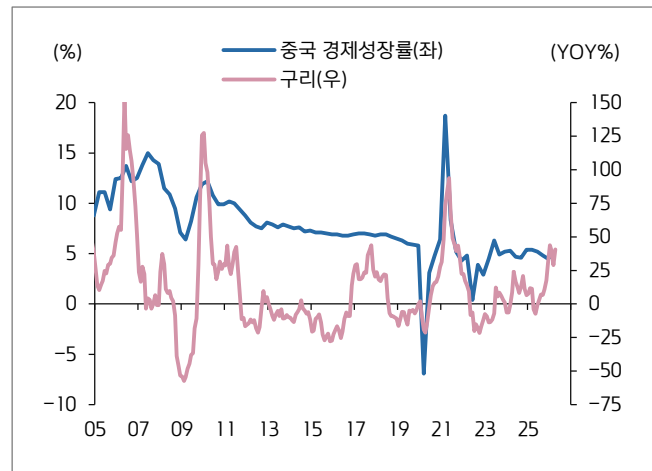
- ▶ 물론, 구리 가격이 중국 정부의 부양 기조와 데이터센터향 수요 등으로 꾸준한 상승세를 보여온 만큼 가격 상승을 견인했던 이슈가 약화되는 경우 조정 가능성 열어둘 필요
- ▶ IMF가 중국 경제성장률 둔화를 전망하는 만큼, 중국 경기에 대한 우려는 구리 가격에 부담요인 미국의 데이터센터 투자 등 중국외 지역의 구리 수요 확대 기대가 높은 상황이나, 여전히 구리 소비에서 중국이 차지하는 비중은 50% 이상이기 때문
 - IMF는 중국 경제성장률이 2025년 5.0%에서 2026년 4.4%, 2027년 4.0%로 점진적으로 둔화될 것으로 전망
 - 내수 부진과 부동산 경기 침체 장기화, 디플레이션 압력 등 구조적 불균형이 성장률 하향의 주된 배경으로 언급

글로벌 비철금속 소비에서 중국이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

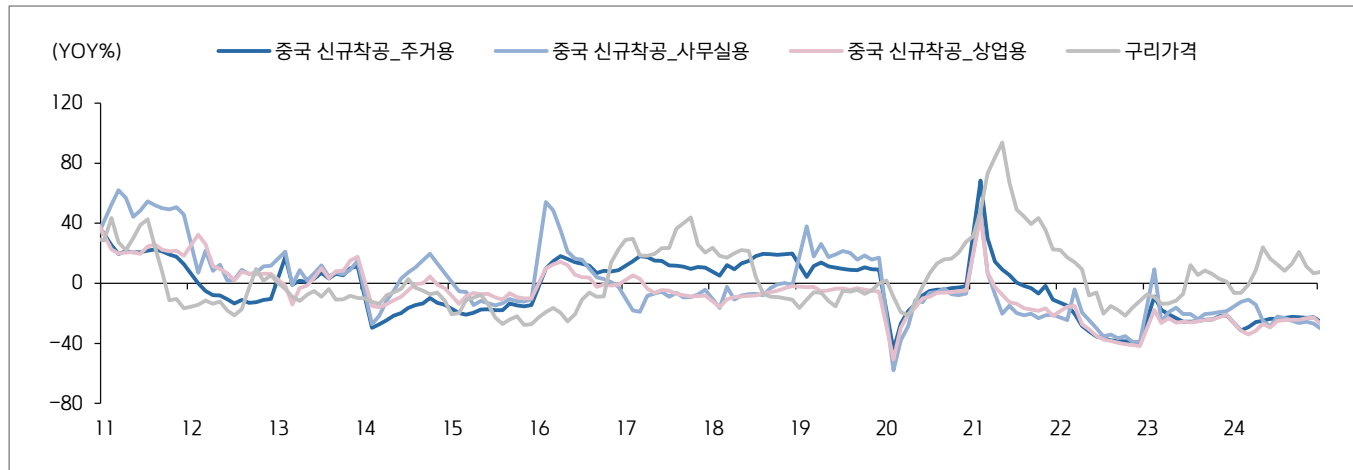
중국 경제성장률과 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 중국 경기 둔화에 따른 구리 가격의 하락 가능성은 열어두나 이는 단기 조정 요인으로 판단
- ▶ 특히 중국 부동산 신규착공이 2022년 이후 지속적인 마이너스 성장을 보이는 가운데에도 구리 가격은 오히려 상승세를 이어왔다는 점에 주목할 필요
- ▶ 이는 전력망·AI 인프라 등 에너지전환 수요가 건설 부문의 공백을 대체하고 있음을 시사, 따라서 중국 경기가 구리 가격 추세를 훼손하지는 않을 것으로 판단

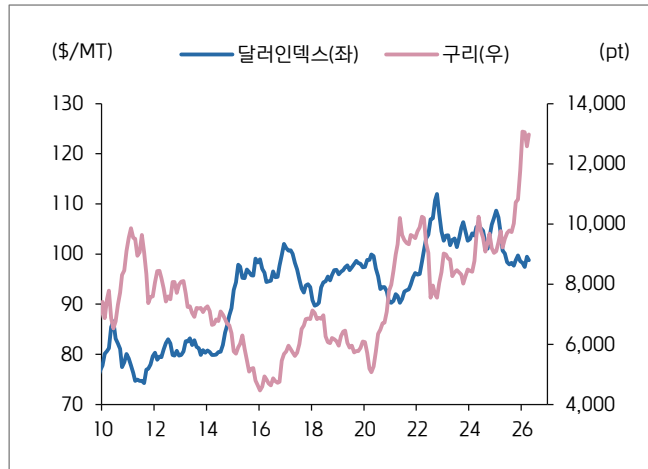
중국 신규착공과 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

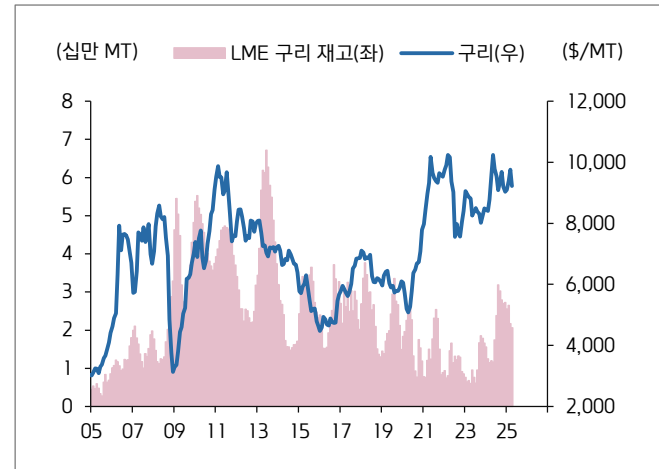
- ▶ 중국 경기를 제외하면, 구리 가격에 영향을 줄 수 있는 이슈는 달러화 흐름. 고유가에 따른 미 연준의 통화정책 불확실성은 달러 강세 요인으로 작용할 수 있으며, 이는 구리 가격에 부담
 - 달러 강세는 원자재 가격 전반에 하방 압력으로 작용하는 요인이며, 특히 구리와 달러는 강한 역의 상관관계를 보임
- ▶ 다만 미-이란 협상 진전 가능성 등을 감안할 때 추가적인 달러 강세는 제한될 것으로 전망
- ▶ 더욱이 LME 창고의 구리 재고가 줄어드는 추세를 보이는 만큼, 타이트한 실물 수급 여건이 구리 가격 조정 시 하방 경직성을 만들어줄 것으로 예상

구리와 달러인덱스 추이



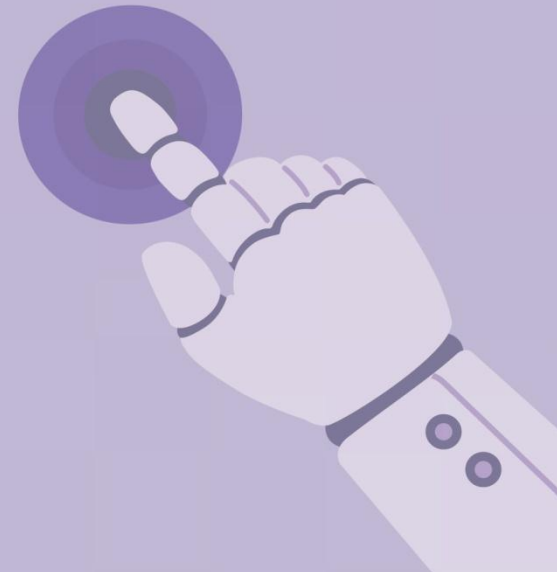
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LME 구리 재고와 구리가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

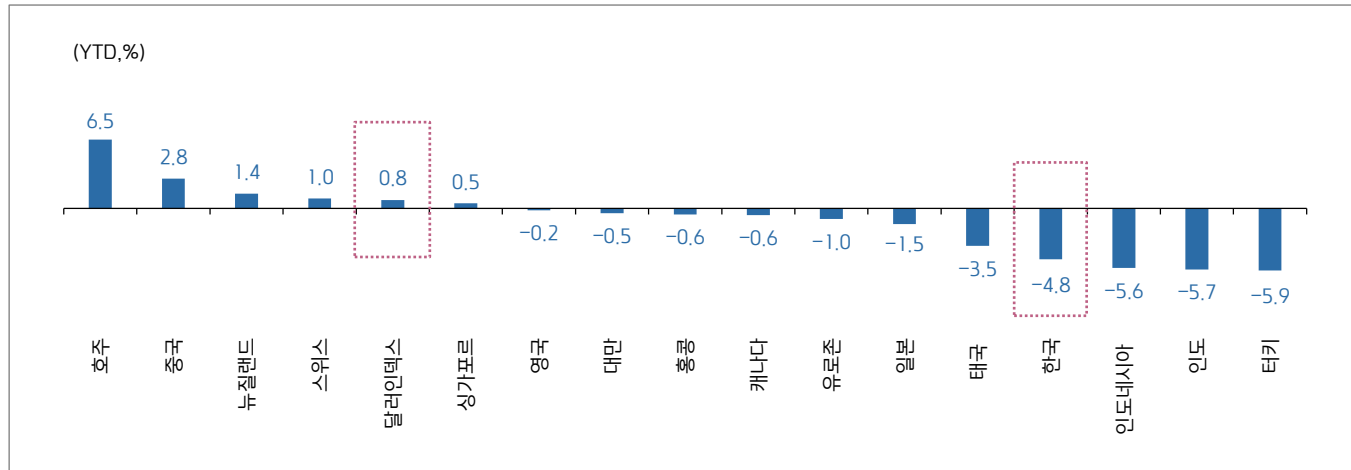
III. FX : 흑자에도 높은 환율 - 자본 흐름이 가른다



01. 상반기, 달러 강세보다 큰 원화 변동성

- ▶ 상반기 달러/원 환율은 연초 1,440원대에서 중동 전쟁 이후 확대된 대외 불확실성과 달러 강세 영향을 반영하며 1,500원 내외로 상승
 - 중동 전쟁 이후 국제유가가 상승하면서 연준의 금리 인하 기대가 약화되었고, 이에 따라 달러화는 강세 흐름을 지속
 - 달러 강세 폭 자체는 크지 않았으나, 대외 의존도가 높은 국내 경제 구조의 영향으로 원화 변동성은 주요 통화 대비 상대적으로 확대

2026년 연초 대비 주요국 환율 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 5월 22일 기준

02.

유가가 가를 환율 경로 - 정상화 시 1,400대 초반까지 하향 안정화 예상

- ▶ 국제유가 흐름에 따라 인플레이션과 연준 통화정책 방향이 달라질 수 있다는 점에서, 달러/원 환율은 단기적으로 이에 연동한 흐름이 이어질 가능성이 높은 상황
- ▶ 호르무즈 해협이 정상화될 경우 1,400원대 초반으로 하향 안정된 이후 4분기 미국 중간선거 전후 소폭 반등하는 흐름 전망 (분기 평균: '26.1Q 1,467원, 2Q 1,480원, 3Q 1,445원, 4Q 1,450원)

중동전쟁과 국제유가 수준에 따른 환율 전망

구분	시나리오①안정	시나리오②변동성	시나리오③충격
국제유가(WTI)	배럴당 90달러 이하	배럴당 90~120 달러	배럴당 120 달러 이상
지정화·공급	미·이란 긴장 완화, 호르무즈 통항 정상화로 공급 차질 해소	중동 긴장 지속, 원유 물류 일부 차질 산유국 감소 유지	호르무즈 봉쇄 장기화, 중동 수출 전면 차질·공급 충격
금융시장·통화정책	인플레 압력 완화, 달러 강세 진정·금리 인하 기대 유지	인플레 재상승 우려, 긴축 우려 점증·시장 변동성 확대	위험회피 극대화, 통화정책 불확실성·달러 안전자산 수요 급증
한국 경제·수급	수입물가 안정, 경상수지 흑자 확대 외국인 자금 유입	수입물가 상승, 통화정책 딜레마, 반도체 수출이 완충	에너지 수입 부담 급증, 외국인 자금 이탈 확대
달러/원 전망	1,400원 초중반 점진적 하향 안정	1,400원 후반~1,500원 초반 높은 변동성	1,500원 상향 돌파, 고환율 레벨 형성

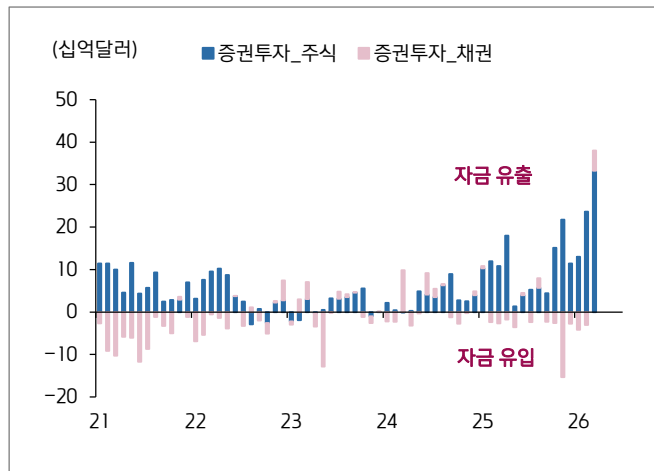
자료: 키움증권 리서치센터

03.

단기적으로 외국인 매도세 진정이 환율 안정의 관건

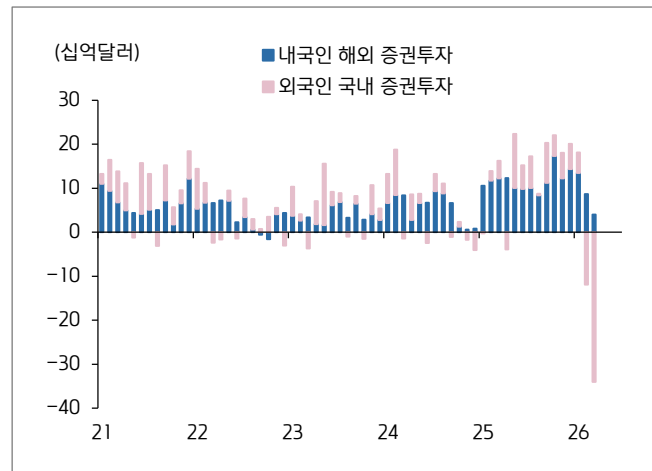
- ▶ 2026년 3월부터 중동전쟁에 따른 인플레이션 우려 등으로 미 달러화가 강세를 보인 이후 외국인의 주식 매매도세가 강화되면서 달러/원 환율 상승으로 연결
- ▶ 한국 증권투자수지를 보면 2024년 이후 자금 유출입에서 주식의 영향력이 한층 커진 가운데, 주식 자금 유출은 주로 내국인의 해외 투자에 의해 이어졌으나 2026년 들어서는 외국인의 자금 유출 영향력이 커진 상황
- ▶ 구조적으로는 내국인의 해외 투자 흐름이, 단기적으로는 외국인의 주식 매도세 진정 여부가 환율에 중요 변수 - 중동발 불안이 완화되고 미 달러 강세가 제한되는 가운데 국내 증시의 실적 개선세를 고려할 때, 외국인 매도세 진정을 기대 가능

한국 증권투자 주식과 채권 자금 흐름



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

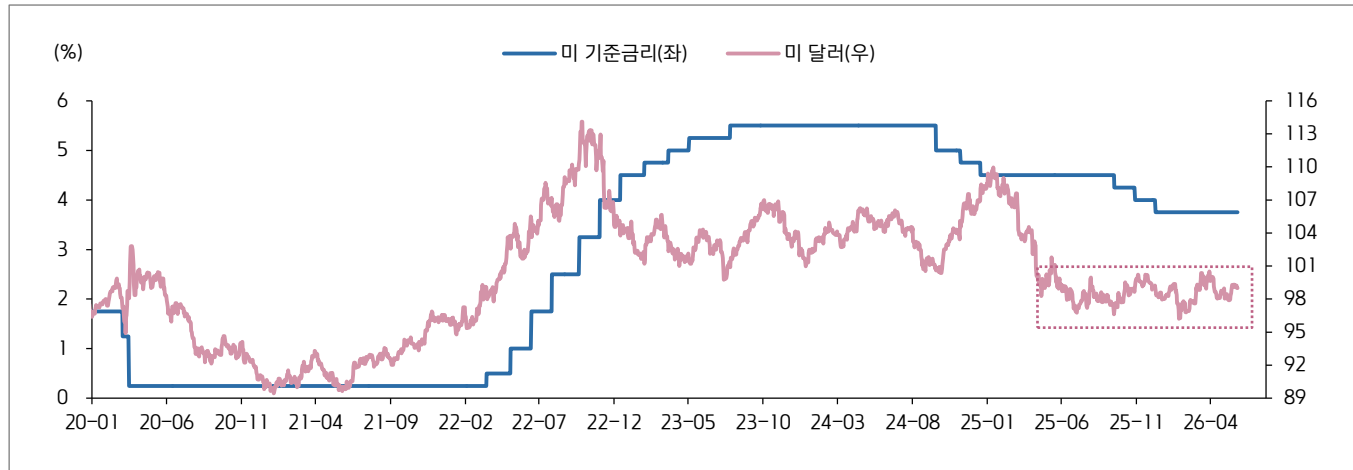
한국 내국인 해외주식투자자와 외국인 국내 주식투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연준의 금리 인하는 일반적으로 달러 약세 요인으로 작용. 통상 미국 경기 둔화에 대응하는 정책으로 인식되기 때문. 다만 2024년 9월 이후의 금리 인하는 경기 침체 대응보다 선제적 조정의 성격이 강한 상황
- ▶ 연준은 2024~2025년 총 175bp의 금리 인하를 단행했으나, 달러는 제한적인 약세에 그치며 과거와 같은 뚜렷한 약달러 흐름은 나타나지 않은 상황
- ▶ 이는 미국 경제의 견조한 성장세와 정책 불확실성이 동시에 반영된 결과. 이에 따라 달러는 당분간 제한적 범위 내에서 등락을 이어갈 가능성이 높을 전망

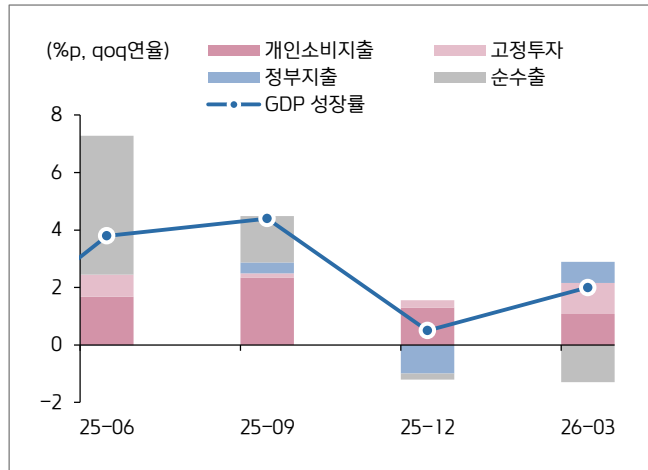
미국 기준금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

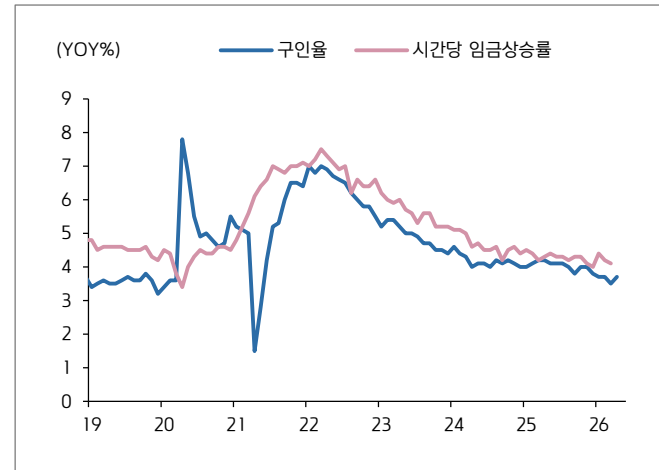
- ▶ 미국 경제는 AI·첨단산업 중심의 성장과 전통 산업 부진이 동시에 나타나며 K자형 성장 패턴이 심화되는 모습
 - 노동시장에서는 'Low-fire, Low-hire' 구조 속에 이직 감소와 노동 이동성 둔화가 이어지며 전반적인 활력이 약화
 - 특히 청년층과 신규 구직자를 중심으로 고용 진입 장벽과 장기 실업 위험이 확대
- ▶ 다만, AI 투자 사이클과 관련 자본지출(CAPEX) 확대가 성장 모멘텀을 지지하고 있는 상황
- ▶ 이러한 K자형 성장 구조 속에서 연준(Fed)은 물가와 성장 간 균형 조정에 초점을 맞춘 정책 대응을 지속

미국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

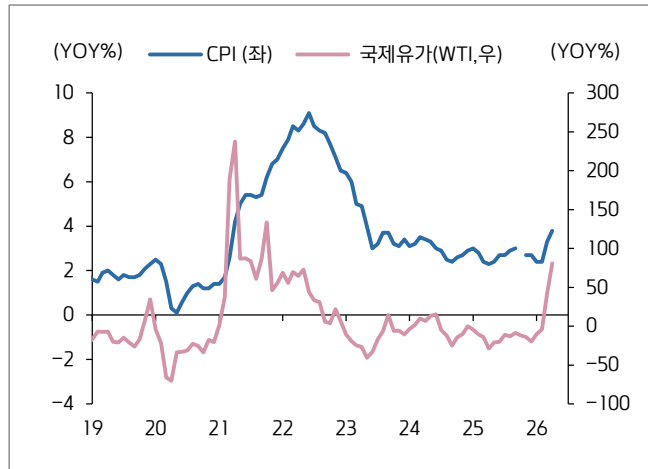
미국 시간당 임금 상승률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

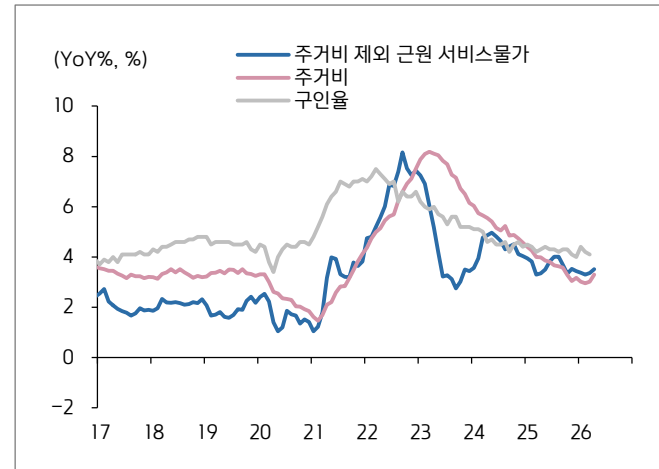
- ▶ 연준의 통화정책이 단기간 내 다시 긴축 기조로 빠르게 전환될 가능성은 제한적인 상황
 - 지정학적 리스크에 따른 비용 인플레이션 압력과 AI 투자 사이클에 기반한 경기 호조는 금리 상방 요인으로 작용 가능
 - 반면 노동시장 둔화와 임금 상승률 안정, 주거비 둔화 등은 근원 PCE 물가 압력을 일부 완화시키는 요인
- ▶ 이에 따라 성장과 물가가 혼재된 흐름 속에서 연준은 경기와 물가 간 균형을 조정하는 정책 대응을 이어갈 것으로 보이며, 통화정책 불확실성도 당분간 지속되며 뚜렷한 방향성을 설정하기 어려울 전망

미국 소비자물가와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

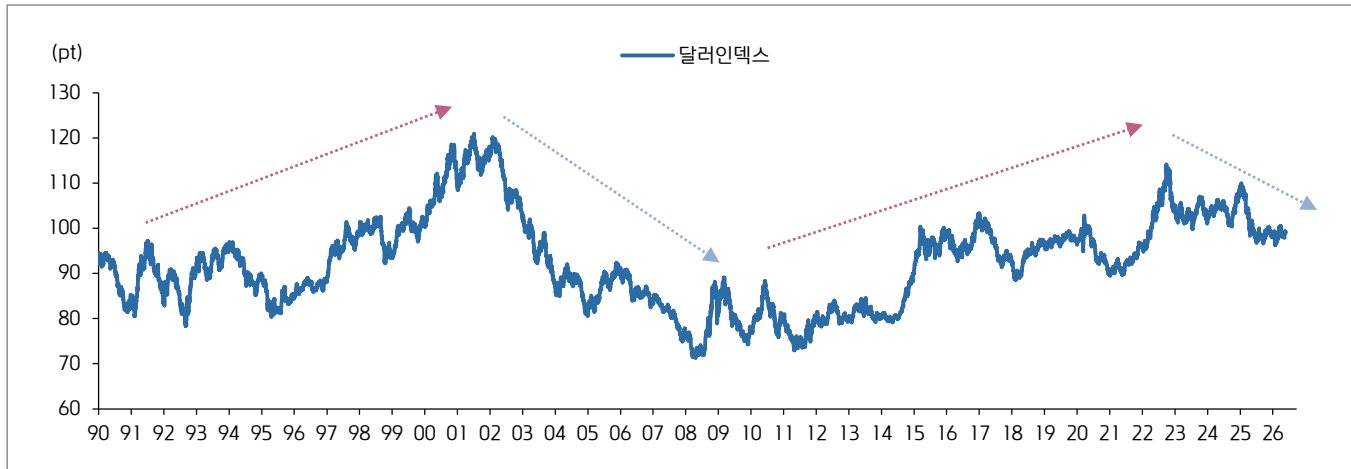
미국 주거비와 주거비 제외 서비스물가, 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 달러인덱스는 2022년 이후 점진적 약세를 보이고 있으나, 이번 약세는 과거(2002~2008년)와 성격이 다른 모습
 - 2000년대 초반 약세는 IT 버블 붕괴 후 회복 국면의 '리스크온(Risk-on)'형 약세로, 글로벌 경기 동조화, 금리차 축소, 신흥국 성장, 유로화 부상 등이 주요 요인
 - 반면 2022년 이후 약세는 고물가·고금리·재정 팽창 환경의 '재정 리스크 동반형·신뢰 훼손형 약세'로, 미국 재정적자 확대, 부채한도 불확실성, 신용등급 이슈 등이 복합 작용
- ▶ 이에 금리가 높은 수준을 유지함에도 달러와 미 국채가 동시에 약세를 보이는 비정상적 흐름 전개

달러인덱스 장기 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2002년형 달러 약세는 경기·성장의 균형 조정 국면에서 나타난 정상적 사이클형 약세로 평가
 - 달러 고평가 이후 금리차 축소, Risk-on 흐름 등이 이어지며 신흥국 원자재 시장 호황 속 점진적 달러 약세 전개
- ▶ 반면 2022년형 달러 약세는 재정 신뢰 약화와 신용 프리미엄 확대가 내재된 구조적 약세로 구분
 - 재정적자 확대·부채 누증으로 국채 공급이 증가하고, 신용등급 이슈와 이자비용 부담이 부각되며 달러 신뢰 약화
 - 이에 금·유로 강세와 미 국채 약세가 동반되는 재정 리스크 동반형 달러 약세 진행
- ▶ 달러의 패권적 지위는 여전히 유지되나, '무결점 안전자산'으로서의 인식은 점차 약화. 향후 달러 약세 지속 여부는 재정수지 개선, 금리 구조 정상화, 글로벌 신뢰 회복 여부에 좌우

과거 달러 약세기와 현재 구조적 원인 차이

구분	2002년형 (균형조정형)	2022년형 (신뢰약화형)
핵심요인	세계화 심화, 글로벌 자본분산	미국 재정불안, 정치양극화, 부채누증
재정수지(GDP 대비)	-3% 내외	-6~7% 구조적 적자
부채비율(GDP 대비)	약 60~70%	130% 이상
금리차 변화	미-유럽 격차 축소 (달러 약세 요인)	미 금리 높은데도 달러 약세 (신뢰 훼손형)
달러 약세 성격	'Risk-on' 동반형 (유로·EM 강세)	재정리스크 동반형 (국채 약세+달러 약세 동행)

자료: 키움증권 리서치센터

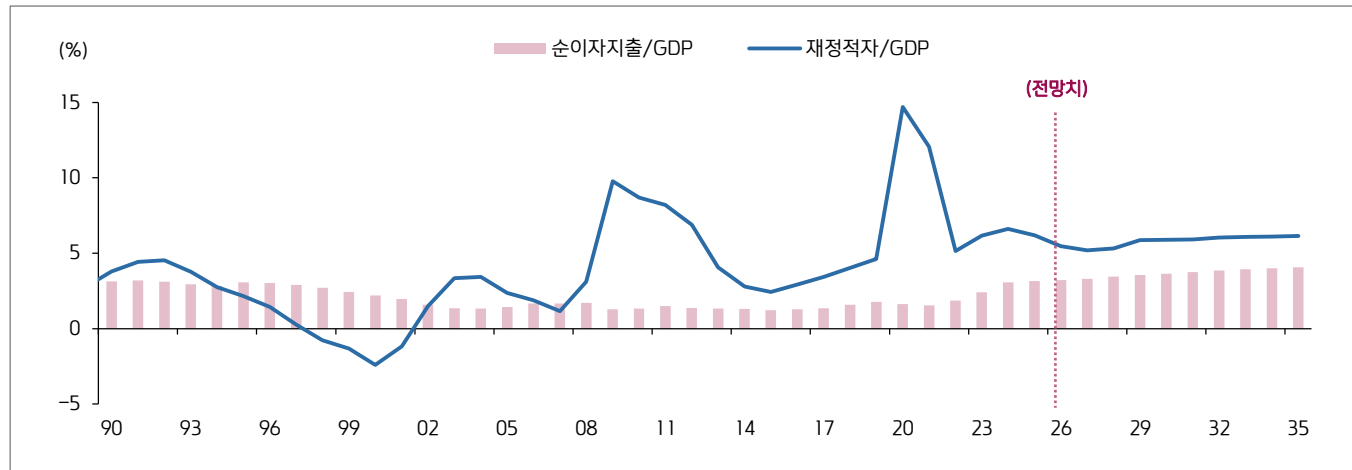
금융시장 반응의 질적 차이

영역	2002~2008	2022~2025
국채시장	금리 안정, 외자유입 유지	금리 상승·수익률곡선 왜곡 (공급과잉)
주식시장	신흥국·유럽 중심 강세	미국 자산은 견조하나 변동성 확대
원자재시장	수요·투기결합형 슈퍼사이클	공급충격·재정불안·지정학 리스크형 상승
리스크자산	변동성 ↓, 캐리트레이드 확대	변동성 ↑, 안전자산 선호 복합적
금(Gold)	보조적 헤지자산	핵심 대체자산 (달러 신뢰 저하 반영)

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 성장 견인의 중심이 통화정책에서 재정정책으로 이동
 - 미국 재정수지 적자(GDP 대비 5% 이상) 장기화로 국채 공급 확대 지속
 - 이에 국채금리 상승 압력이 확대되고, 재정건전성 우려도 점진적으로 부각
- ▶ 이 과정에서 재정 확대는 과거처럼 달러 강세 요인으로 작용하기보다, 금리 상승과 신뢰 약화를 통해 달러 약세 요인으로 작용

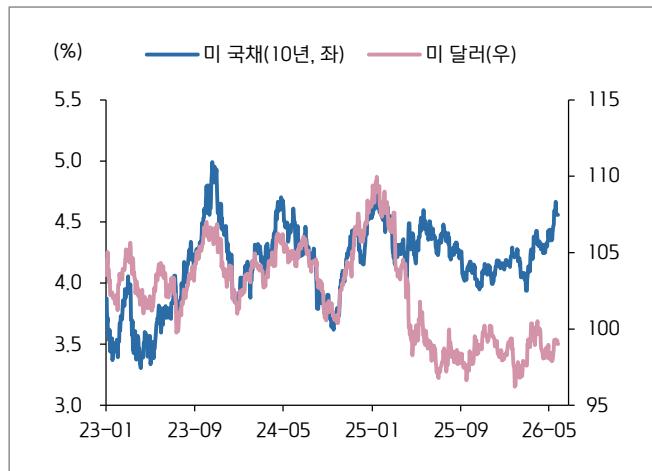
미국 재정수지/GDP와 순이자지출/GDP 추이



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

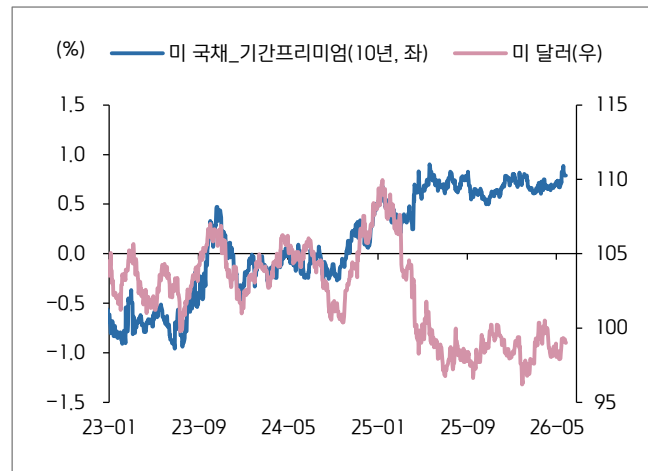
- ▶ 미 국채금리와 달러는 과거 비교적 일관된 방향성을 보였으나, 2025년 이후 관계 약화
 - 2022~2024년 인플레 우려 구간에서는 국채금리 상승이 달러 강세 요인으로 작용
 - 반면 2025년 중반 이후에는 금리 상승에도 달러 약세를 보이며 과거와 다른 양상
- ▶ 이는 최근 금리 상승이 인플레이션이 아닌 재정건전성 우려에 기인하기 때문
 - 국채 공급 확대·재정 리스크로 금리는 상승했으나, 동시에 달러 자산 신뢰도 약화로 오히려 달러 약세 요인으로 작용
 - 미 정부의 재정 주도 성장 기조 강화로 재정건전성 우려도 지속 부각
 - 10년물 금리 분해 시 기간프리미엄 상승 → 공급 확대·재정 리스크에 따른 금리 상승 과정에서 달러 자산 신뢰 약화를 시사

미국 국채(10년)과 미 달러 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

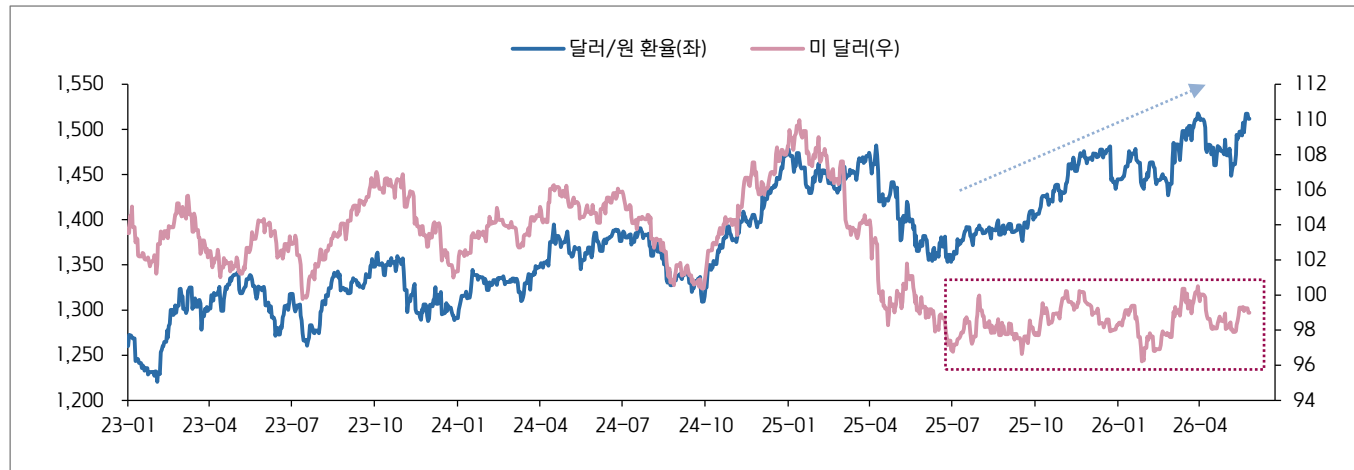
달러인덱스와 기간프리미엄(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 상반기 달러/원 환율은 중동발 지정학적 리스크에 따른 안전자산 선호와 통화 긴축 우려로 달러 강세가 나타나면서 1,500원선을 상회하는 등 상승 폭이 확대
- ▶ 다만 2025년 하반기 이후 달러가 약세 흐름을 보였음에도 달러/원 환율은 1,400원대의 높은 수준에서 등락을 지속하며 과거 대비 괴리가 확대되는 모습
 - 과거에는 달러 약세 시 원화 강세가 동반되는 경향이 뚜렷했으나, 최근에는 달러 강세 국면에서 환율 상승 폭이 크게 확대되는 반면 약달러 국면에서는 원화 강세가 제한되는 비대칭적 흐름이 나타나는 상황
 - 이러한 변화는 달러 약세의 성격 변화와 함께 환율 결정 메커니즘의 중심이 경기·무역 요인에서 자본흐름 요인으로 이동한 데 기인한 것으로 판단

달러/원 환율과 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국의 환율 결정 구조는 과거 금리차·경상수지 중심에서 현재 자산수익률·자본흐름 중심으로 변화
 - 글로벌 자금은 금리보다 미국 자산 성과를 따라 이동하며 환율에 직접적 영향
 - 연금·ETF 등을 통한 해외투자 확대로 자본 유출이 구조화되는 흐름
 - 이에 환율은 무역보다 금융시장·재정 리스크에 더 민감하게 반응하는 구조로 전환

환율 결정 구조 변화

	과거 vs 현재 프레임 전환	
	과거 환율 결정 구조	현재 환율 결정 구조
핵심 변수	금리차	자산 수익률
외환 수급	경상수지	자본 흐름
투자 기준	금리 매력	자산시장 성과
자금 이동	무역 중심	금융투자 중심
리스크 요인	무역 불균형	재정·금융시장 리스크
환율 방향성	비교적 안정적	구조적 변동성 확대
	구조 변화 핵심 5가지	
	핵심 변화	의미
① 달러 약세 성격 변화	경기 둔화형 → 유동성·정책 영향형	달러 약세가 단순 경기 요인에서 정책/유동성 변수로 변화
② 미국 자산 우위	금리 → 주식/AI/채권	글로벌 자금이 미국 자산으로 집중
③ 자본 유출 구조화	일시적 → 구조적	연금·ETF·해외투자 확대
④ 한국 성장 취약성	수출 중심 구조 약화	반도체 편중 + 내수 부진
⑤ 관계 변화	금리·경상수지 → 자산수익률·자본흐름	환율 결정 메커니즘 자체 변화

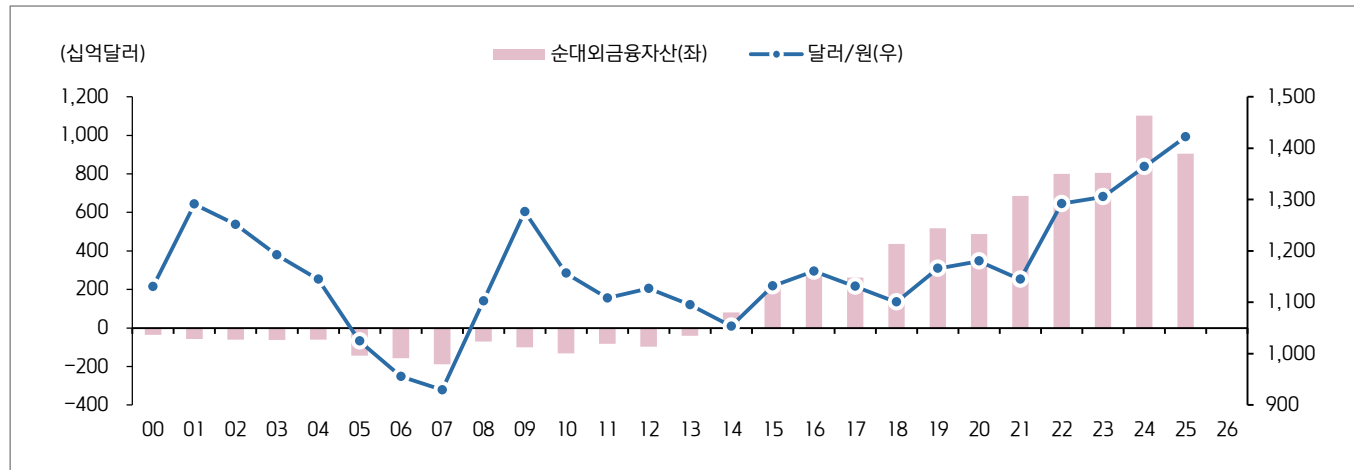
자료: 키움증권 리서치센터

13.

해외 자산 축적은 구조적 흐름 - 지속되는 원화 약세 압력

- ▶ 순대외금융자산이 꾸준히 증가하는 가운데 원·달러 환율도 상승 흐름. 이는 해외 투자 확대에 따라 달러 자산 보유가 지속적으로 늘어나고 있음을 의미
- ▶ 해외 자산이 확대될수록 환헤지 수요와 달러 보유 필요성이 증가하며, 구조적인 달러 수요를 유발. 이러한 흐름은 단기 자금 이동이 아닌 장기적 자산 축적 과정에서 나타나는 변화로, 원화 약세 압력을 지속시키는 요인
- ▶ 다만 순대외금융자산 증가는 외화 유동성 측면에서 긍정적으로 작용하며, 외국인 자금 유출 시 해외 자산 환류를 통해 완충 역할을 수행 가능

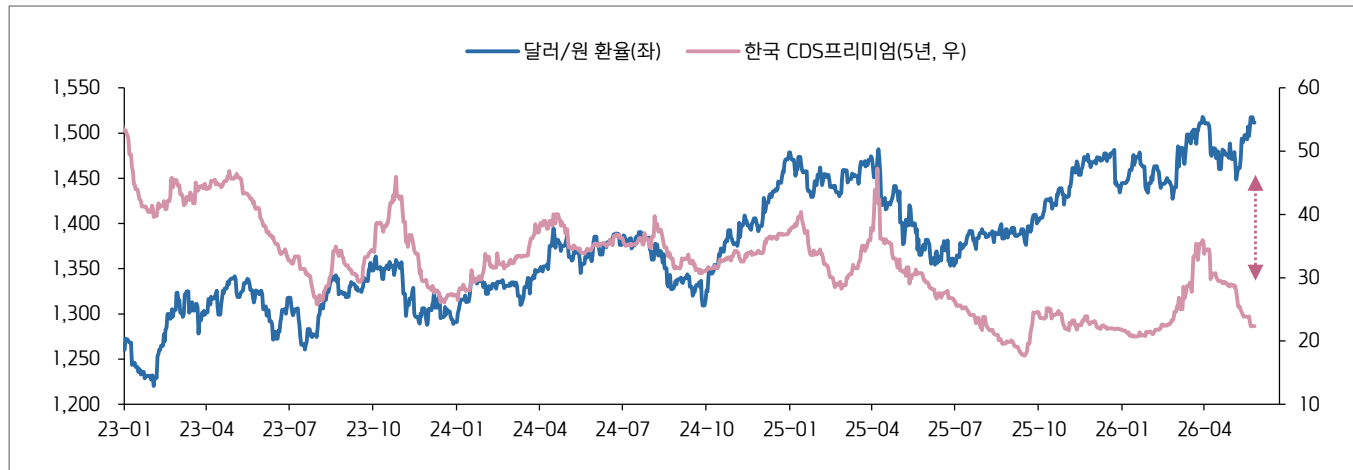
한국 순대외 금융자산과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국의 대외 건전성에 대한 우려가 완화되었음에도 불구하고, 달러/원 환율은 높은 수준을 유지하며 과거와 달리 대외 건전성 지표와 환율 간의 상관관계가 약화된 모습
 - 2022년 러시아·우크라이나 전쟁 이후 대외 불확실성이 확대되며 한국 CDS 프리미엄도 급등했으나, 이후 지속적으로 하락하며 안정화
 - 최근 중동발 지정학적 리스크로 CDS 프리미엄이 일부 상승했지만, 약 20~40bp 범위에서 등락하며 과거 위기 국면 대비 안정적인 수준 유지. 이는 과거 대비 외환시장 불안 요인이 제한적임을 시사

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄 추이



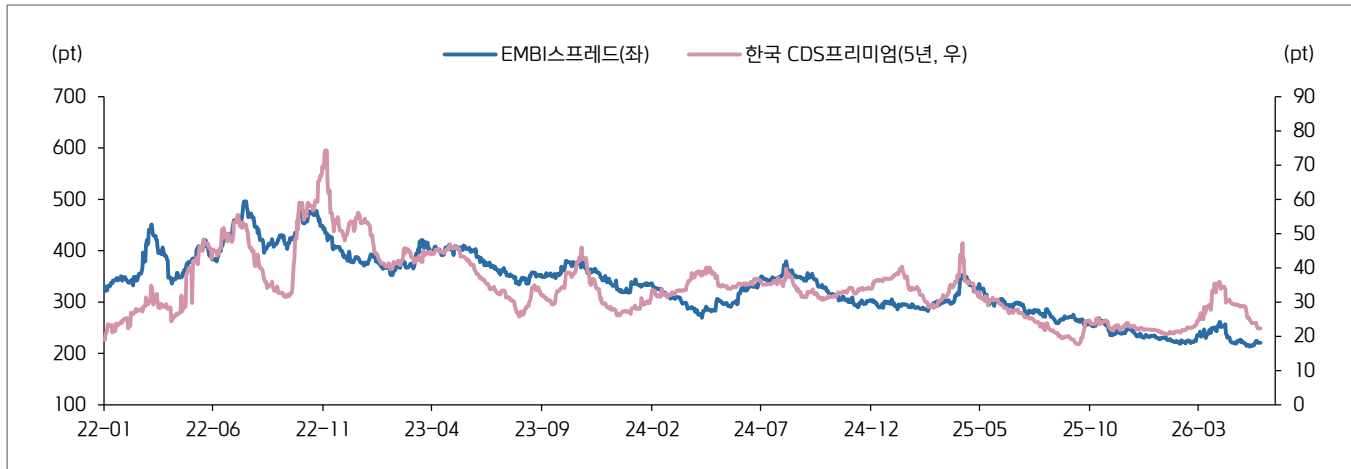
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15.

신용 리스크 안정에도 높은 환율 유지

- ▶ 신흥시장 위험 프리미엄을 나타내는 EMBI 스프레드는 하향 안정화 흐름을 보이며, 신용 리스크에 따른 대외 불안이 제한적임을 시사. 이에 한국 CDS 프리미엄 역시 연동되어 안정적인 수준을 유지
- ▶ 한국의 경상수지 흑자와 신용 여건이 과거 대비 안정적인 상황임에도 불구하고, 달러/원 환율이 높은 수준을 유지하고 있다는 점은 펀더멘털 이외 변수의 영향력이 확대되고 있음을 의미

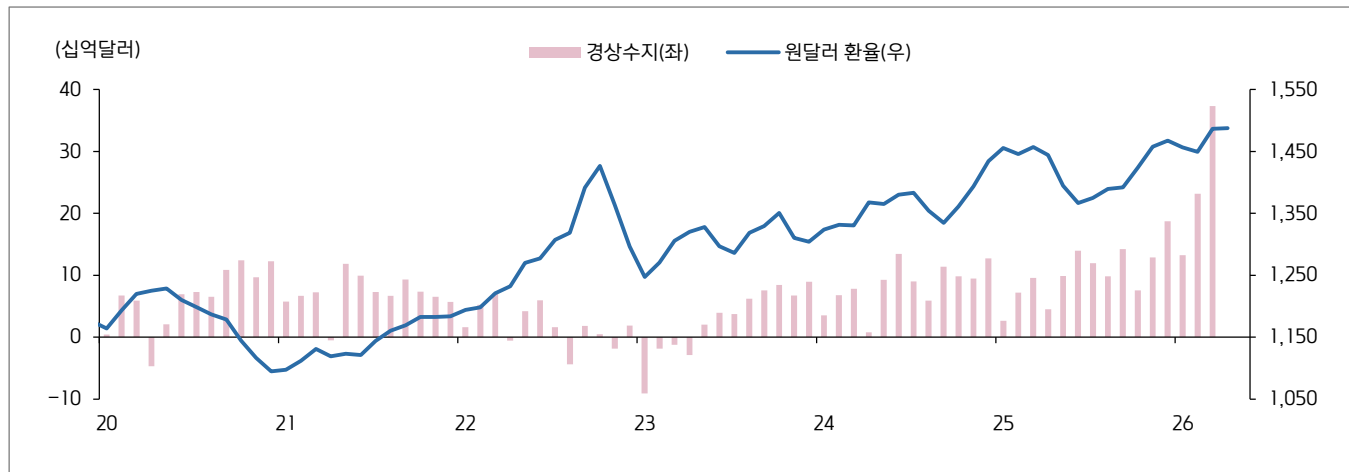
한국 CDS스프레드와 EMBI 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 1분기 한국 경상수지는 약 738억 달러 흑자로, 분기 기준 역대 최대치를 기록했으며 직전 최대였던 2025년 4분기(391.7억 달러)보다 88.4% 증가
 - 월별로 보면 1월 132.6억, 2월 231.9억, 3월 373.3억 달러로 매월 사상 최대치를 경신
 - 이 추세대로면 1분기 흑자액(737.8억 달러)이 지난해 전체 흑자액(1,230.5억 달러)의 60%에 육박하며, 연간으로는 2,000억 달러를 크게 상회할 가능성이 높음
 - 핵심 배경은 반도체 슈퍼사이클로, 1분기 반도체 수출이 전년 동기 대비 137.6% 증가한 789.2억 달러를 기록
- ▶ 2026년 연간 경상수지 흑자를 약 2,000억 달러로 전망할 경우, 일평균 경상수지 흑자 규모는 약 7.6억 달러(월 22영업일 기준)로 추정되며, 일평균 현물환 규모 233억 달러에서 약 3.3% 차지

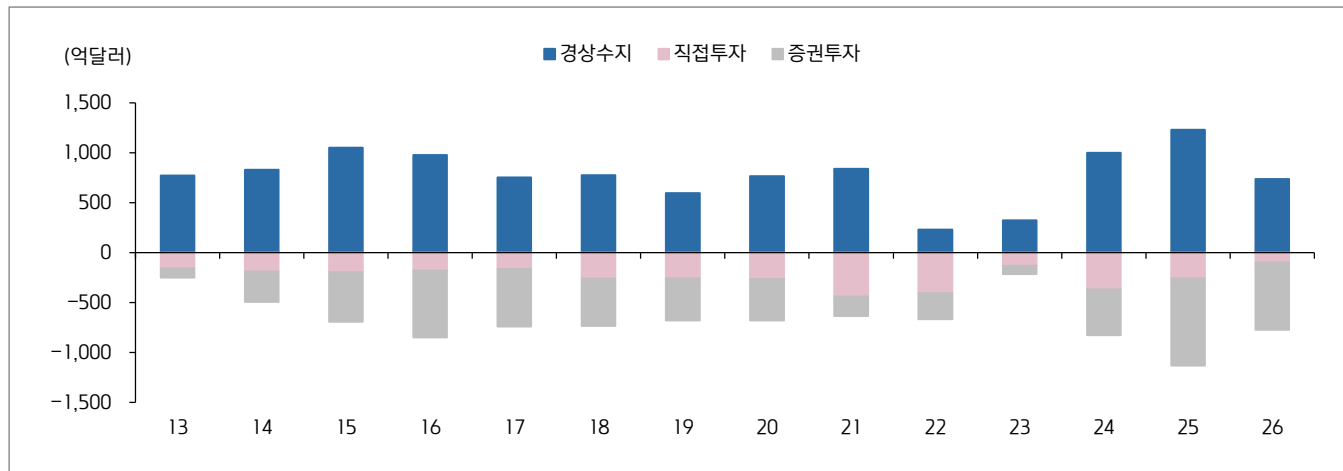
한국 경상수지와 달러/원 환율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국 경상수지 흑자 기조가 지속되고 있음에도, 직접투자와 증권투자를 합한 자본 유출 규모 역시 유사한 수준으로 확대
 - 2025년: 경상수지 약 1,230억 달러, 직접+증권투자 약 1,132억 달러
 - 2026년 1분기: 경상수지 약 738억 달러, 직접+증권투자 약 771억 달러
- ▶ 내국인의 해외투자 확대는 지속적인 달러 수요를 유발하며 자본 유출 압력을 구조적으로 강화시키고, 환율에 미치는 영향력도 확대
 - 개인·기업의 해외투자가 경상수지에 육박하는 수준으로 달러 유출 지속
 - 서학개미의 미국 주식 매수, 국민연금의 해외투자 확대, 기업의 대미 직접투자가 핵심 유출 경로
 - 트럼프 정부와의 3,500억 달러 규모 대미 투자 합의, 매년 최대 200억 달러 대미 투자도 원화 약세 요인 중 하나로 작용

한국 경상수지와 증권, 직접투자수지



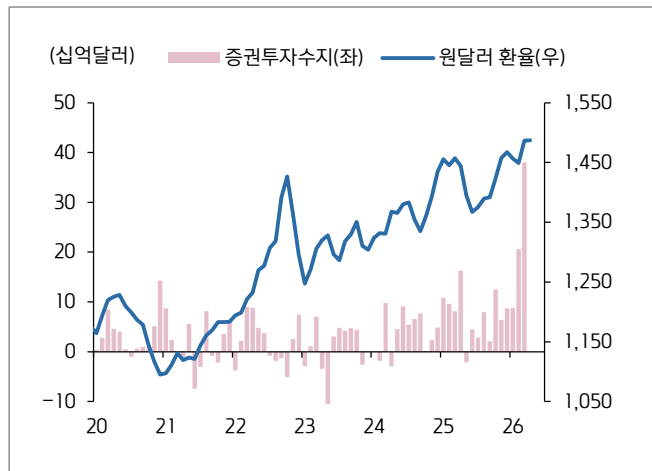
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 2026년은 1분기

18.

주식으로 쓰린 해외투자 → 그대로 달러 매수로 연결

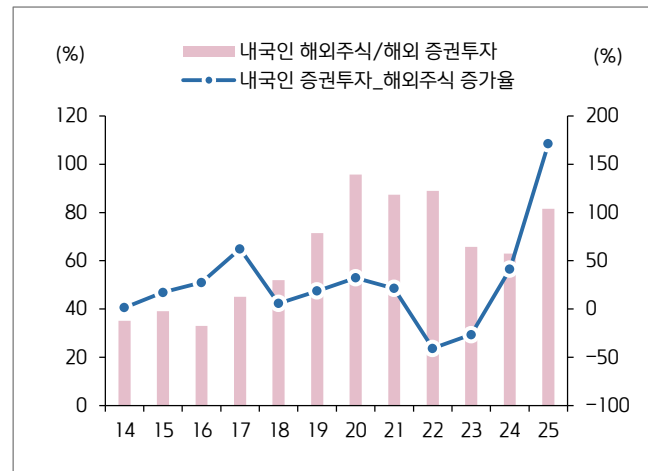
- ▶ 한국의 증권투자수지는 해외 주식 투자를 중심으로 꾸준히 확대되며, 달러/원 환율 상승 압력으로 작용
 - 내국인의 해외 증권투자에서 주식 비중은 2015년 39.1%에서 2025년 81.5%까지 상승하며 구조적으로 확대
 - 2025년 투자 규모도 전년 대비 약 170% 이상 증가하며 달러 수요 급증
- ▶ 과거와 달리 최근에는 해외투자 확대 자체가 구조적인 원화 약세 요인으로 작용. 특히 주식 투자 중심의 자금 유출은 환헤지 비율이 낮아 지속적인 달러 매수 수요로 이어지며, 환율 상승 압력을 더욱 강화하는 특징

한국 증권투자수지와 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

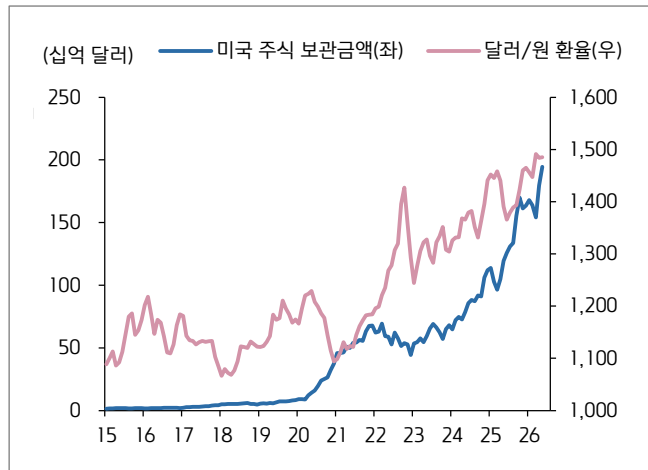
한국 해외 증권투자에서 주식 비중과 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

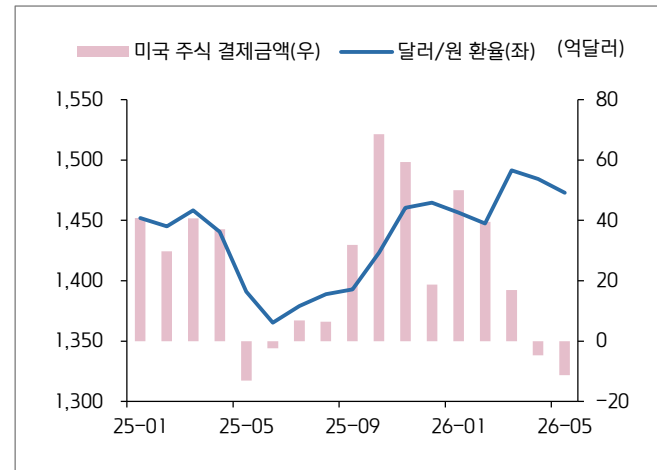
- ▶ 내국인의 미국 주식 신규 투자 속도는 둔화됐으나, 누적 투자 규모는 약 1,940억 달러로 높은 수준을 유지. 이는 미국 주식시장에 대한 긍정적 기대를 반영하며 지속적인 달러 수요의 기반으로 작용
- ▶ 특히 미국 증시 상승 시 추가 투자와 재투자가 이어지며 달러 매수 수요가 확대되고, 달러/원 환율과 미국 주가 간 동행성이 강화되는 모습
 - 과거 금리와 무역이 환율을 설명했다면, 최근에는 글로벌 자산가격, 특히 미국 주식이 환율에 중요한 영향을 미치는 구조로 변화
- ▶ 2026년 들어 개인의 미국 주식 순결제금액이 둔화되고 4월에는 매도세로 전환되며 내국인의 해외투자가 주춤해지며 달러/원 환율의 상승 압력을 완화시켜주고 있으나 지속성 여부가 중요

미국 주식 보관금액과 달러/원 환율



자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 미국 월간 주식 결제금액

자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터
주: 5월은 22일 기준

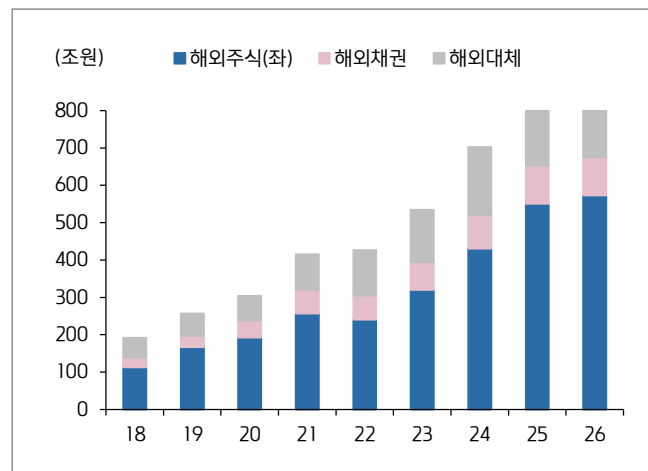
- ▶ 국민연금의 꾸준한 해외투자 증가는 달러 환전 수요를 자극해 달러/원 환율 상승 요인으로 작용
 - 해외투자 비중: '22년 47.9%, '23년 51.6%, '24년 57.9%, '25년 59.6%, '26년 2월 기준 55.2%
 - 2026년 2월 말 기준 해외투자는 약 886조 원으로, 2015년 약 120조 원에서 11년간 약 7.1배 증가. 비중 측면에서도 '15년 24%에서 '26년 2월 55%로 두 배 이상 확대. 국내 자산을 매도하고 해외 자산을 매수하는 구조적 흐름
 - 한국은행 집계 일반정부의 해외 주식투자(억 달러): '25년 1Q 75, 2Q 79, 3Q 121, 4Q 133, '26년 1Q 87
- ▶ 2027~2031년 중기 자산배분에서 해외투자 비중을 어떻게 설정할지 논의 향방에 주목할 필요. 해외투자 규모 확대는 불가피함에 따라 비중 조정의 필요는 점증, 해외 투자가 덜 나가고 국내 투자의 투자 매력도를 높일 필요
 - 기금운용위원회는 매년 5월 말까지 향후 5년간 주식·채권·대체투자 등 자산군별 목표 비중과 운용 방향을 심의·의결

국민연금 목표 포트폴리오 자산군별 비중 비교

구분	2025년 말 목표 비중 (%)	2026년 말 초안 비중 (%)	2026년 말 최종 조정 비중 (%) (2026.1.26 기금위 결정)	비중 증감 (p) (초안 → 최종)
국내주식	14.9	14.4	14.9	+0.5
해외주식	35.9	38.9	37.2	-1.7
국내채권	26.5	23.7	24.9	+1.2
해외채권	8.0	8.0	8.0	0.0
대체투자	14.7	15.0	15.0	0.0

자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

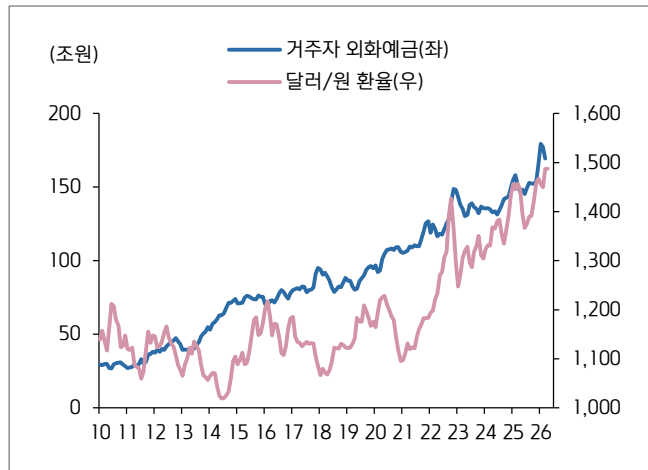
국민연금 기금 해외 투자 규모



자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

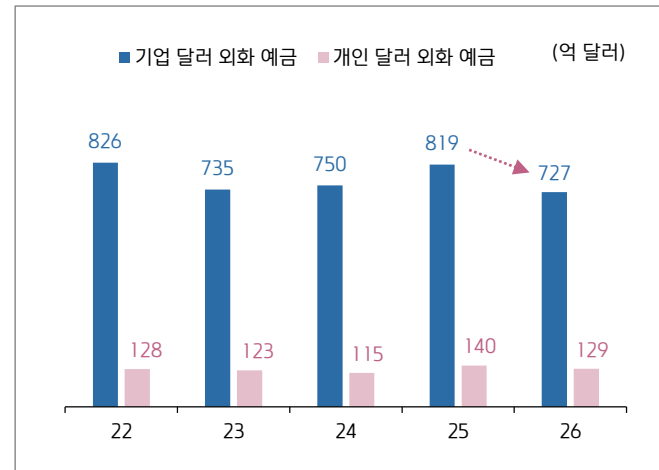
- ▶ 수출대금을 해외 현지법인이 보유하거나 해외에 재투자하면서 경상수지 흑자 효과가 반감
- ▶ 달러/원 환율 상승 기대가 강화되는 국면에서는 거주자 외화예금이 증가하는 경향. 기업과 개인은 달러 강세 기대와 환율 변동성 확대에 대응해 달러를 원화로 환전하지 않고 예치하거나 추가 매입
 - 특히 변동성이 확대되는 구간에서는 헤지 수요로 외화예금이 빠르게 증가. 2025년 12월에는 158.8억 달러 증가로 사상 최대치를 기록. 기업 예금 비중이 약 80~85%로, 수출입 기업 중심의 달러 보유 확대가 주요 요인
 - 다만 2026년 초에는 고환율 부담에 따른 해외투자 집행과 경상대금 지급 증가로 외화예금 감소

한국 거주자 외화예금과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

기업과 개인 달러 외화예금(말 기준)

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 2026년은 3월말 기준

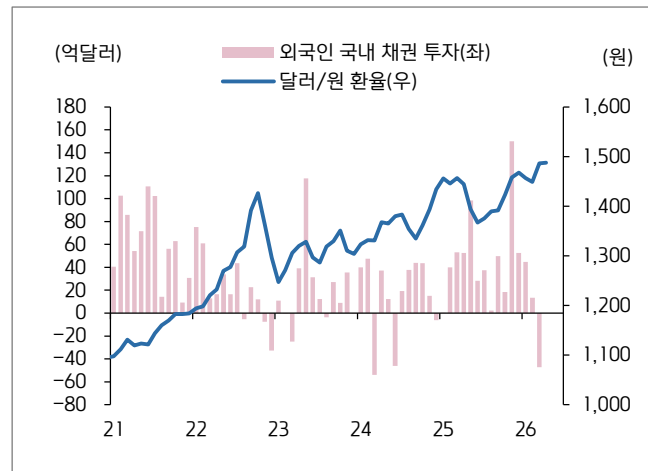
- ▶ WGBI 편입, 수급은 하방 안정 요인이나 추세적 방향성은 대외 변수가 결정할 전망
 - WGBI 추종 자금은 약 2.5조 달러로 추정되며, 한국 비중 1.89% 적용 시 약 500억 달러 유입 기대 (26.4~11월 8개월간 매월 약 7~9조 원)
 - 현물환 일평균 거래(233억 달러) 대비 월간 약 27~32%, 일평균 1.2~1.5% 수준. 일별 영향은 제한적이거나, 지속적 외화 매도 성격으로 달러/원 급등을 완화하는 하방 안정판 역할 가능
 - 환헤지 수요는 현물환보다 외환스왑 시장 영향이 클 전망. 편입 효과 일부는 달러/원 환율보다 스왑 포인트 등 스왑 시장 가격에 우선 반영될 가능성

WGBI 자금 유입 규모와 달러/원 환율 수급 영향 분석

구분	규모	은행간 현물환 일평균 거래대금 (233억달러) 대비	해석
WGBI 월간 예상 유입액	62.5~75억달러	약 26.8~32.2%	월간 기준 영향력 존재
WGBI 일평균 예상 유입액	2.84~3.41억 달러	약 1.2~1.5%	일별 영향은 제한적
수급 영향 평가	일방향 외화 매도 흐름	순수급 영향 존재	환율 하방 안정판 역할

자료: 키움증권 리서치센터
주: 월 22일 영업일 가정

한국 증권투자 수지 중 외국인 국내 채권 투자와 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 사상 최대 경상수지에도 환율이 1,500원대를 오가는 것은, 벌어들인 달러가 해외투자·대미 투자 등으로 다시 유출되거나 기업의 환전 지연으로 국내 외환시장에 도달하지 못하기 때문
- ▶ 경상수지 흑자는 외환수급의 구조적 안전판 역할을 하지만, 환율이 실제로 하락하려면 다음의 조건이 필요
 - 미 달러의 제한적인 약세 흐름 유지, 수출기업의 달러 매도 전환, 서학개미·주요 금융기관 및 연기금의 해외투자 둔화, 중동발 지정학적 리스크 완화 등 대외 매크로 환경 진정

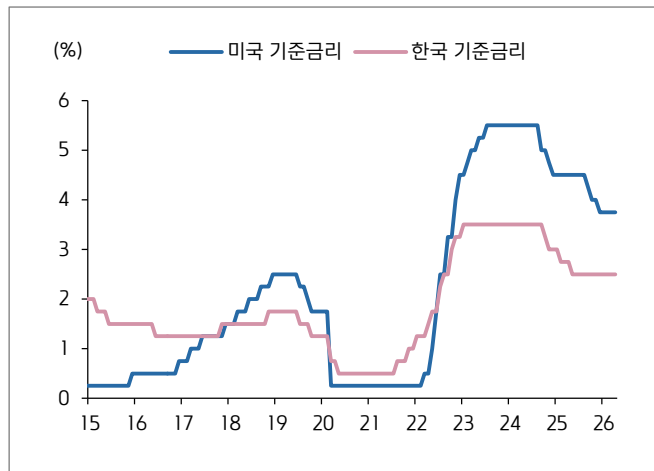
환율 전환 조건과 영향

구분	주요 내용	환율 영향
환율 하락 압력 전환 조건	수출기업의 달러 매도 본격화	국내 외환시장 달러 공급 증가 → 원화 강세 요인
	미 연준 완화적 통화정책 기조 유지	달러인덱스 하락 → 달러 약세·원화 강세
	서학개미·국민연금 해외투자 둔화	해외투자 목적 달러 수요 감소
	트럼프발 관세 불확실성 완화	위험자산 선호 회복 및 원화 투자심리 개선
환율 상승 제약 요인	한·미 금리 역전 지속	국내 달러 공급 감소 및 달러 선호 확대
	중동 전쟁·호르무즈 해협 봉쇄 등 지정학 리스크	안전자산 선호 심리 확대 → 달러 강세
	한국 구조적 저성장 우려	국내 자산 기대수익률 저하 → 원화 약세 압력

자료: 키움증권 리서치센터

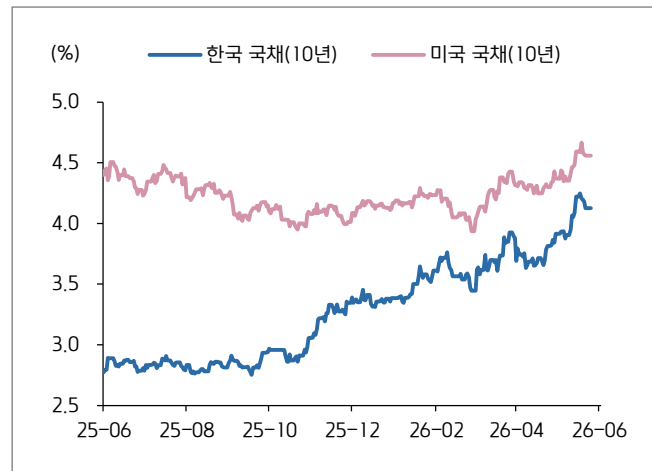
- ▶ 미국은 올해 기준금리 동결 가능성이 우세한 반면, 한국은 경기 및 물가 여건을 고려할 때 한 차례 인상을 전망함에 따라, 하반기 한·미 금리차 축소는 단기 달러/원 환율의 하락 요인으로 작용 가능
- ▶ 다만 미국 통화정책 역시 인플레이션 경계감을 고려할 때 시차를 두고 추가 금리 인상 기대가 높아질 수 있다는 점에서, 한·미 금리 격차 축소 속도는 완만하게 진행될 가능성이 높은 상황
 - 이는 달러/원 환율 역시 과거 대비 하락 폭과 속도가 제한되는 흐름으로 이어질 수 있음을 시사
 - 미국 금리가 여전히 주요국 대비 높은 수준을 유지하면서 글로벌 자금의 미국 유입 흐름 지속. 특히 한·미 금리차가 여전히 존재하는 가운데, 금리 매력에 따른 자본 이동이 한국보다 미국으로 이어지는 구조 유지

한국과 미국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 국고채(10년)과 미국 국채(10년) 추이



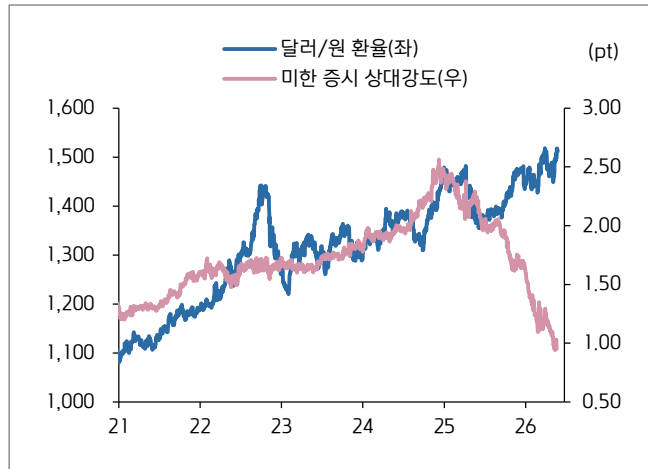
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25.

미국 증시 선호 강화 속 달러 수요와 환율 하방 제한

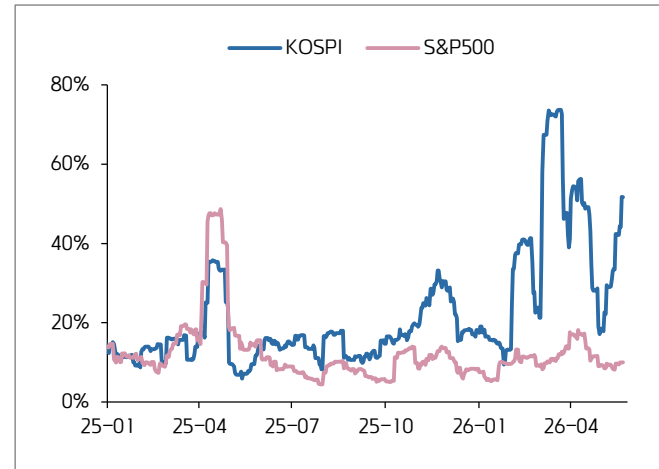
- ▶ 미국 증시 대비 한국 증시의 상대 강도가 약화되면서, 글로벌 자금이 한국 시장에서 미국 시장으로 이동
 - 이로 인해 원화 자산에 대한 수요는 감소하는 반면, 달러 자산에 대한 수요는 증가하며 환율 상승 압력으로 작용
 - 미국 대비 한국 증시의 상대 강도가 하락하는 구간에서 원/달러 환율이 상승하는 경향. 이는 미국 증시가 상대적으로 견조한 흐름을 보이는 반면, 한국 증시는 변동성이 높고 성장 모멘텀이 제한적인 데 기인
 - 결과적으로 글로벌 투자자 입장에서는 안정성과 수익률 측면에서 미국 시장 선호가 강화되며, 자금 유출과 달러 수요 증가가 맞물려 환율의 하방을 제한하는 구조가 형성

달러/원 환율과 미국과 한국 증시 상대비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

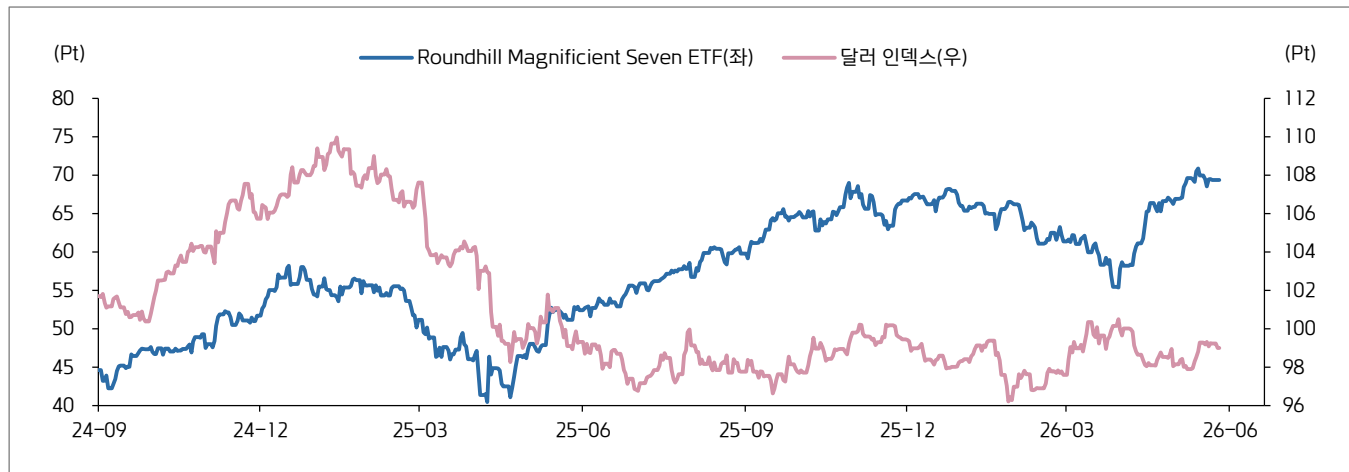
코스피와 S&P500 주가지수 20일 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국의 재정적자 확대 등으로 달러 자산에 대한 신뢰는 일부 약화되고 있음에도 불구하고, AI 투자 사이클을 중심으로 한 성장 모멘텀은 주요국 대비 상대적으로 우위에 있는 상황
- ▶ 이에 따라 미국 주식시장으로의 자금 유입은 지속되고 있으며, 이는 기대 수익률 측면에서 미국 자산의 투자 매력도를 유지시키는 요인으로 작용
- ▶ 특히 최근에는 달러 약세 흐름 속에서도 미국 주식이 상승하는 모습이 나타나며, 과거와 달리 달러와 미국 자산 간의 관계가 분리되는 양상이 확인
- ▶ 이로 인해 단순한 금리차보다 자산 수익률 격차가 자본 흐름과 통화 가치에 더 큰 영향을 미치는 구조로 전환

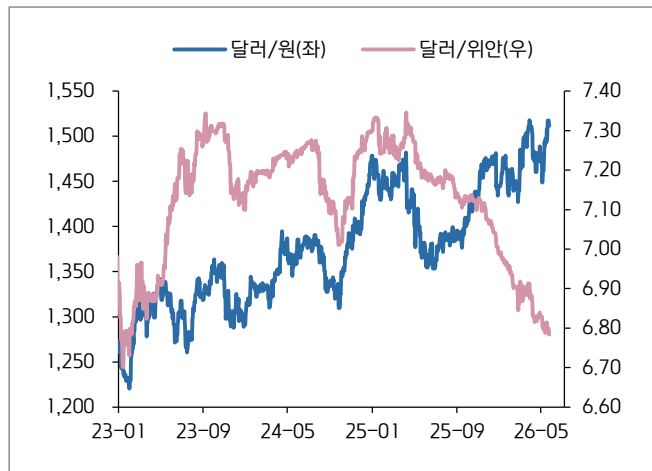
달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

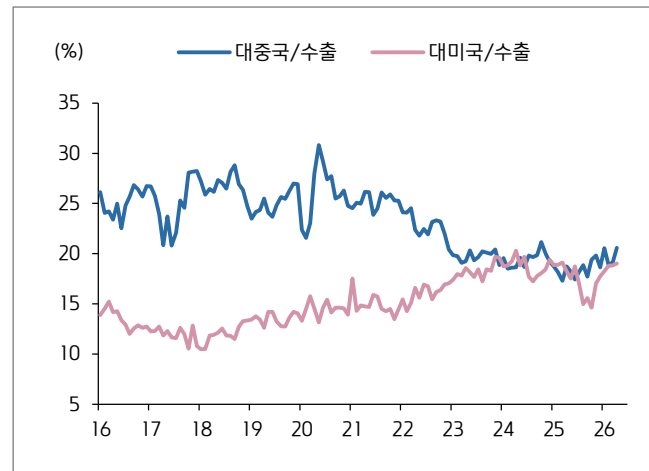
- ▶ 원화는 과거 위안화와 높은 동조성을 보였으나, 최근 들어 그 관계가 점차 약화되며 미 달러 흐름에 더욱 민감하게 반응하는 구조로 변화
 - 원화-위안화 간 상관관계는 점진적으로 낮아지고 있으며, 이에 따라 중국 경기 및 수요가 환율에 미치는 영향력도 과거 대비 축소. 반면, 달러/원 환율은 글로벌 달러 흐름에 더욱 밀접하게 연동되는 모습
- ▶ 이러한 변화는 한국의 수출 구조 전환에 기인. 대중국 수출 비중은 점진적으로 감소하는 반면, 대미 수출 비중은 확대. 중국 경기보다 미국 경기 및 금융시장 흐름이 한국 경제와 자산가격에 더 큰 영향을 미치는 구조로 변화
- ▶ 중국 수요와 한국 주가 간 상관관계는 약화되는 반면, 미국 주가와 코스피 간 연동성은 강화되는 흐름

달러/원 환율과 달러/위안 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

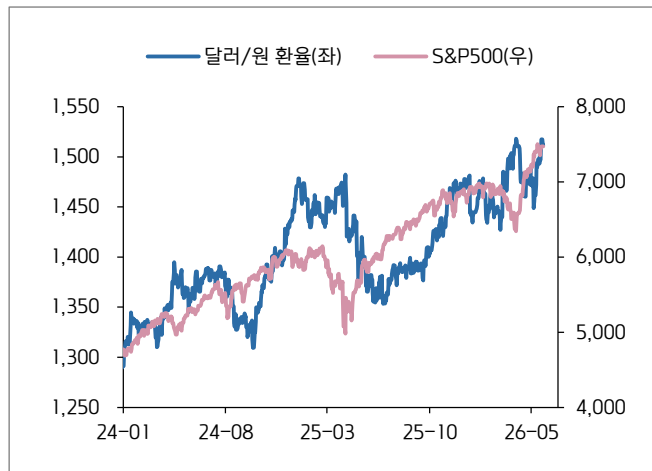
한국 수출의 대중국과 대미국 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

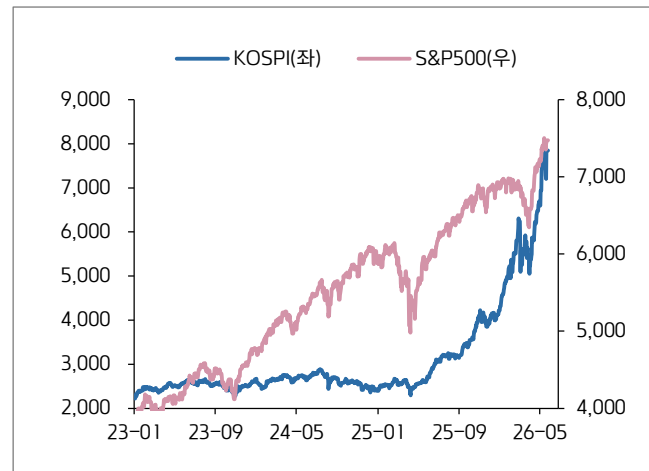
- ▶ 달러/원 환율의 안정적 하락을 위해서는 내국인의 해외투자 둔화와 국내 자산의 투자 매력도 개선이 중요
 - 최근 국내 증시는 자본시장 활성화 기대와 반도체 중심의 업황 개선 영향으로 외국인 자금 유입이 확대되는 모습
 - 이에 단기적으로는 외국인 자금 유입 확대와 내국인의 해외투자 둔화가 맞물리며 원화 강세 요인으로 작용 가능
 - 다만 국내 증시는 여전히 미국 AI 투자 사이클에 대한 의존도가 높다는 점에서 구조적 한계가 존재
- ▶ 특히 국내 산업 구조가 AI 투자 사이클 내에서 충분히 다변화되지 않을 경우, 국내로의 안정적인 자금 유입 흐름이 지속되기는 쉽지 않은 상황
- ▶ 달러/원 환율의 추세적 하락을 위해서는 국내 자산의 투자 매력도 개선과 함께 산업 구조 다변화가 병행될 필요

달러/원 환율과 미국 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

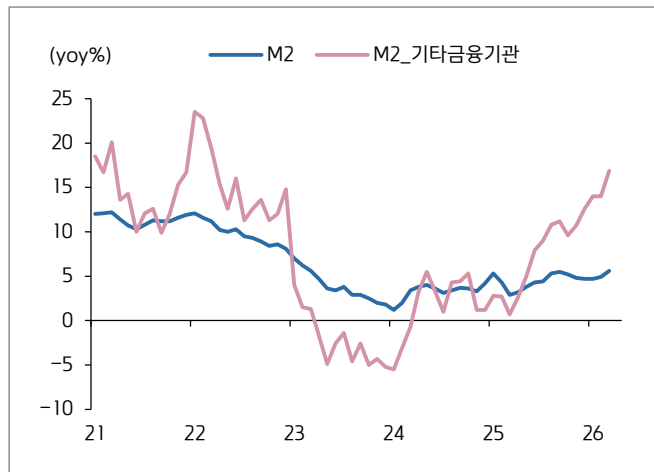
KOSPI와 S&P500 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

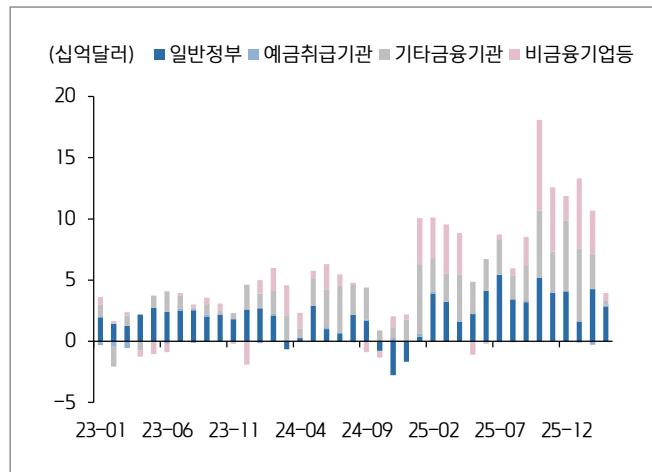
- ▶ 한국 통화량(M2)은 완만한 증가 흐름을 이어가고 있으나, 단기 금융상품 중심의 유동성은 변동성이 확대되는 모습
- 최근에는 단기에금 등 안전자산 성격의 자금이 감소하고, 시장성 상품 중심으로 자금이 이동하는 흐름이 뚜렷
- ▶ 이는 시중 자금이 안정적인 예금보다 높은 기대수익률을 추구하고 있음을 시사. 향후 국내외 자산 간 기대수익률 차이에 따라 유동성의 방향성이 결정될 가능성이 있어, 자금이 국내와 해외 중 어디로 이동할지 주시할 필요
- ▶ 결국 달러 강세가 제한적인 국면에서는 국내외 자산 간 기대수익률 격차가 부각되기 쉽고, 이에 대한 시장의 민감도가 높아질수록 시중 자금의 이동 폭도 확대될 수 있어 달러/원 환율 흐름에 중요한 변수로 작용할 전망

한국 M2 경제 주체별 보유 현황



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

경제주체별 내국인 해외 주식 투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터