KB금융그룹 | 국민의 평생 금융파트너

2025. 6. 30 (월)

KB국민은행 자본시장그룹

2025년 하반기 글로벌 경제 및 금리, 환율 전망

- 최대 변수는 미국 관세 협상과 연준의 금리인하, 달러는 약세 지속

7월 Macro & Market Calendar (2p.)

2025년 하반기 전망 Executive Summary (3p.)

KB국민은행 자본시장그룹 House View (4p.)

I. Macro, 관세 협상 지연과 물가상승 경계 (5p.), Chief Economist 문정희

II. 금리, 금리인하 사이클의 후반부 진입 (25.), IR Economist 장현상

III. 환율, 가는 길은 험난하지만 결국 강해질 원화 (47p.), FX Economist 이민혁

KB국민은행

7월 Macro & Market Calendar

30 ★ **한국 5월 산업생산, 소매판매** ★ 중국 6월 국가통계국 PMI ● 국고채 2년물 입찰 2.4조 원	1 ★ **한국 6월 무역수지** ★ **유로존 6월 CPI** ★ **미국 6월 ISM 제조업 PMI** ★ **미국 5월 JOLTs 보고서** ★ 한국 6월 제조업 PMI ★ 중국 6월 차이신 제조업 PMI ● 국고채 30년물 입찰 5.4조 원	2 ★ **한국 6월 CPI** ★ **미국 6월 ADP 민간고용** ● 통안채 2년물 입찰 2.3조 원	3 ★ **미국 6월 고용보고서** ★ **미국 6월 ISM 서비스업 PMI** ★ 미국 5월 무역수지 ★ 중국 6월 차이신 서비스업 PMI	4 ★ 한국 5월 경상수지 ★ 유로존 5월 PPI ● 물가채 교환 천억 원
7 ★ 유로존 5월 소매판매 ● 국고채 3년물 입찰 4.3조 원	8 **미국 상호관세 유예 만료일** ★ **호주 통화정책회의** ★ 미국 6월 NFIB 소기업 낙관지수 ● 통안채 91일물 입찰 6천억 원	9 ★ **중국 6월 CPI, PPI** ● 통안채 1년물 입찰 6천억 원	10 **한국은행 금통위** ★ **미국 FOMC 의사록** ★ 일본 6월 PPI	11 ★ 중국 6월 무역지표 (12일) ● 국고채 50년물 입찰 6천억 원
14 ● 국고채 10년물 입찰 1.8조 원 ● 통안채 91일물 입찰 6천억 원	15 ★ **미국 6월 CPI** ★ **중국 2분기 경제성장률** ★ 캐나다 5월 CPI ★ 유로존 5월 산업생산 ● 국고채 교환 2천억 원	16 ★ **미국 6월 PPI** ★ **미국 5월 산업생산** ★ **영국 6월 CPI** ★ 한국 6월 수출입물가 및 교역조건 ● 국고채 매입 2조 원 ● 통안채 3년물 입찰 1.2조 원	17 ★ **미국 6월 소매판매** ★ 미국 6월 NAHB 주택시장지수 ★ 한국 6월 고용지표 ★ 일본 6월 무역수지	18 ★ **일본 6월 CPI** ★ 미국 6월 건축허가, 주택착공 ★ 미국 7월 미시간대 소비자심리 ● 외평채 1년물 입찰 1.2조 원
21 ★ 미국 6월 컨퍼런스보드 경기선행지수 ● 국고채 5년물 입찰 3.2조 원 ● 통안채 91일물 입찰 6천억 원	22 ★ 한국 6월 PPI ● 국고채 20년물 입찰 5천억 원	23 ★ 미국 6월 기존주택 판매 ★ 한국 7월 소비자심리지수 ● 통안채 모집 1~3년 5~7천억 원	24 **ECB 통화정책회의** ★ **한국 2분기 경제성장률 속보치** ★ **미국, 유로존, 일본 7월 S&P PMI 잠정** ★ 한국 7월 기업심리지수 ★ 미국 6월 신규주택 판매	25 ★ 미국 6월 내구재수주 ★ 일본 7월 도쿄 CPI ★ 영국 6월 소매판매
28 ● 통안채 91일물 입찰 6천억 원	29 ★ **미국 6월 JOLTs 보고서** ★ 미국 7월 컨퍼런스보드 소비자심리지수 ★ **한국 금통위 의사록 공개**	30 **BOC 통화정책회의** ★ **유로존 2분기 경제성장률 속보치** ★ **미국 2분기 경제성장률 속보치** ★ 미국 6월 잠정주택판매 ★ 호주 6월 CPI	31 **FOMC, BOJ 통화정책회의** ★ **한국 6월 산업생산, 소매판매** ★ **미국 6월 개인소득 및 지출, PCE 물가** ★ 중국 7월 국가통계국 PMI	

★경제지표, ● 국고채, 통안채 발행 및 만기, 일부 지표의 경우 일정이 변경될 수 있음
자료: Bloomberg, 인포맥스, Trading Economics, 기획재정부, 한국은행, 각국 중앙은행

Executive Summary

Macro: 관세 협상의 지연과 물가상승 경계

- 2025년 상반기 세계경제는 미국 트럼프 대통령 취임과 주요국에 대한 고율 관세 부과 여파에도 불구하고 아직은 경기확장국면 지속
- 하반기에는 두 가지 이슈에 주목, 1) 미국과 주요국의 관세 협상, 2) 파월 연준 의장이 우려한 '관세에 따른 물가 상승' 여부
- 국내는 6/4일 새로운 정부의 출범, 상반기에 지속되었던 정치 불확실성 해소, 그리고 20조원 규모의 추경 편성과 집행, 상반기보다는 개선 전망
- 결국 하반기 국내외 경제의 최대 변수는 미국과 주요국의 관세 협상 합의, 주요 내용과 합의 시점에 따라 불확실성 완화, 경제 및 금융시장에 긍정적

금리: 중앙은행의 금리인하 사이클 후반부 진입 (하반기 미국 10년 3.80~4.50%, 한국 10년 2.50~2.90%)

- 상반기, 트럼프 대통령의 상호관세 부과 충격으로 미국과 비미국 간 중앙은행 통화정책이 차별화되는 양상
- 한국, 신 정부 출범 후 확장적 재정정책으로 인한 경기 하방리스크 완화 및 국고채 수급 우려, 가계부채 이슈가 부각되면서 금리 반등
- 유로지역, 금리인하 사이클 마무리 국면에 진입하며 시장금리 추가 하단 제약, 일본은 물가 오름세가 지속되는 만큼 금리인상 기조 유지 예상
- 하반기, 미국 인플레이션 우려가 높은 상황이지만 고용지표 부진으로 금리인하 사이클 재개되면서 시장금리 하락 추세 제공할 전망

환율, 3분기 대외 불확실성에 달러 반등, 4분기 연준 인하에 약 달러 재개, 원화 저평가 해소 국면 (하반기 1,280~1,420원)

- 미 달러화, 미국 자산 신뢰도 하락에 하반기 달러 약세 트렌드 지속, 다만 연준 금리인하 지연에 3분기 달러 반등, 4분기부터 약 달러 재개
- 유로화 및 엔화, 달러 신뢰도 하락 수혜, 미국과의 점진적 금리차 축소에 하반기 강세 모멘텀 지속, 관건은 ECB 및 BOJ의 금리 경로
- 중국 위안화, 미중 무역협상 교착 상태에 위안화 평가절하 리스크 잔존, 여전히 불안한 중국 경기 모멘텀에 하반기 완만한 강세 전망
- 한국 원화, 한미 금리차 축소와 국내 불확실성 해소에 강세, 3분기 상방 리스크 있지만, 외환 수급 불균형 완화에 연말 1,300원 하회 가능

KB국민은행 자본시장그룹 House View

	House View	1H 25 동향	2H 25 전망
경기	▼ 선진국: 유로, 일본은 양호하나 미국 성장 둔화 영향 ▼ 신흥국: 트럼프 관세협상 불확실, 중국과 남미 위주에 둔화 △ 물가: 상품가격 안정에도 관세 영향에 물가 상승	▼ 미국: 1분기 사재기 등에 수입 및 재고 증가, 성장은 후퇴 △ 유로: 에너지 및 물가 안정, 장기 성장 수준으로 회귀 △ 중국: 정부의 적극적 경기부양 조치, 내수가 성장 지지 ▼ 한국: 정치 불확실성 지속, 1분기 역성장 등 경제활동 위축	▼ 미국: 트럼프 관세 영향, 소비와 투자 위축, 경제활동 위축 (-) 유로: 미국과 관세 협상 등 불확실, 매우 완만한 경제성장 ▼ 중국: 미국과 관세 협상, 수출 부진과 생산활동 위축 △ 한국: 미국과 원만한 통상 협상, 추경 집행에 성장률 개선
통화정책	▼ 미국: 25년 4분기 50bp 금리인하, 연말 4.0% 도달 ▼ 유로: 상반기 금리인하, 적정 금리인 2%에 도달 △ 일본: 높은 물가상승, 경기회복 등에 금리인상 기조 지속 ▼ 한국: 가계부채 경계, 4분기 금리인하, 26년 추가 인하	(-) 미국: 양호한 고용과 2% 상회는 물가 지속에 금리 동결 ▼ 유로: 물가 및 상품가격 안정, 단기수신금리 2.0%까지 인하 △ 일본: 1월 금리인상 이후 동결, 실물경기 둔화 우려 ▼ 한국: 1분기 역성장 등 4분기 연속 부진, 2월과 5월 인하	▼ 미국: 3분기는 물가상승 경계에 동결, 4분기에 50bp 인하 (-) 유로: 성장률 1%, 물가 2% 도달, 정책금리 인하 종반부 △ 일본: 미국과 관세협상이 변수, 고물가에 3분기 금리인상 ▼ 한국: 가계부채 부담, 새 정부 출범에 4분기 한 차례 인하
국채 금리 (평균)	▼ 미국: 정책금리 인하 불확실성 확대로 하락 속도 제한 ▼ 유로: 경기부양을 위한 금리인하 사이클 유지 △ 일본: 금리인상 기조 지속 및 국채 매입규모 축소에 상승 ▼ 한국: 새 정부의 경기부양책이 금리 하방을 제한	△ 미국: 트럼프 관세 불확실성, 국채 공급 우려에 금리 상승 △ 유로: ECB 금리인하에도 인하 후반부 인식에 금리 상승 △ 일본: 3%대 물가 지속, BOJ 금리인상 기대에 금리 상승 ▼ 한국: 1분기 역성장, 국내 경기하강 우려에 금리 하락	▼ 미국: 인플레 우려 잔존하나 경기둔화 반영해 하락 지속 (-) 유로: 금리인하 사이클 막바지, 금리의 추가 하락 제약 △ 일본: 물가와 금리의 괴리 확대, 추가 금리인상 기대 지속 ▼ 한국: 가계부채 우려 등에도 경기부양 위해 4분기 인하
외환시장 (평균)	▼ 달러: 미국 성장 둔화, 미국 자산매력 감소에 약세 △ 유로, 엔: 달러 대체 수요, 미국과 금리차 축소에 강세 △ 위안: 약 달러 동조화에 완만한 강헤, 미중 갈등은 불확실 △ 원: 한미 금리차 축소 기대, 국내 경기회복에 저평가 해소	▼ 달러: 정책 불확실성과 미국 신뢰도 하락에 약세 심화 △ 유로, 엔: 달러 자산 회피로 대체 통화 수요에 강세 지속 △ 위안: 미중 무역 갈등 고조에 저평가, 잠정 합의 이후 강세 △ 원: 국내 정치 불안 해소, 대만 달러 등 아시아 통화 강세	▼ 달러: 3분기 반등, 4분기 연준 금리인하 재개에 약세 △ 유로, 엔: 미국과 금리차 축소 및 경기회복에 강세 △ 위안: 미중 갈등 리스크 잔존에 글로벌 달러 약세 영향 △ 원: 한미 금리차 축소, 수급 불균형 완화에 강세 지속
종합의견	▼ 매크로: 관세 불확실성에 스태그플레이션 확산 △ 금리: 주요국 금리인하 사이클 종반부, 시장금리는 이미 반영 ▼ 환율: 트럼프 불확실, 약 달러 정책, 달러 점진적 약세	△ 매크로: 트럼프 관세 부과에도 세계경제는 완만한 성장 △ 금리: 미국, 유로 등 주요국 금리인하 사이클 확산 ▼ 환율: 연초 이후 트럼프 등장과 달러 회피, 비달러 강세	▼ 매크로: 관세 협상은 3분기까지 연장, 정책 불확실성도 지속 (-) 금리: 관세 부과에 물가상승, 반대로 실물지표도 약화 ▼ 환율: 미국과 비미국의 금리차 축소, 시장의 달러 약세 기대

I. Macro, 관세 협상 지연과 물가상승 경계

세계 경제, 트럼프의 관세 여파에도 경기 확장 국면 지속

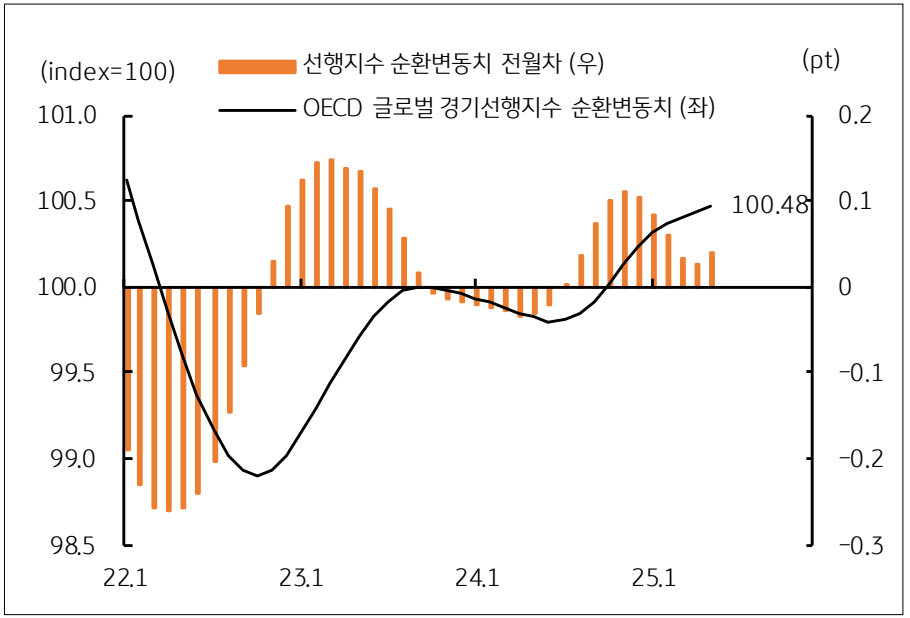
- OECD 글로벌 경기선행지수 순환변동치는 기준치 (index=100) 상회, 다만 상승세는 다소 둔화

  * 국가별로는 미국, 일본 등이 상승세 둔화, 유로 4개국과 영국, 캐나다, 호주 등은 상승폭 확대, 중국 등 신흥국 선행경기도 확장 지속

- 글로벌 구매관리자지수 (PMI)는 여전히 제조업 업황 부진, 서비스업 업황이 전체 산업을 견인

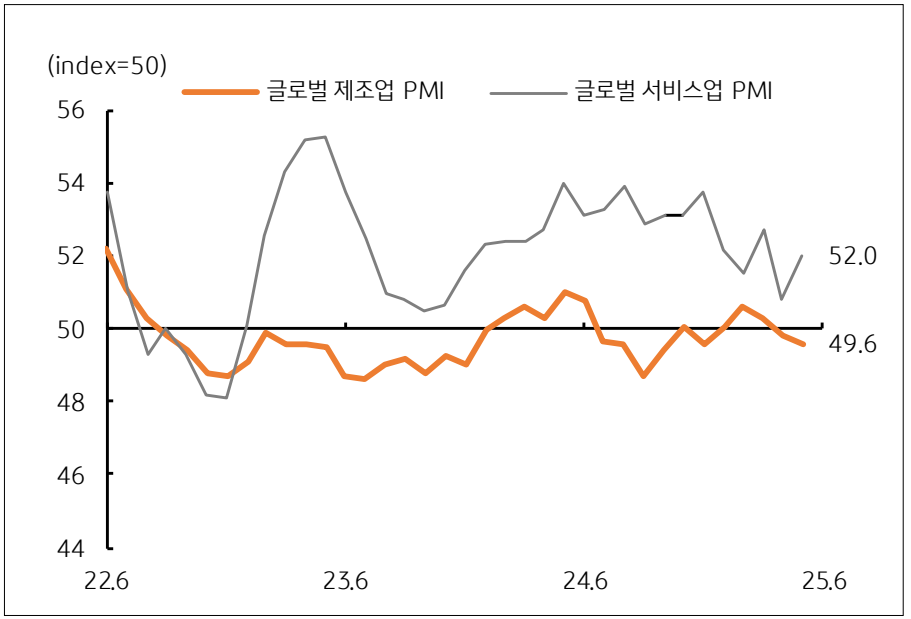
  * 제조업 업황은 미국, 호주, 인도 등을 제외하고 기준치 하회, 서비스업도 미국, 일본, 호주 등에서 기준치 상회

OECD 글로벌 경기선행 사이클은 확장 국면, 상승세는 다소 둔화



자료: OECD (2025.5), KB국민은행 자본시장사업그룹

제조업 업황은 부진, 서비스업 업황은 확장 국면 지속



자료: Bloomberg (2025.6), KB국민은행 자본시장사업그룹

물가, 상품 가격 하락에도 근원 물가는 중앙은행 목표 상회

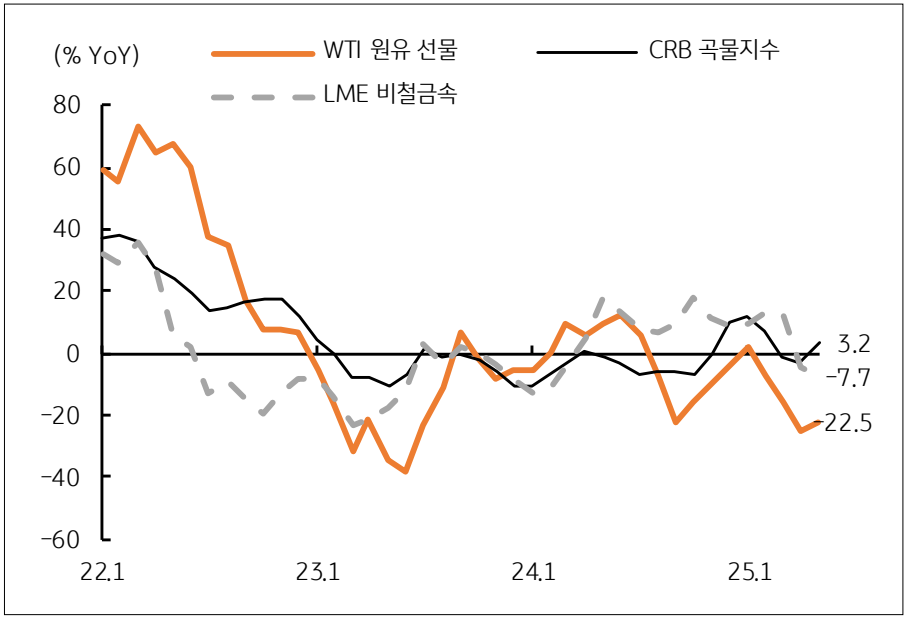
- 원유, 비철금속 등 원자재 가격 하락으로 전세계 소비자물가는 비교적 안정

  * 6/13일, 중동 지정학적 위험이 2주일 만에 종료, 국제유가 (WTI)는 배럴당 65~75달러 수준에서 안정

- 상품가격 하락에도 주요 선진국의 물가는 중앙은행 목표 2%를 상회, 여전히 물가상승압력은 잔존

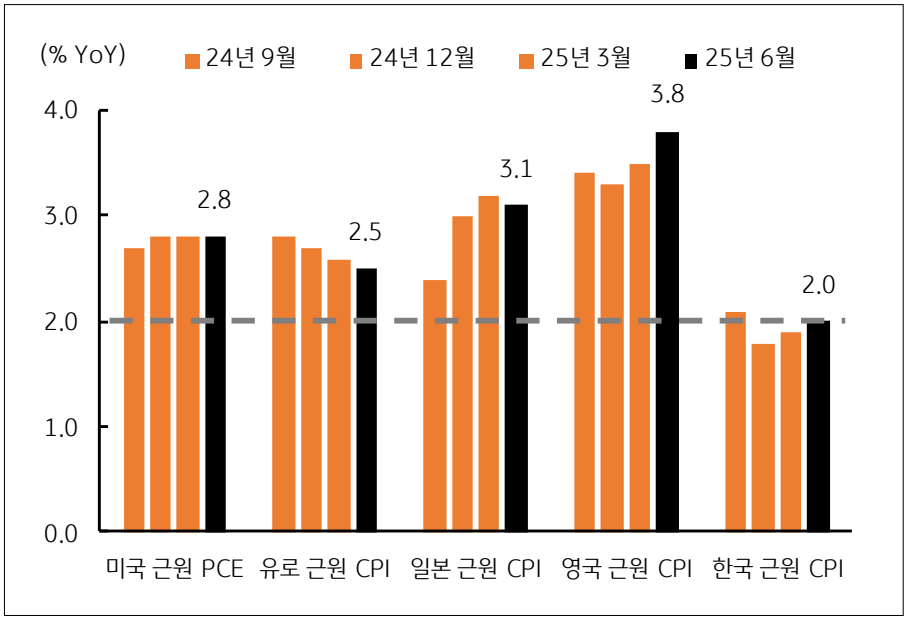
  * 국가별로 근원 물가상승률은 다소 차이, 미국과 유로는 안정적이나 일본과 영국은 물가 상승, 한국은 2% 목표에 근접

주요 원자재 가격, 여전히 전년비로 가격 하락



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

주요 선진국의 근원 물가는 중앙은행 목표 2%를 상회



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

IMF 세계경제전망, 관세 등 정책 불확실성에 경제전망 큰 폭 하향

- 2025년 4월 세계경제전망 수정, 미국 등 주요국 경제성장률 전망 큰 폭 하향, 교역 감소와 물가 상승 등 수정

  * 미국 경제성장률 0.9%p 하향, 한국은 1.2%p 큰 폭 하향 등. 미국의 상호 관세 부과 등에 성장률은 하향, 물가는 상향 전망

- 무역정책 및 경제정책 불확실성은 더욱 고조, 세계 교역 위축에 경제활동 부진, 아시아 등 수출 의존국 경제에 더욱 피해

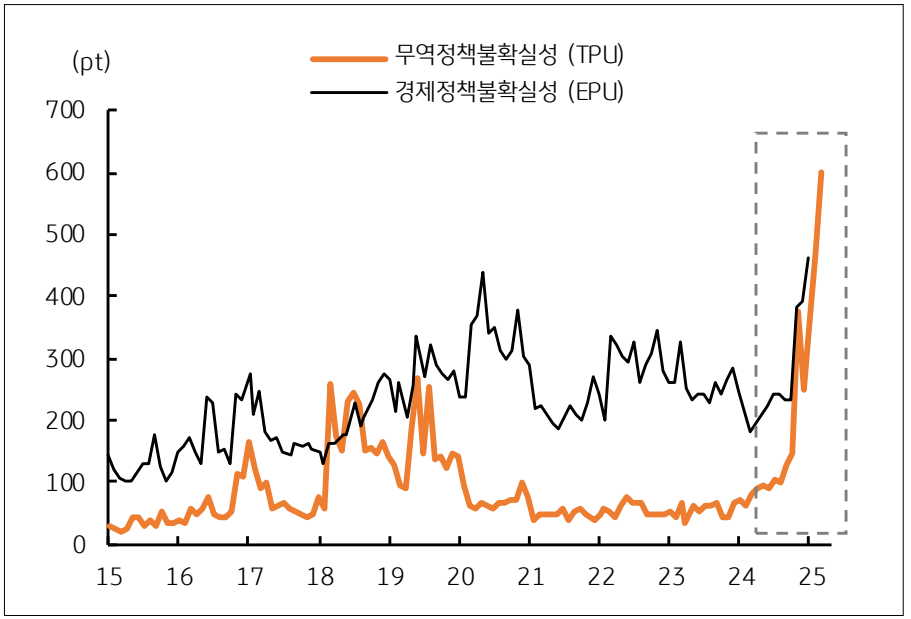
  * 미국 트럼프 당선과 상호관세 부과 등에 정책 불확실성은 최고조, 2018~19년 트럼프 1기보다 더 극심한 불확실성 (위험회피) 우려

IMF 세계경제전망, 미국 등 성장률 전망 큰 폭 하향

	2024년	2025년 (조정폭)	2026년 (조정폭)
전세계 성장률	**3.3%**	**2.8% (-0.5%p)**	**3.0% (-0.3%p)**
미국	2.8%	**1.8% (-0.9%p)**	1.7% (-0.4%p)
유로	0.9%	0.8% (-0.2%p)	1.2% (-0.2%p)
일본	0.1%	0.6% (-0.5%p)	1.0% (-0.1%p)
영국	1.1%	1.1% (-0.5%p)	1.4% (-0.1%p)
중국	5.0%	4.0% (-0.6%p)	4.0% (-0.5%p)
한국	**2.0%**	**1.0% (-1.2%p)**	**1.40%**
교역 증가율	3.8%	**1.7% (-1.5%p)**	2.5% (-0.8%p)
물가상승률	5.7%	**4.3% (+0.1%p)**	3.6% (+0.1%p)

자료: IMF WEO (2025.4), KB국민은행 자본시장사업그룹

전세계의 무역 및 경제 정책 불확실성 고조, 경제전망 하향 배경



자료: IMF WEO (2025.4), KB국민은행 자본시장사업그룹

중앙은행의 기준금리 경로 차별화

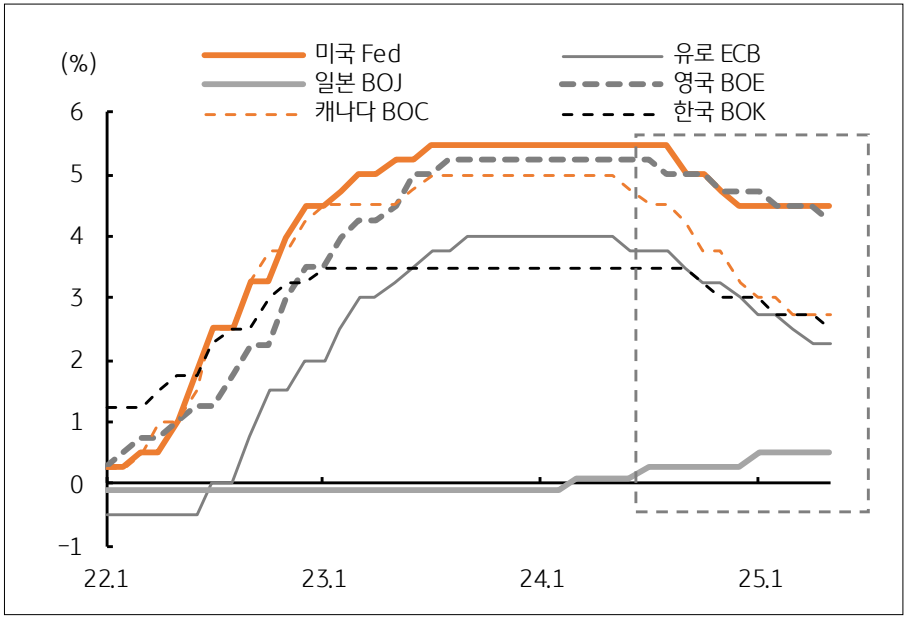
- 미국 연준은 2025년 기준금리 동결, 유로 ECB는 4회 연속 금리인하, 일본 BOJ는 기준금리 인상 등 주요국 금리결정 차별화

  * 각국 중앙은행의 금리 결정은 1) 물가상승률 추이, 2) 경제성장률 결과 등에서 차이. 한국 BOK는 분기별 1회씩 기준금리 인하

- 브라질 등 일부 국가를 제외하고 기준금리 인하 동조, 다만 각국 물가상승률에 따라 인하 속도 및 경로는 차이

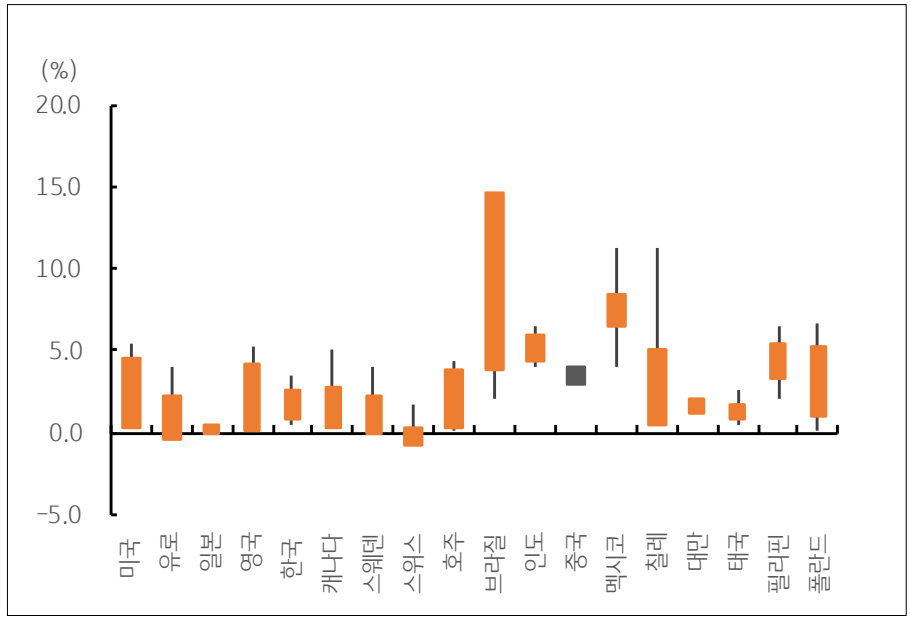
  * 다수의 중앙은행은 물가 상승세 둔화로 금리인하 사이클 지속, 브라질과 칠레는 남미 국가이면서 금리 결정에 차별화

주요국의 기준금리 차별화



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

코로나 이후 세계 각국 기준금리 등락과 현재 기준금리



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

이슈 1) 미국의 관세 협상, '강력한 위협 (상호 관세)' 이후 '적절한 협상'

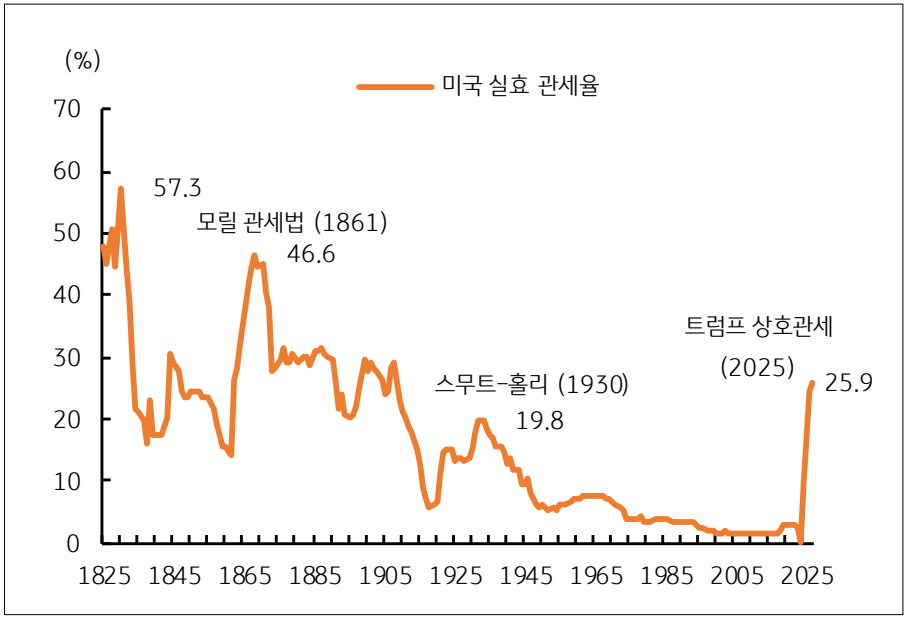
- 4/3일, 예고대로 미국 트럼프 대통령은 135개국 무역 파트너에 차등적인 '상호 관세'를 부과

  * 각국의 대미 무역수지 적자 및 수입 비율에 따라 10~50%의 차등 관세 적용, 단 90일 동안 유예 및 관세 협상 진행

- 미국과 영국의 관세 협상은 타결, 아시아 국가와 실무진 협상 진행, 5/12일 중국에 상호 관세율 대폭 인하 등 협의 진전

  * 각국은 유예 기간인 90일 (7월 초) 내에 미국과 합의 완료, 또는 유예 기간 연장. 중국과는 8월 중순까지 합의하기로 예정

미국의 장기 실효 관세율 추이



자료: IMF WEO (2025.4), KB국민은행 자본시장사업그룹

미국과 주요국의 관세 협상 진행 내용

국가	미국과의 관세 협상 주요 내용
대만	4/6일, 상호관세 폐지 및 양국의 무관세 제안 미국산 수입 확대, 미국 기업투자 확대, 미국과 관계 강화
일본	4/21일 1차, 대미 수입 확대, 안전보장 비용 협의 등 5/2일 2차, 무역확대, 비관세 조처, 경제 안보 협력 등 협의
한국	4/24일 1차, 경제, 투자, 안보 분야 및 환율 논의, '2+2' 5/22 2차, 균형무역, 경제안보, 비관세조치 등 6가지 논의
영국 (5/8일 타결)	영국, 미국에 기계류, 농산물 시장 개방, 시장접근 강화 노력 미국, 영국산 자동차 관세 인하, 철강 및 알루미늄 관세 폐지
중국	5/12일 1차, 상호 관세율 대폭 인하, 90일 동안 유예 6/10일 2차, 상호 관세율 조정, 중국 희토류 선지급 등 합의

자료: 언론기사 참조, KB국민은행 자본시장사업그룹

이슈 1) 감세를 위한 관세, '보편 관세 10%' 수준 적정

- 5/22일, 미국 하원에서 트럼프 감세 연장과 재정지출 삭감을 담은 법안 통과 (One Big, Beautiful Act)

  * 미 의회 예산처 (CBO), 법안이 상원에서 확정되며 연방 부채는 향후 10년간 2.3조 달러 증가 (GDP 대비 122%, 연 2,300억 달러)

- 감세 (지출)를 위한 관세 (수입) 규모는 '보편 관세 10%' 수준으로 추정 – 수입 감소폭 및 가계 구매력 감소 등을 감안

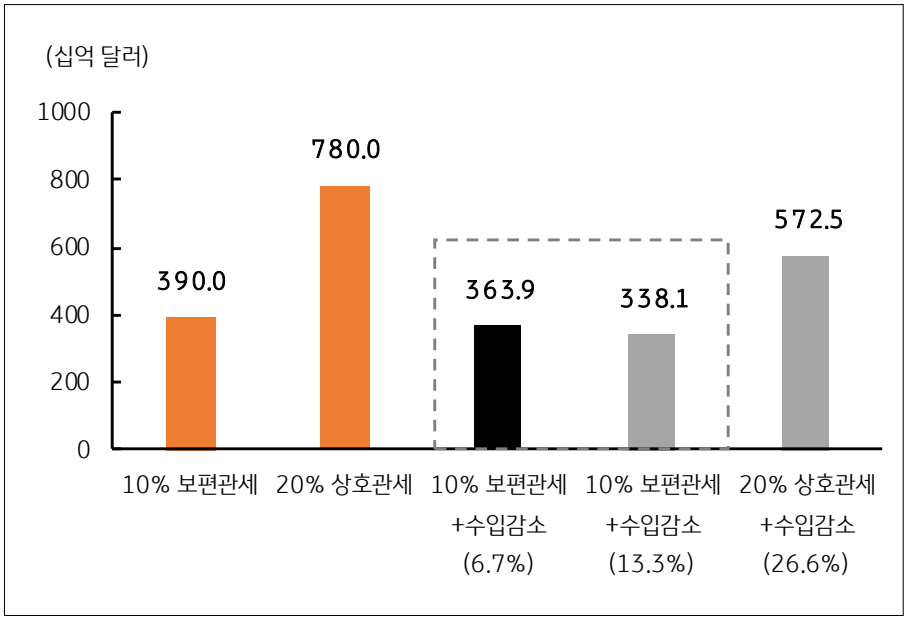
  * 2024년 총 수입 4.14조 달러에 대해 관세 10% 부과, 관세 부과에 따른 수입 감소 6.7~13.3% 추정 시 연간 3,300억 달러 이상 세수

트럼프 감세 연장 법안에 따른 재정 부족 (향후 10년간)

트럼프 감세 및 재정 축소 법안 주요 내용	재정 (억 달러)
▶ 연말 종료될 세금 감면 및 일자리 창출법 (TCJA) 10년 연장	-37,751
▶ 개인소득세 감면, 자녀 세액 공제 확대	
▶ 팁, 초과 근로수당 면제	
▶ 노인 의료보험, 저소득층 의료보험 축소	6,250
▶ 주, 지방세 공제 (SALT) 한도 상향 (1만 달러 → 4만 달러)	
▶ 푸드 스템프 프로그램 (SNAP) 폐지	3,000
▶ 학자금 지원 삭감	3,510
▷ 기타 포함 총 세수 감소	-23,050

자료: CBO, KB국민은행 자본시장사업그룹 인용

미국 상품 관세 부과에 따른 재정 수입 규모 추정



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정

이슈 1) 주요국 관세 협상은 '90일+a', 3분기까지 협상 불확실성 지속

- 미국 트럼프 정부의 관세 협상 요구는 1) 대미 수입 확대, 2) 대미 투자 (제조업) 확대, 3) 비관세 장벽 조치 해제 등

  * 트럼프 대통령이 비판한 8가지 비관세 장벽 조치 – 환율 조작, 수출 보조금 지급, 수입 방어를 위한 산업 기준, 지적재산권 도용 등

- 4월 미국 무역수지 적자는 큰 폭 축소 – 트럼프 정부는 관세 협상을 통해 적절한 보상+비관세 장벽 조치 해제를 요구

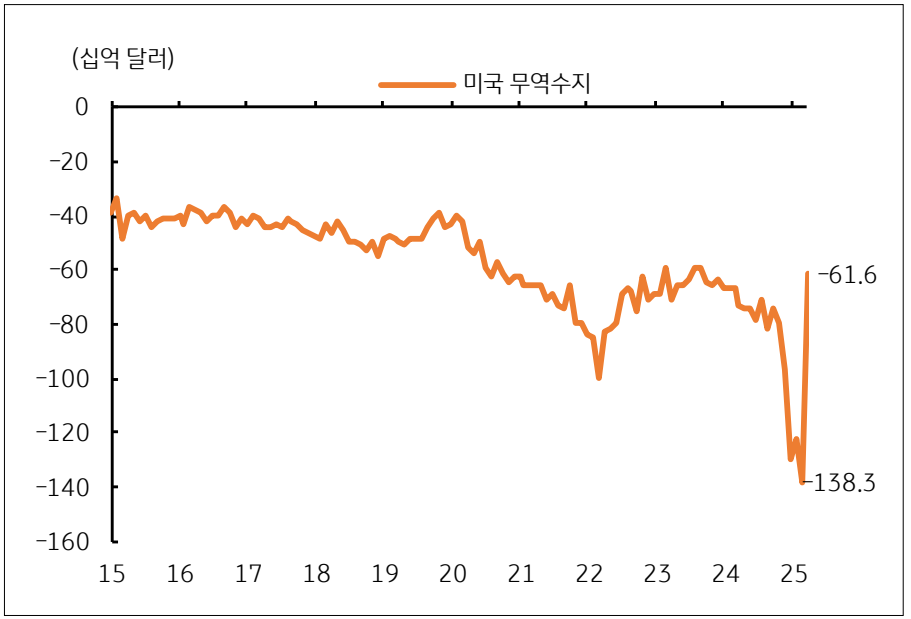
  * 주요국과 협상은 90일 유예 기간을 넘길 가능성 높음. 베센트 재무장관도 협상 유예 가능성 시사 (8~9월 예상)

미국 트럼프 대통령이 비판한 비관세 장벽 조치

트럼프 대통령이 비판한 8가지 비관세 장벽
1. 환율 조작
2. 관세 및 수출 보조금 역할을 하는 부가가치세
3. 원가보다 낮은 덤핑 (저가 대량 판매)
4. 수출 보조금 및 기타 정부 보조금
5. 자국 산업 보호를 위한 강력한 농업 기준
6. 자국 산업 보호를 위한 강력한 기술 기준
7. 위조, 해적판, 도용 등 IP 문제 (지적재산권)
8. 관세 회피를 위한 환적 (운송수단 교체)

자료: Trump SNS, KB국민은행 자본시장사업그룹

4월 미국 무역수지 적자는 큰 폭으로 축소



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

이슈 2) 'Over the Summer', 관세에 따른 인플레이션 도래 우려

- 6/18~19일, FOMC 정례회의에서 예상대로 기준금리 동결 (4회 연속, 만장일치), 경제전망 (SEP) 변화, 연말 목표금리 수정

  * 연준 위원들의 경제전망 (SEP) – 성장률 전망 ↓, 실업률과 물가상승률 전망 ↑, 연말 목표금리 26년과 27년 1회씩 축소

- 파월 연준 의장 기자회견 – 고용은 아직 양호, 물가 안정에도 향후 관세 부과에 따른 '물가상승' (여름 이후에)

  * 장기 시계열로 미국 실효 관세율 인상 시 소비자물가에 상승 영향, 관세 부과에 따른 수입물가 상승, 소비자물가에 미치는 시차 존재

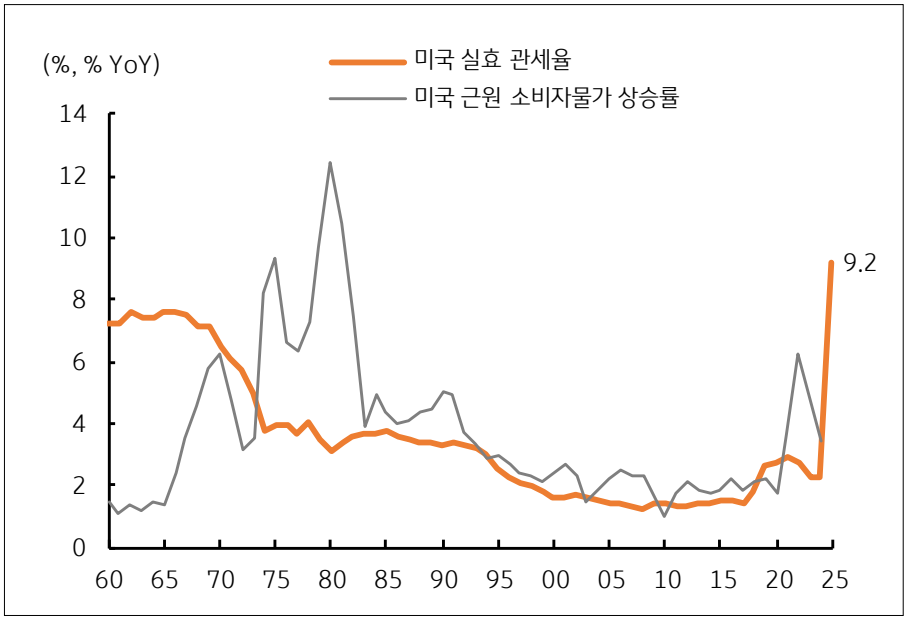
미국 연준의 6월 경제전망 (SEP) Table

Percent

Variable	Median[1]			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	3.1	2.4	2.1	
March projection	2.8	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0

자료: FRB (2025.6), KB국민은행 자본시장사업그룹

미국의 실효 관세율 상승이 근원 소비자물가에 상승 영향



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정

이슈 2) 기업들의 투자 위축, 3분기 말 실업률 4.5%에 근접

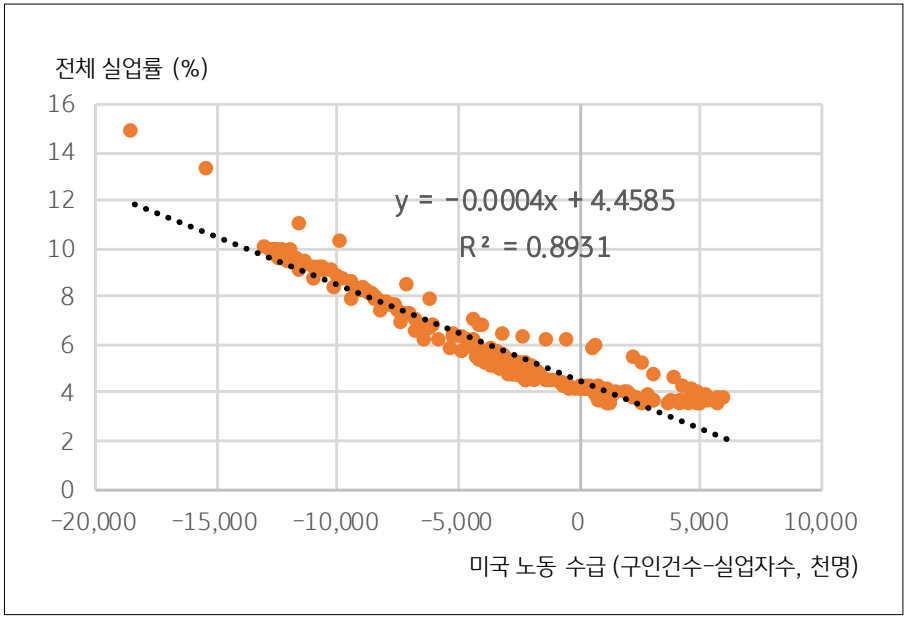
- 미국 고용시장은 점진적 둔화, 4월까지 구인건수가 전체 실업자수를 15만명 상회 (고용 초과 수요), 연초 91만명 대비 감소

  * 미국 노동 수급 (구인건수-실업자수)은 100만명 감소 시 실업률 0.4%p 상승, 장기 평균 실업률은 4.46%로 현재 4.24% 수준은 양호

- 트럼프 관세 부과로 수입 감소, 기업들의 투자 위축 시 고용 수요도 감소 전망, 고용 둔화 가정 시 3분기 말 실업률 4.45% 상회

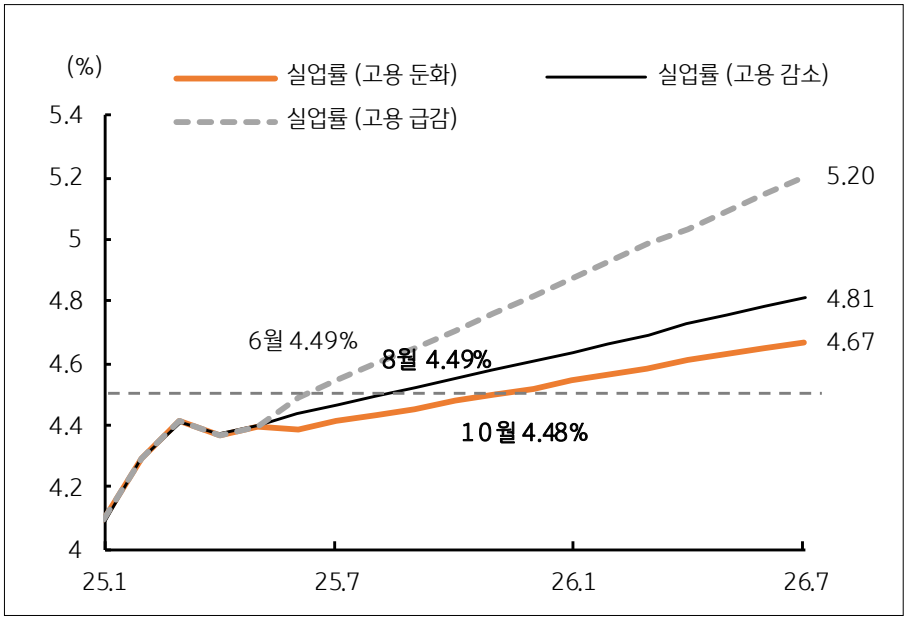
  * 노동 수급에서 점진적 고용 둔화, 고용 감소 또는 고용 급감 시 실업률 4.45% 상회하는 시점은 8~10월, 4분기 연준 금리인하 재개

미국의 노동 수급 (구인건수-실업자수)과 실업률의 높은 상관관계



자료: Bloomberg (2005.1~2025.4), KB국민은행 자본시장사업그룹

미국 고용 수급에 따라 실업률 상승 영향 (8~10월 4.5% 도달)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정

이슈 2) 트럼프의 파월 흔들기, 미국 연준의 신뢰도 약화

- 6월 FOMC 회의 이후 트럼프 대통령의 파월 의장 비난 심화 – 물가 안정에도 금리 동결 비판, 기준금리 2.5%까지 인하 요구

  * 대표적 연준 인사인 크리스토퍼 월러 이사, 미셸 보우먼 이사 등은 7월 금리인하 가능성 언급, 트럼프의 의장 교체 가능성 시사

- 경제지표 확인 전에 연준의 금리인하 가능성 대두 (선제적 금리인하), 시장은 9월부터 연 3회 금리인하 기대

  * 파월 의장 등 다수의 연준 인사들은 data dependent (지표 확인 후 금리 결정), 하지만 일부 인사들은 선제적 금리인하 등 내부 이견

6월 FOMC 이후 트럼프 대통령의 파월 의장 비난

자료: Trump SNS (6/20), KB국민은행 자본시장사업그룹

Fed Watch, 연준의 연내 3회 금리인하 확률 상승

MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-07-30						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.8%	75.2%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	68.9%	9.3%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	54.0%	28.2%	2.9%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	43.9%	34.9%	9.5%	0.8%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	24.1%	40.3%	24.7%	6.0%	0.5%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	14.9%	32.7%	32.0%	14.8%	3.1%	0.2%
2026-04-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.0%	32.5%	27.0%	11.4%	2.2%	0.2%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.4%	3.4%	13.3%	26.5%	29.7%	18.9%	6.6%	1.2%	0.1%
2026-07-29	0.0%	0.1%	1.3%	6.5%	17.4%	27.5%	26.3%	15.1%	4.9%	0.8%	0.1%
2026-09-16	0.0%	0.5%	3.0%	10.0%	20.7%	27.1%	22.7%	11.8%	3.6%	0.6%	0.0%
2026-10-28	0.1%	0.7%	3.4%	10.7%	21.1%	26.8%	22.0%	11.3%	3.4%	0.5%	0.0%
2026-12-09	0.1%	0.9%	4.2%	11.7%	21.6%	26.3%	20.9%	10.5%	3.1%	0.5%	0.0%

자료: Fed Watch (2025.6.25), KB국민은행 자본시장사업그룹

이슈 3) 한국 새 정부의 출범, 정치 불확실성 해소

- 6/3일 21대 대통령 선거, 더불어민주당의 이재명 후보 당선, 조기 대선에 따른 인수위 부재로 당선 직후 대통령직 수행

  * 24년 12/3일 '비상계엄' 이후 국내 정치 불확실성 지속, 정치 및 경제 리더 부재 등에 원화 자산 회피, 상대적 원화 저평가 심화

- 새 정부 출범 이후 국내 증시 14% 상승 (4년 만에 3,100pt 상회), 국고채 금리 상승, 달러/원 환율 하락 (원화 강세)

  * 외국인 투자자의 국내 주식 순매수 증가 (6월에만 약 6조원 유입), 국채 선물 매도 (금리 상승), 달러/원 환율 20원 하락

새 정부의 '진짜성장 전략' 개요도

자료: 국가기획위원회

새 정부 정책이 금융시장 및 시장 가격에 미칠 효과

시장	주요 내용	효과
주식시장	미래전략산업 테마, 국민 펀드 조성	주가 상승
	금융 개혁, 상법 개정 (지배구조 개선)	
금리	성장 기대심리 상승	금리인상 압력
	생산성 향상 -> 중립금리 상향 조정	장기적 금리상승
	재정확대와 국채발행 증가	시장금리 상승
환율	성장 기대 상승, 외국인 자금 유입 기대	원화 강세
	무역수지 개선 (AI, 바이오, 방산 지원)	
	재정 확대 및 국채 발행 (신용 우려)	원화 약세
	정책 신뢰도와 실행력	**환율 방향 결정**

자료: 언론기사 참조, KB국민은행 자본시장사업그룹 정리

이슈 3) 경기 진작을 위한 20조원의 추경 집행, 하반기 성장률 개선

- 새 정부의 경기 진작 및 민생안정을 위한 30.5조원 추경 편성 (세입 경정 10.3조원)

  * 경기진작을 위해 15.2조원 지출 (소비 쿠폰 지급 등), 민생 안정을 위해 5.0조원 편성 (소상공인 지원 등), 시장 예상에 부합

- 20조원의 추경 집행 시 2025년 성장률 0.2%p 제고, 추경 효과는 이르면 3분기 말, 4분기에는 소비와 투자 지표 개선

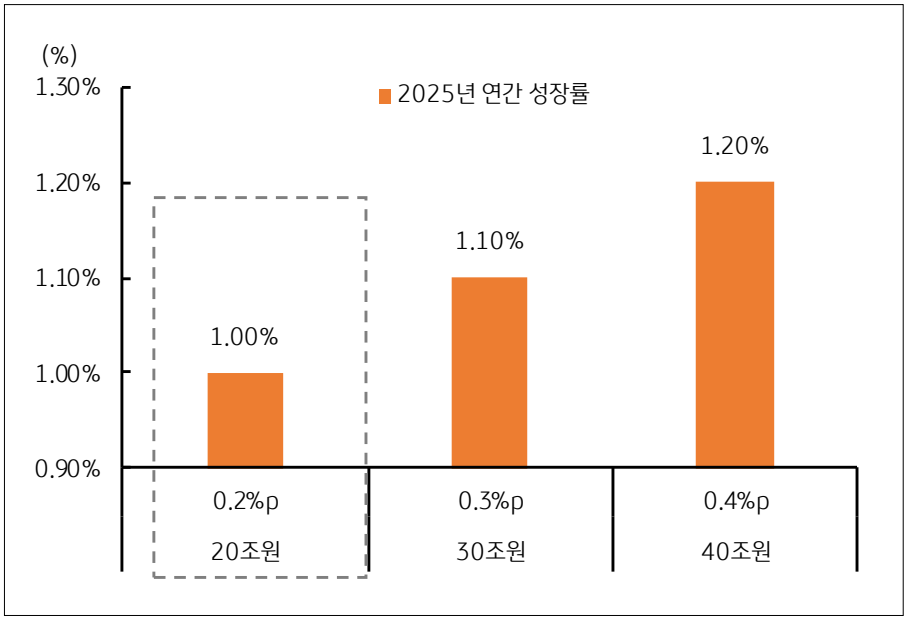
  * 7월 추경안 국회 제출, 이르면 8월 초 국회 통과로 추경 집행, 소비 쿠폰은 3개월 이내 기한, 4분기 성장률 큰 폭 개선 전망

새 정부의 추경 편성, 세입 경정을 제외하면 20.2조원 지출

추경 분야	세부 항목
경기 진작 (15.2조원)	소비여력 보강 (11.3조원) - 민생회복 소비쿠폰, 지역사랑 상품권 등
	건설경기 활성화 (2.7조원) - 집행가능 SOC 조기 투자, PF 사업장 지원 등
	신산업 분야 투자 촉진 (1.2조원) - 벤처 창업 지원, AI 생태계 조성, 에너지 산업지원 등
민생 안정 (5.0조원)	소상공인 재기 지원 (1.4조원) - 새출발기금 확대, 장기연체 채권 소각 등
	고용 안전망 강화 (1.6조원) - 구직급여 확대, 국민취업지원제도 확대 등
	취약계층 지원 (0.7조원) - 청년, 신혼부부 주거 지원, 돌봄 및 의료지원 등
세입 경정 (10.3조원), 부족 예산 보충 및 경기보강 투자여력 확보	

자료: 언론기사 참조, KB국민은행 자본시장사업그룹

추경 집행 시 연간 경제성장률 0.20%p 제고



자료: KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

이슈 3) 가계부채 및 지가 상승 부담, 한은 금리인하는 속도 조절

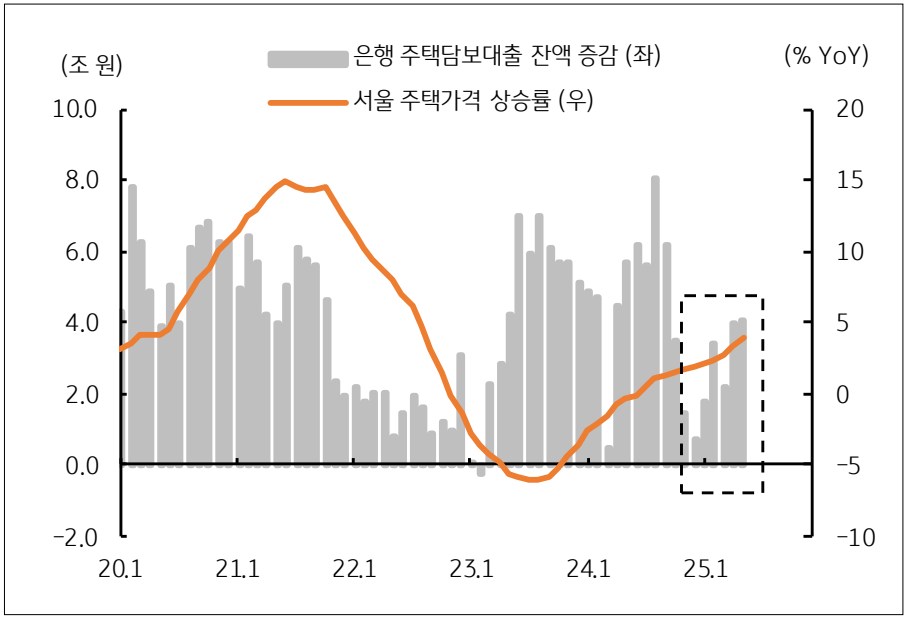
- 한국은행 기조 변화, 1분기 경기 부진에 2월과 5월 0.25%p 금리인하, 6월 새 정부 출범과 가계부채 증가 등 상황 변화

  * 물가는 2% 수준에 근접 (한은 목표에 부합), 반면 은행 주택담보대출 및 가계 부채 증가, 서울 부동산 가격 상승 등 금리인하 부작용 우려

- 경제성장률 1분기 저점 (전년비 0.0%) 이후 점진적 개선, 추경 효과 등에 4분기 큰 폭 증가, 한은 금리인하 속도 조절

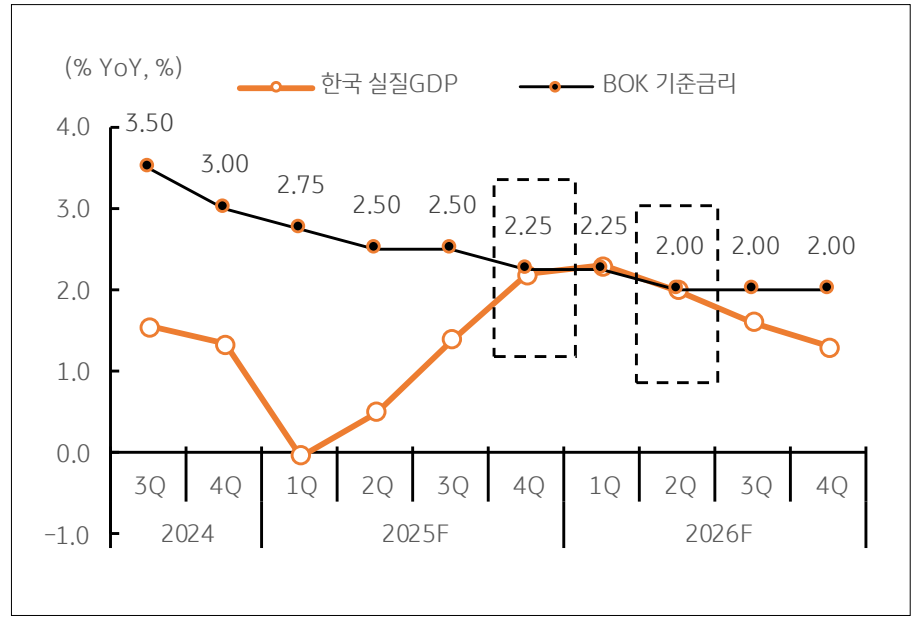
  * 상반기에 비해 하반기 대내외 요인 개선 – 성장 경로는 1분기 이후 개선, 한은 3분기보다 4분기 한 차례 인하, 최종 목표금리에 근접

은행 주택담보대출 증가 및 서울 주택가격 상승



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

국내 경제는 1분기 저점 이후 반등, 4분기 한은 금리인하 전망



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

미국 경제, 관세의 부정적 영향에 25년 연간 성장률 1.5%에 불과

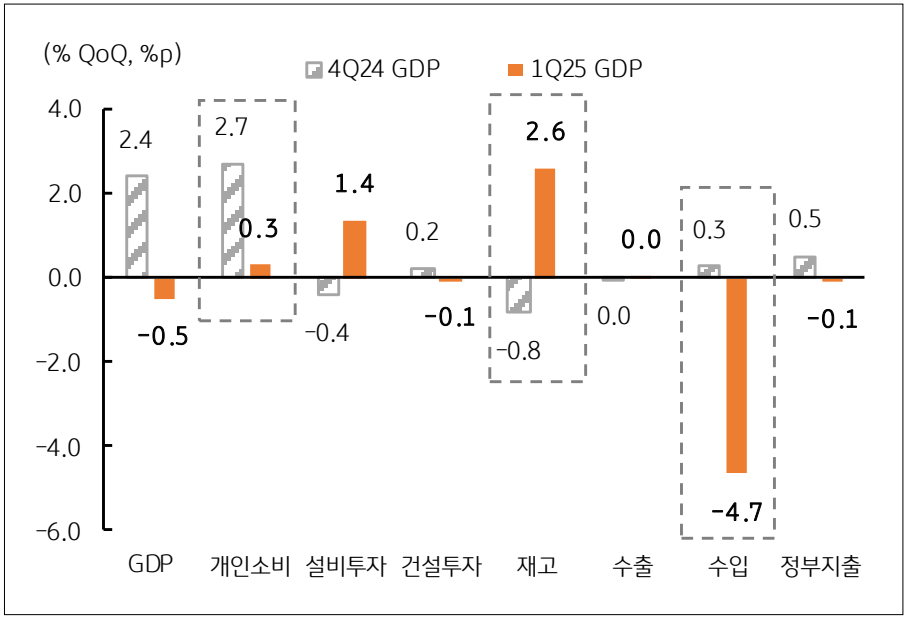
- 미국 1분기 성장률은 전기비 연율로 -0.5% (2022년 1분기 이후 3년만), 소비와 투자 부진, 수입과 재고는 큰 폭 증가

  * 1분기 성장률 부진의 주요 배경은 수입의 증가 – 특히 금 수입이 증가, 하지만 다수는 관세 부과 앞두고 수입 사재기일 가능성이 큼

- 2분기 성장률은 다소 반등 예상 (금 수입 제거), 그럼에도 '관세 부과 → 수입, 재고 증가 → 소비, 기업 투자 위축 → 경기 둔화'

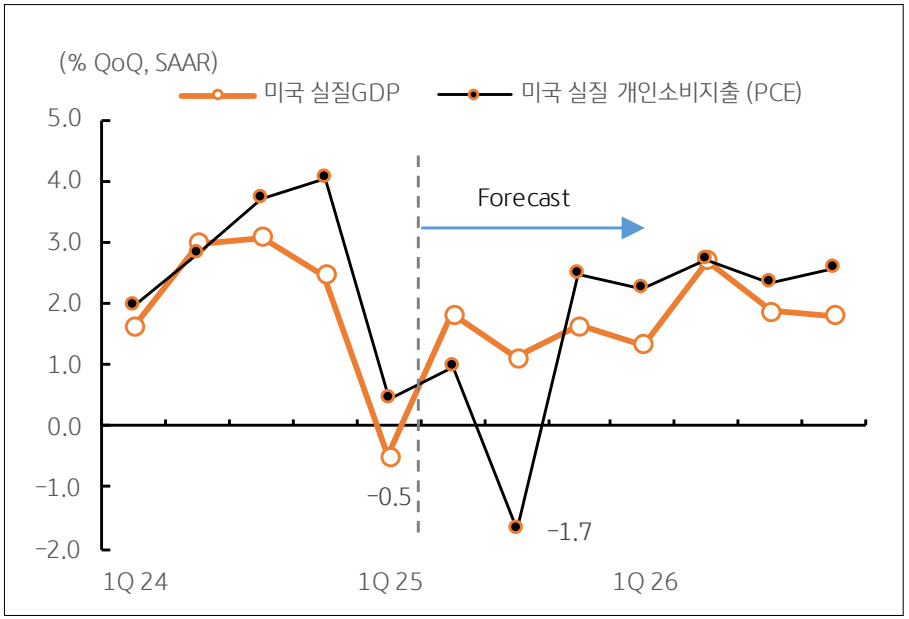
  * 2018년 트럼프 1기에도 관세 부과 전 수입과 재고 증가, 2분기부터 수입 감소, 소비 감소 및 투자 위축 (2~3분기 지속)

미국 1Q GDP, 소비 위축과 수입 및 재고 증가 (사재기 추정)



자료: US BEA, KB국민은행 자본시장사업그룹

3분기 개인소비 급감, 25년 연간 성장률 1.5%에 불과



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

유로 경제, 하반기 좋지도 나쁘지 않은 무난한 성장 경로

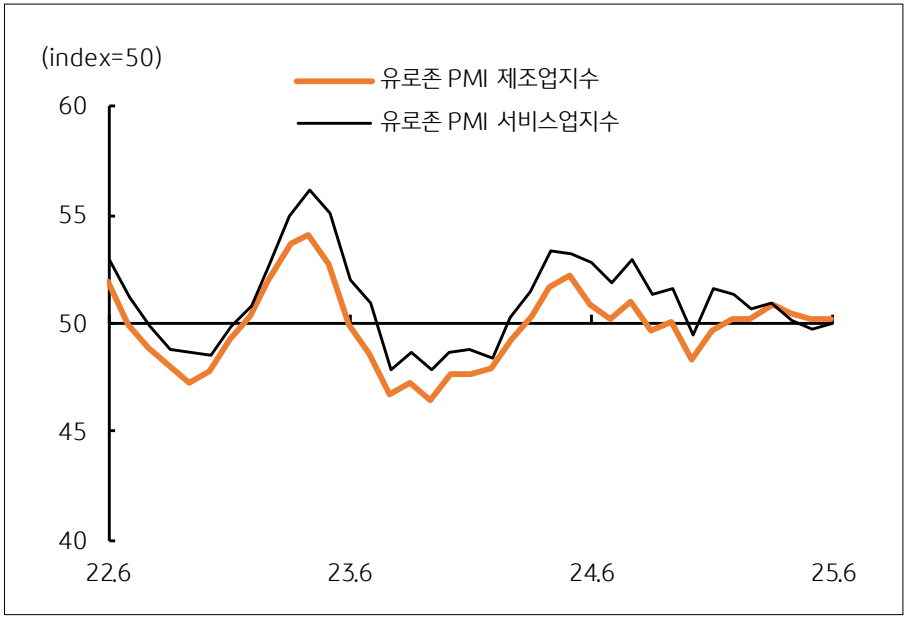
- 유로지역 PMI 지수는 기준치 50pt에 수렴, 제조업 업황은 다소 개선되었으나 서비스업 업황이 둔화

  * 1분기 GDP는 전기비 0.6% 증가 (예상 0.3% 상회) – 소비와 투자 등 내수보다 수출 증가와 수입 감소 (원유 및 원자재) 영향

- 하반기에는 1) 원유 및 원자재 가격 안정, 2) 물가 안정 등에도 3) 미국과 관세 협상 등 부정적 요인도 상존

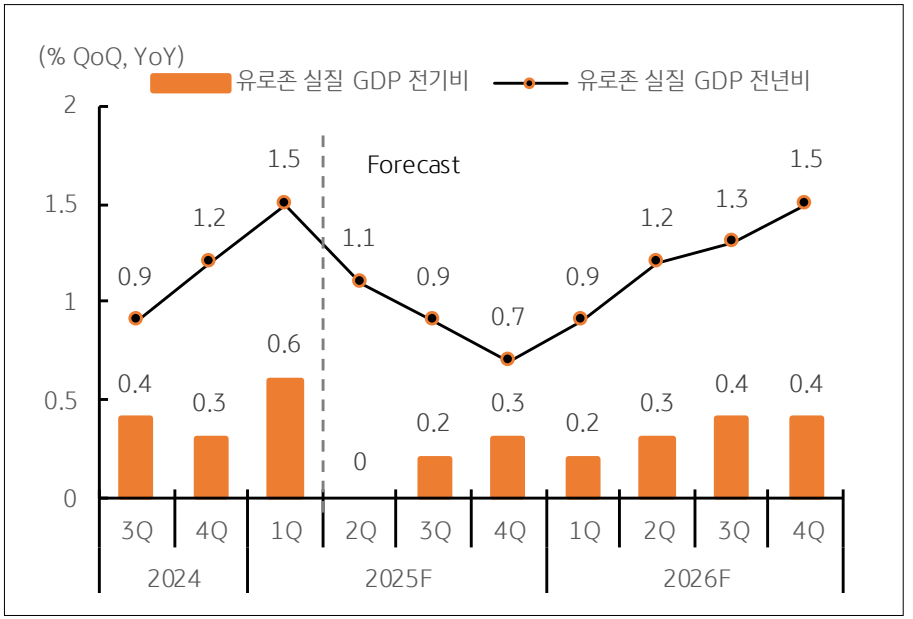
  * 2분기는 기저효과로 전기대비 제로 성장 수준, 하반기에도 0.2~0.3% 분기 성장 전망 (ECB 연간 0.9% 성장, 컨센서스는 1.0% 성장)

유로존 PMI 지수, 50pt에 수렴



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

유로지역 경제는 매우 완만한 성장 경로 예상



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

일본 경제, 하반기 실물 경제 회복, BOJ 0.25%p 금리인상 전망

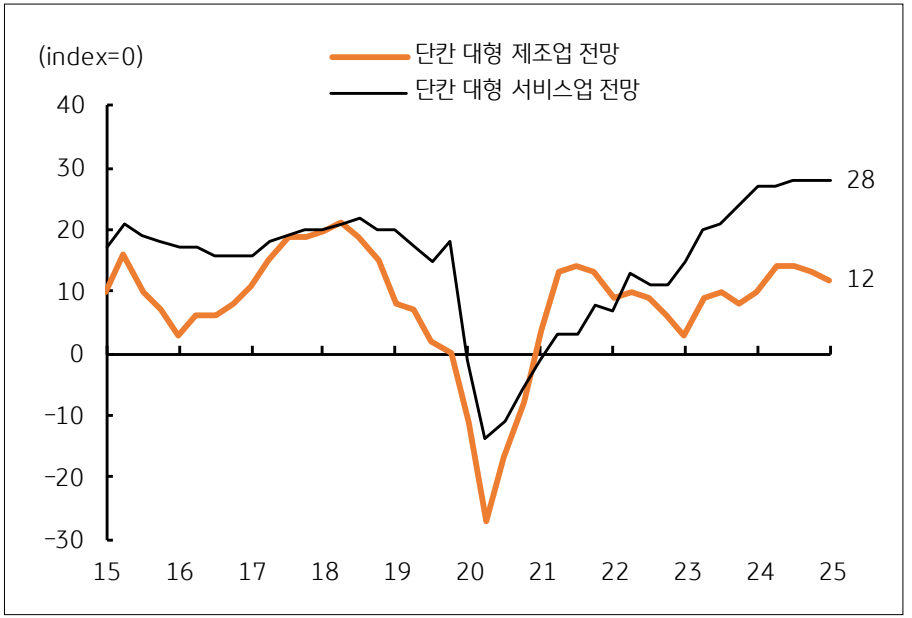
- 일본 1분기 GDP는 수입 증가로 전기비 연율 -0.2% (전기비 0.0%) 성장, 2분기부터 기저효과로 성장률 개선

  * 단칸 대형 제조업 지수와 전망은 전분기 소폭 둔화, 하지만 대형 서비스업 지수와 전망은 상당히 양호 (성장률 추정 시 1.0% 수준)

- 물가상승률 (신선식품 제외) 및 임금 상승률은 여전히 견고, BOJ의 추가 금리인상을 지지

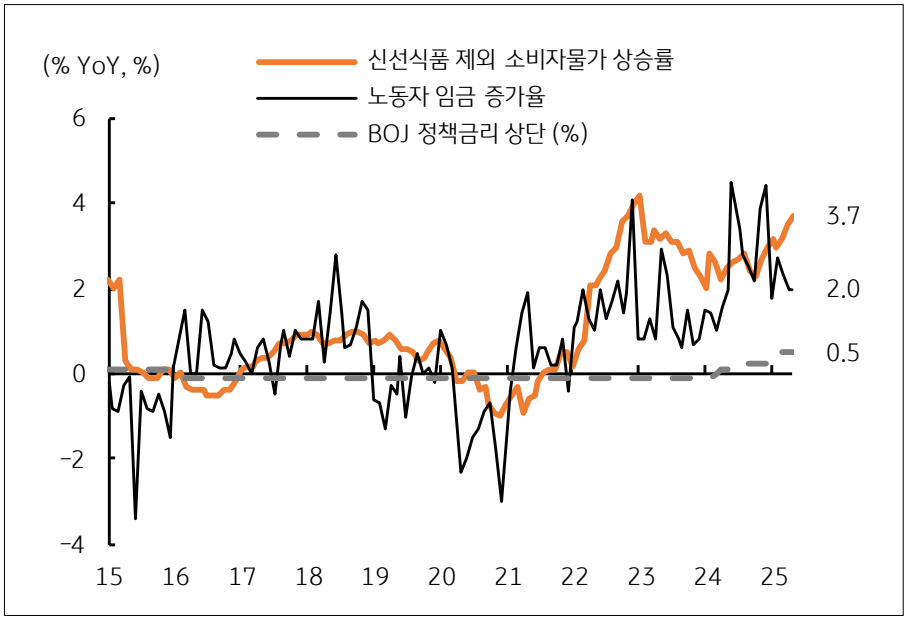
  * 소비자물가 상승률은 전년비 3% 상회, 임금 상승률도 2% 상회, BOJ의 금리인상 압력 지속 - 25년 3분기 0.25%p 금리인상 전망

일본 대표 경제지표인 단칸 대형 제조업 및 서비스업 전망



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

일본 물가상승률과 임금상승률에 비해 여전히 크게 낮은 BOJ 금리



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

중국 경제, 정부의 경기부양에도 미국 등 대외 갈등에 성장 둔화

- 중국 정부는 3월 전인대 회의 등에서 내수 부양을 확대 발표 – 재정적자 확대 및 소비진작, 금융시장 안정 등

  * 3조 위안 규모의 특별국채 발행, 국유은행의 자금 투입, 지방정부의 차입한도 증액 등 포괄적 조치 시행 (성장률 목표는 5% 수준 유지)

- 생산 및 소비, 고정투자 등의 내수 지표는 양호, 하지만 수출입 등 대외 지표는 부진 – 4월 미국의 관세율 인상 여파

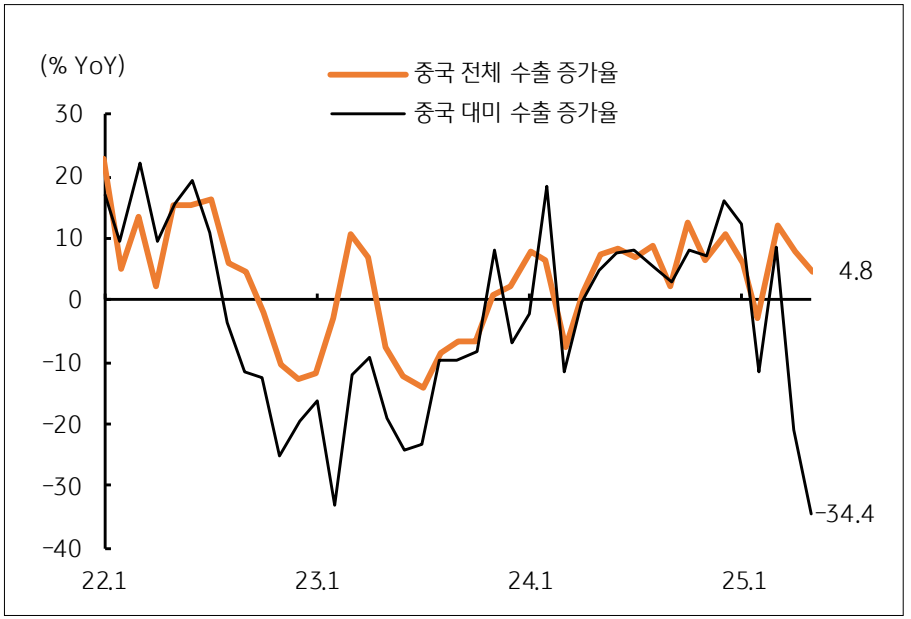
  * 트럼프 1기에 비해 이번 2기는 미국과 중국의 빠른 논의와 합의, 내수 부진으로 중국 정부는 미국과 협상에 적극적일 것으로 예상

중국 정부의 주요 경기부양 조치

재정적자 확대	▷ GDP 대비 재정적자 비율 4% (2023년 3%, 1.3조 위안)
특별국채 발행	▷ 3조 위안으로 최대 규모, ▷ 소비 보조금, 기업설비 현대화, 인프라 투자 확대
소비진작 정책	▷ 노후 가전 및 차량 교체 시 보조금 지급 (이구환신 정책) ▷ 디지털 기기 구매 지원 등 내수 소비 자극
지방차입한도 증액	▷ 지방정부 개발 프로젝트 추진을 위해 13% 인상
국유 은행 자금 투입	▷ 약 80조원 규모의 자금을 기업 지원 및 가계 대출 지원
금리 인하	▷ 기준금리 (LPR), 지급준비율 (RRR) 인하, 이자 비용 경감
출산장려, 주거개선	▷ 육아 보조금, 출산 장려금 지원, 농촌 주택 리모델링 지원

자료: 언론기사 참조, KB국민은행 자본시장사업그룹 정리

4월 미국의 고율 관세 부과로 중국의 대미 수출 급감



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

한국 경제, 새 정부의 정책 효과는 긍정적이나 미국과 관세 협상이 관건

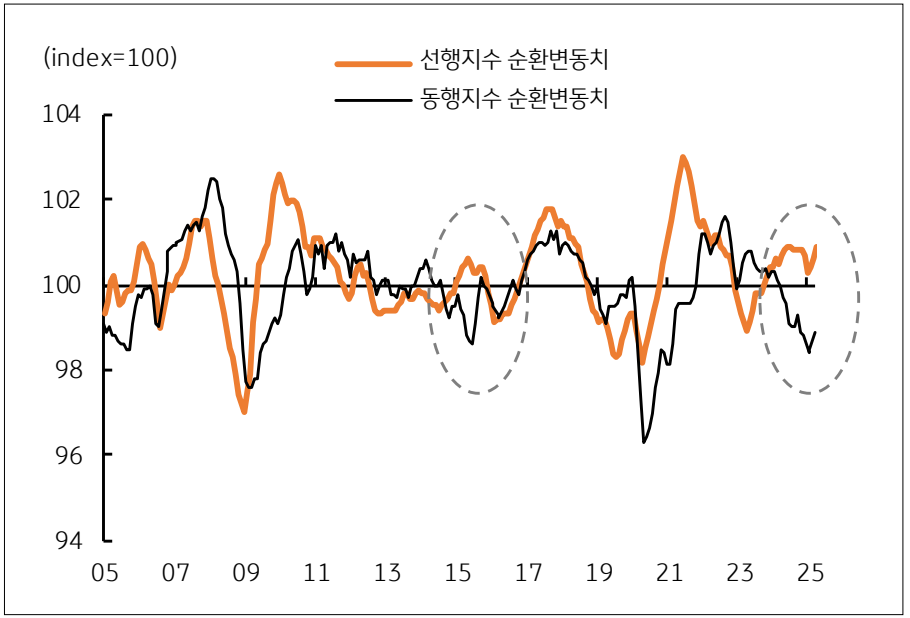
- 1분기 경제성장률은 전기대비 0.2% 감소 – 민간소비 감소, 건설 및 설비투자 모두 부진, 순수출도 역전

  * 1~4월까지 월간 생산, 투자 및 소비 등의 지표도 둔화, 그럼에도 4월 경기 사이클은 전월보다 소폭 개선

- 2분기 성장률은 전기대비 0.4%, 하반기에는 전기비 1.0% 내외 성장 전망 – 새 정부 출범과 소비진작, 추경 집행에 따른 효과

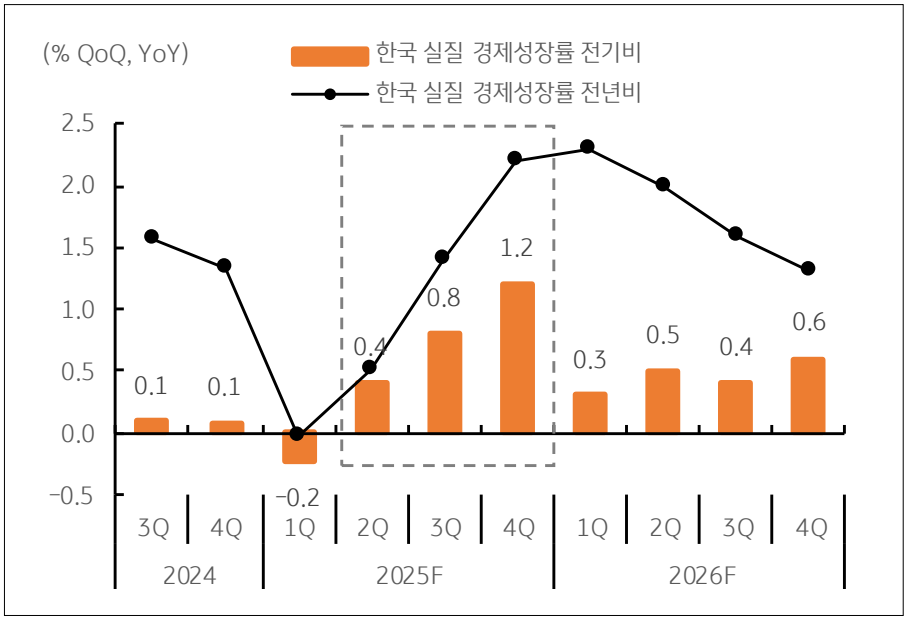
  * 하반기 주요 변수는 국내보다 대외 요인, 특히 미국과의 관세 협상 추진, 미중 갈등 고조 및 장기화 시 국내 수출, 생산에 모두 부정적

한국 경기 사이클, 동행경기와 선행경기 모두 소폭 반등



자료: 통계청, KB국민은행 자본시장사업그룹

2분기는 기저효과로 반등, 하반기는 추경 등으로 성장률 개선



자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

경제 전망 Table

국가/지역	지표	단위	2025F				2026F		2024A	2025F	2026F	2027F
			1QA	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q				
미국	GDP	% QoQ 연율	-0.5	1.8	1.1	1.6	1.3	2.6				
		% YoY	2.0	1.7	1.2	1.0	1.0	1.4	2.8	1.5	1.7	1.9
	PCE	% YoY	2.5	2.4	2.7	3.1	2.8	2.7	2.8	2.7	2.5	2.2
	정책금리	**기말 %**	**4.50**	**4.50**	**4.50**	**4.00**	**4.00**	**3.75**	**4.50**	**4.00**	**3.50**	**3.25**
유로존	GDP	% YoY	1.5	1.1	0.9	0.7	0.9	1.2	0.7	1.1	1.3	1.5
	CPI (HICP)	% YoY	2.3	2.0	2.2	2.4	2.0	1.9	2.3	2.2	2.0	1.9
	예치금리	**기말 %**	**2.50**	**2.25**	**2.00**	**2.00**	**2.00**	**1.75**	**3.00**	**2.00**	**1.75**	**1.75**
일본	GDP	% YoY	1.7	0.9	0.6	0.3	0.2	0.5	0.2	0.9	0.8	0.8
	Core CPI	% YoY	3.2	3.1	2.6	2.3	2.0	1.8	2.5	2.8	1.9	1.8
	정책금리	**기말 %**	**0.50**	**0.50**	**0.75**	**0.75**	**1.00**	**1.00**	**0.25**	**0.75**	**1.00**	**1.00**
한국	GDP	% QoQ	-0.2	0.4	0.8	1.2	0.3	0.5				
		% YoY	0.0	0.5	1.4	2.2	2.3	2.0	2.2	1.0	1.8	1.9
	CPI	% YoY	2.1	2.0	2.1	2.5	2.3	2.1	2.3	2.2	2.0	1.9
	기준금리	**기말 %**	**2.75**	**2.50**	**2.50**	**2.25**	**2.25**	**2.00**	**3.00**	**2.25**	**2.00**	**2.00**
중국	GDP	% YoY	5.4	4.9	4.3	4.0	4.1	4.2	4.8	4.7	4.3	4.2
	CPI	% YoY	-0.1	0.1	0.3	0.6	0.9	0.8	0.2	0.2	1.0	1.4
WTI	**달러/배럴**	**평균**	**71.5**	**64.0**	**65.0**	**67.0**	**68.0**	**66.0**	**75.8**	**67.0**	**66.0**	**65.0**

출처 : Bloomberg (2025.6.27), KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

II. 금리, 금리인하 사이클의 후반부 진입

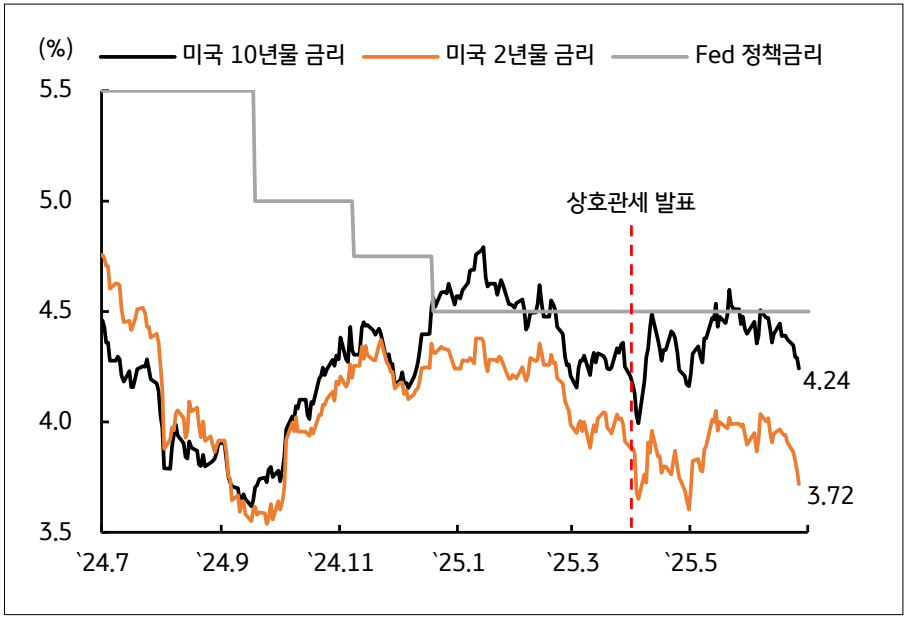
[미국] 상반기, 트럼프 발언에 변동성 높았던 채권시장

- 상반기 금리 동향, 트럼프 행정부의 상호관세 부과 및 공화당의 감세안 (One, Big Beautiful Bill) 하원 통과에 변동성 확대

  * 무디스 (Moody`s), 연방정부 재정건전성에 대한 신뢰도 문제를 이유로 미국의 신용등급을 'Aaa'에서 'Aa1'으로 하향

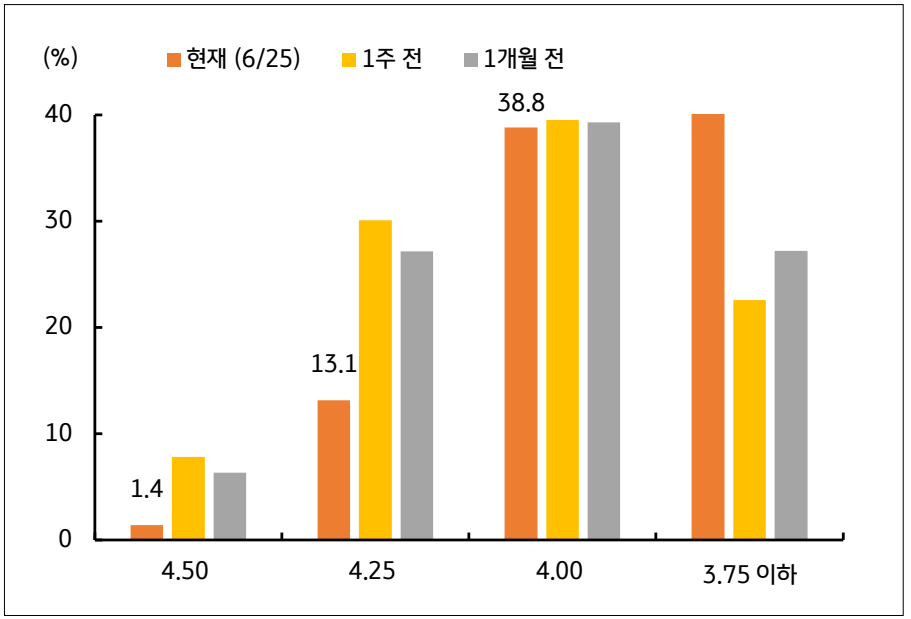
- 연준, 관세 관련 불확실성과 경기지표 호조를 감안해 '신중한 접근' 유지 – 트럼프가 원하는 선제적 금리인하 가능성 제한적
- 시장은 물가상승 우려에도 불구하고 하반기 경기둔화 가능성을 반영해 연준의 금리인하 횟수를 2회 내외로 예상 중

상반기 금리 동향, 트럼프의 상호관세 발표 이후 변동성 확대



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

시장은 연준이 올해 2~3회 정도 인하할 것으로 예상



자료: CME Fed Watch, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 상호관세 이슈, 하반기에도 시장 변동성 확대 요인으로 작용

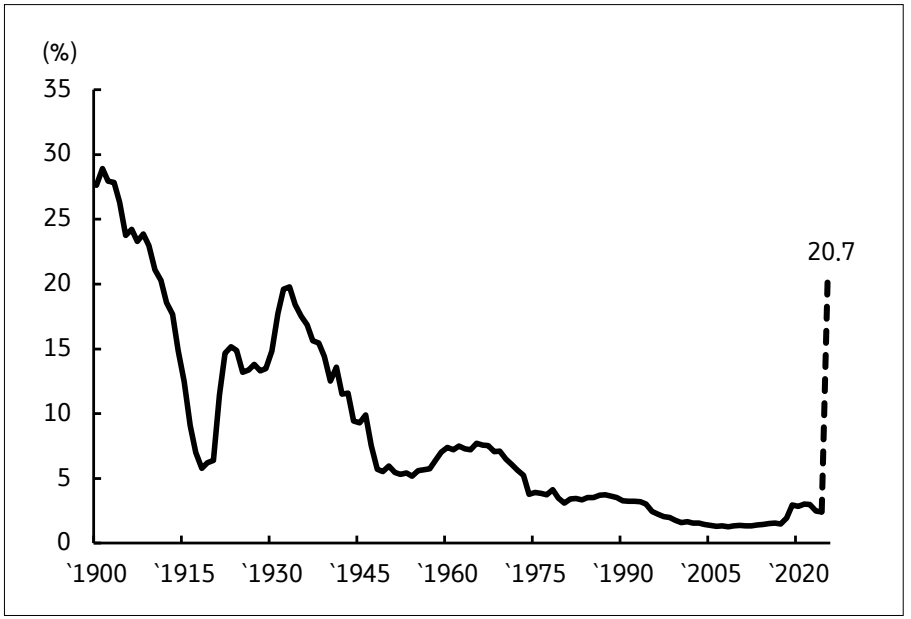
- 7/8일, 개별 국가를 대상으로 한 상호관세 부과 유예 만료 – 무역협상 타결이 완료된 국가는 영국 뿐
- 미국, 상호관세 부과시점 만료기간 연장을 통해 국가별 협상을 계속 진행할 것으로 예상 – 하반기 시장 변동성 확대 요인
- 무역협상이 타결 되더라도 최저한도는 보편관세율 10%, 실효관세율은 과거 대비 10%p 이상 상승
- 상호관세는 하반기부터 물가에 상방 압력으로 작용할 것으로 전망 – 물가 상승 폭 확대 시 금리인하 시점 지연 소지

상호관세 발표 이후 관세 관련 주요 이슈

일자	내용
4/3 (목)	트럼프 대통령, 국가별 상호관세 발표
4/10 (목)	상호관세 유예, 대중 관세 145%로 인상
5/9 (목)	미국, 영국과 첫 무역협상 타결
5/12 (일)	미중 무역협상, 상호관세 부과 90일 유예
6/4 (수)	철강제품 대상 관세율 25→50%로 인상
6/11 (수)	미중 2차 무역협상 완료
7/8 (화)	국가별 상호관세 부과 유예 만료

자료: 언론기사 취합, KB국민은행 자본시장사업그룹

상호관세 부과 이후 실효관세율 급등

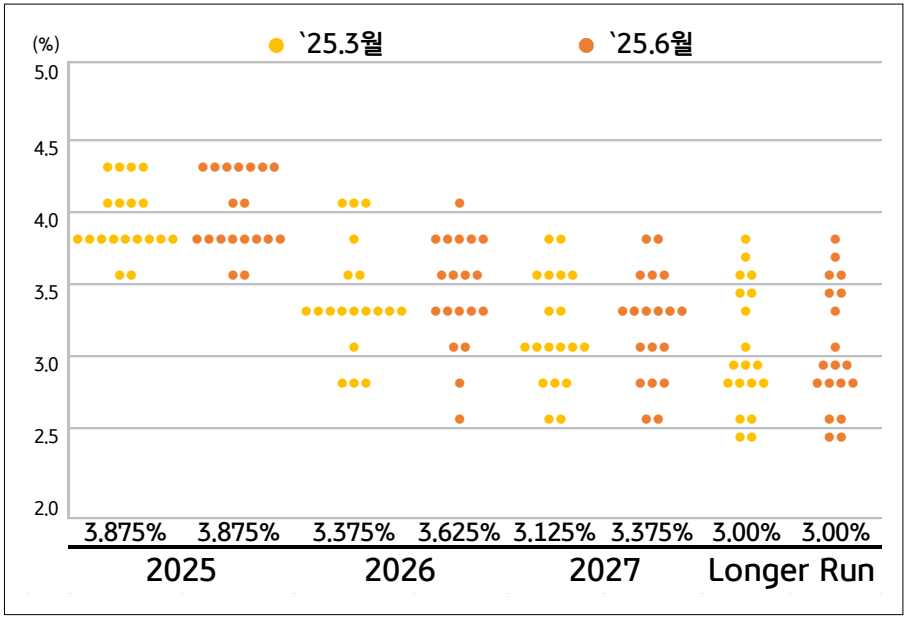


자료: The Yale Budget Lab, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 연준의 금리인하 재개 시기는 4분기, 물가 상승이 제한된다면 당겨질 전망

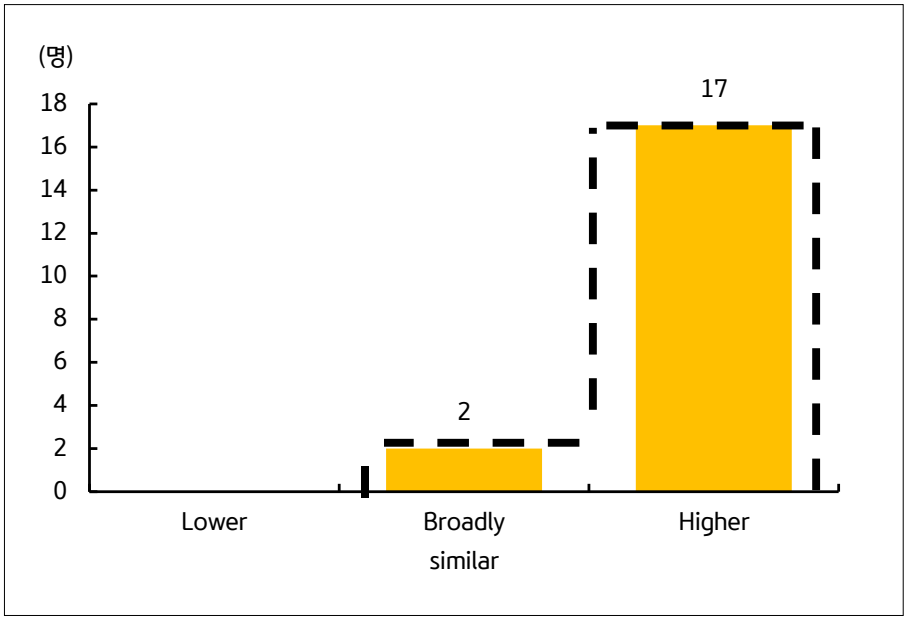
- 연준, 데이터 의존적인 통화정책 기조를 감안할 시 고용 위축을 확인하기 전 까지 선제적인 금리인하를 단행할 가능성은 제한적
- 6월 FOMC, 관세로 인한 물가상승이 아직 확인되지 않은 만큼 올해 금리인하 폭 2회로 제시
- 중동지역 불확실성과 관세 불확실성으로 물가 상승 가능성이 남아있는 한 연준 위원들의 '신중한 접근' 기조 여전히 우위
- 일부 위원은 관세로 인한 물가상승 폭이 크지 않다는 점을 이유로 7월 금리인하 필요성 주장 – 연준 내에서도 분열된 의견 확인

6월 FOMC, 연말 정책금리 인하 폭 2회로 유지



자료: Fed, KB국민은행 자본시장사업그룹

연준 위원들 대다수, 여전히 물가 상승 가능성을 우려 중

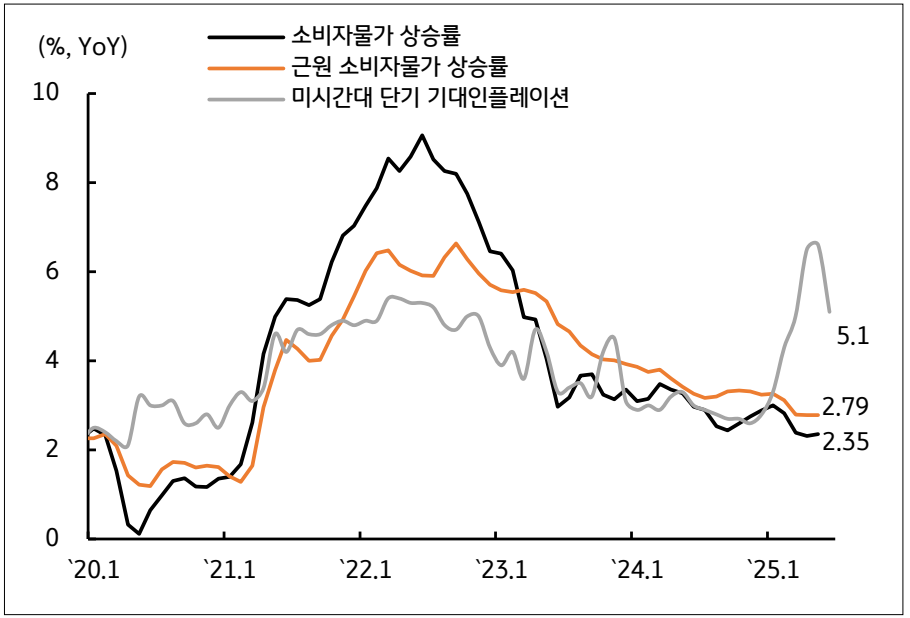


자료: Fed, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 상호관세 부과 이후 실제 물가와 기대 물가간 괴리 확대

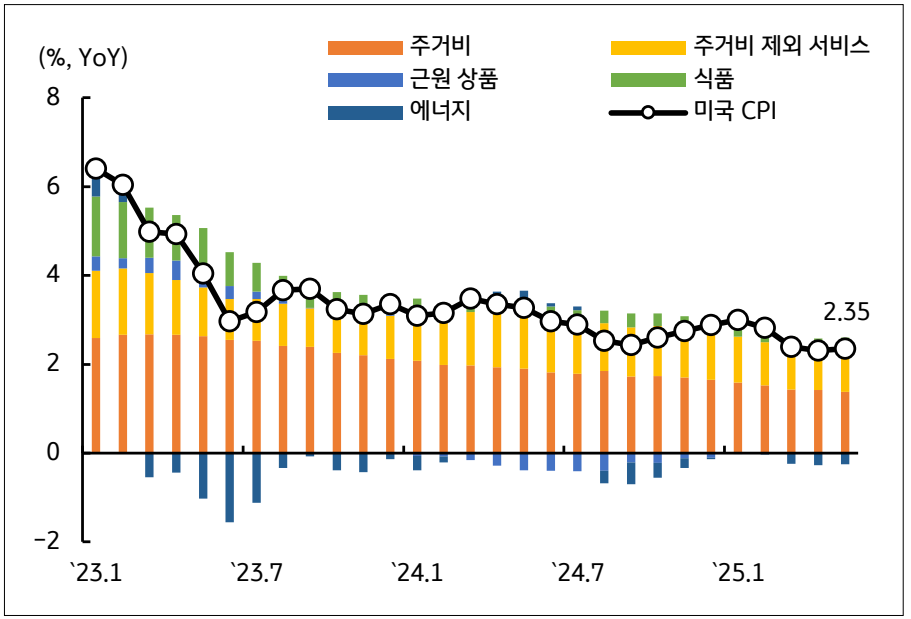
- 상호관세 부과는 유예되었으나, 보편관세 10%는 현재 진행형 – 기업들의 수입물가 상승 압력은 여전히 유효
- 주거비를 비롯한 서비스 가격 상승 폭 둔화가 물가 하락을 주도하면서 관세로 인한 상품가격 상승을 일부 상쇄
- 수요 위축을 우려한 기업들이 물가 상승분을 제품가격에 반영하는 것을 주저 – CPI와 기대인플레이션간 괴리가 지속되는 이유
- 기업들의 제품가격 전가 본격화 및 기저효과를 반영하면 하반기 물가 반등 가능성 높음

실제 물가상승률과 기대인플레이션 간 괴리 지속



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

미국 소비자물가 상승률의 품목별 기여도 추이

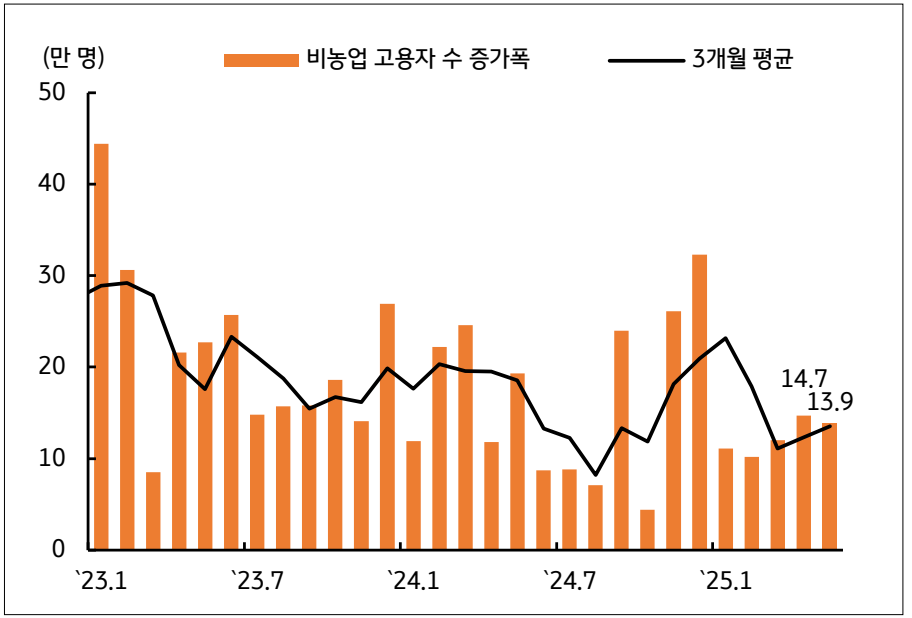


자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 완만하게 둔화 중인 미국 고용지표, 하반기 금리인하 기대감

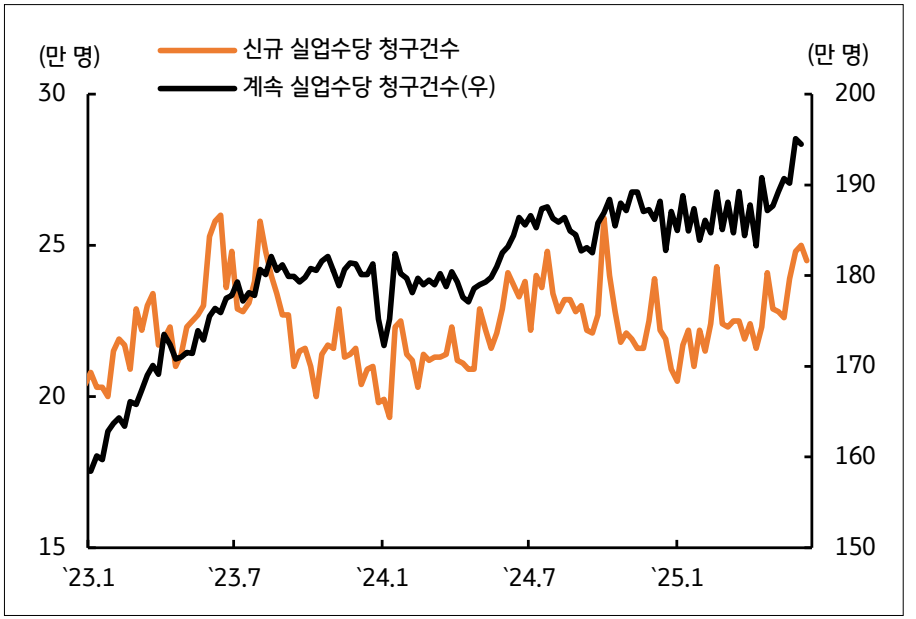
- 연준의 후행적 태도를 감안할 때, 금리 인하가 재개될 수 있는 조건은 고용지표의 추세적 둔화
- 5월 비농업 고용자 증가 폭이 예상을 상회했으나, 과거 지표가 하향 조정되고 실업률이 오르고 있음 – 고용지표 둔화 시사
- 고빈도 지표인 실업수당 청구건수가 증가하고 있다는 점도 고용 둔화 조짐이 보이고 있다는 점을 지적
- 9월 정책금리가 인하되기 위해서는 비농업 고용자 수 증가 폭이 2개월 연속 10만 명을 하회할 필요

비농업 고용자 수, 10만 명 초반 유지되나 과거 지표 하향 조정 중



자료: CEIC, KB국민은행 자본시장사업그룹

실업수당 청구건수 상승세, 향후 고용지표 둔화 가능성 시사



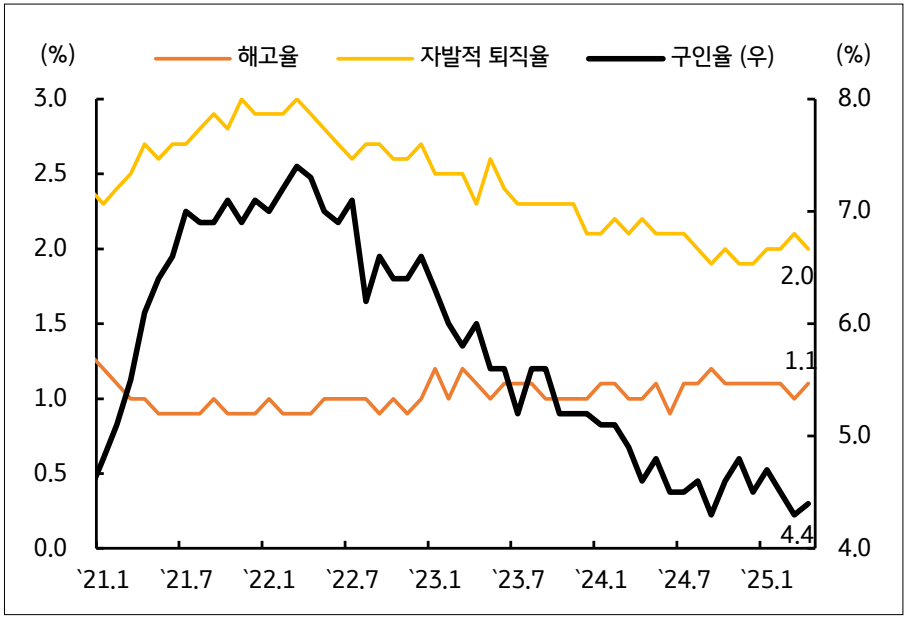
자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 관세 불확실성에 고용도, 해고도 소극적인 기업들

- 현지 기업, 관세로 생산비용이 오르고 있으나 수요 위축을 우려해 가격 전가를 주저 – 영업이익 하락으로 실적 부진 불가피
- 해고로 인건비를 줄여야 하나 2020년 팬데믹 사례를 계기로 고용을 유지 – 구인도, 해고도 하지 않는 양상 지속
- 베버리지 곡선으로 볼 때 구인율이 추가적으로 하락할 시 실업률 상승세가 본격화될 수 있음 – 장기적으로 해고가 본격화될 전망

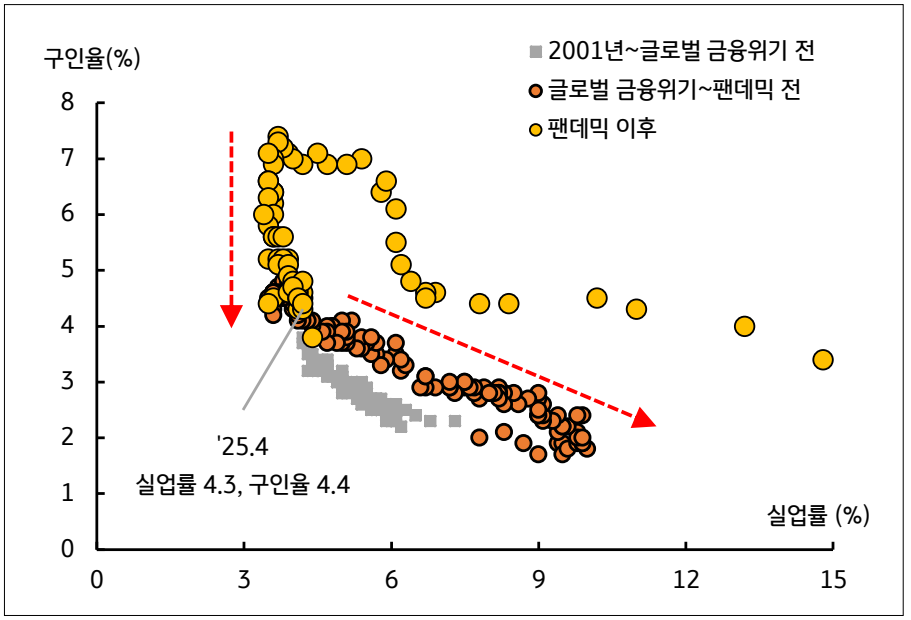
  * 크리스토퍼 월러 이사, 구인율이 4.5% 미만을 기록할 경우 향후 실업률이 빠르게 상승할 수 있다고 지적

신규 고용도, 해고도 하지 않고 있는 기업들



자료: CEIC, KB국민은행 자본시장사업그룹

베버리지 곡선 상 구인율 하락 시 실업률 본격 상승



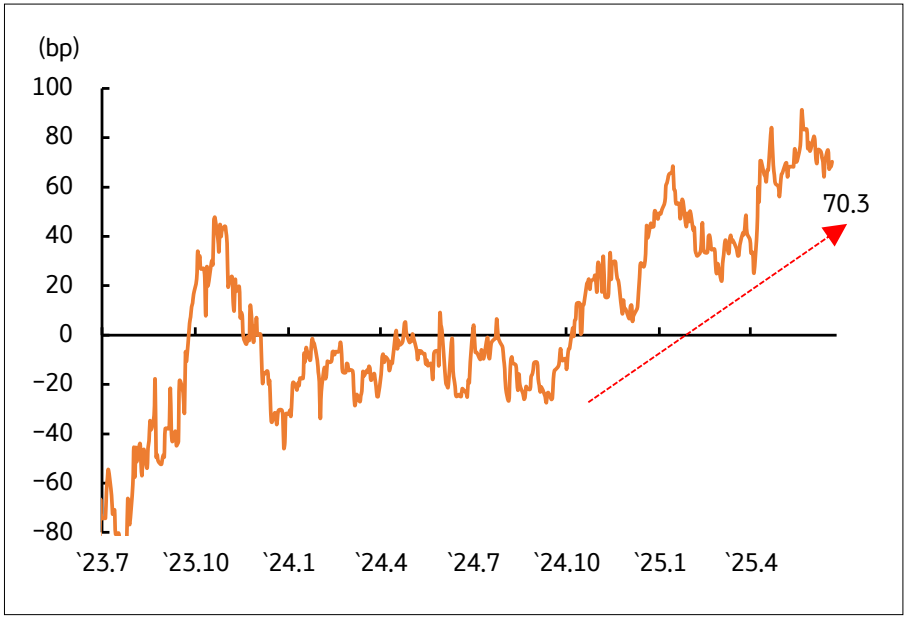
자료: CEIC, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 누증되는 미국의 정부부채, 기간 프리미엄 상승 요인

- 트럼프 대통령 취임 이후 미국 10년물 국채의 기간 프리미엄이 상승세를 지속하면서 국채금리 상승의 주 요인으로 등극
- 연방정부의 부채 규모가 빠른 속도로 증가하고 있는 가운데, 감세안이 하원을 통과하면서 재정적자 누증 우려가 커졌기 때문

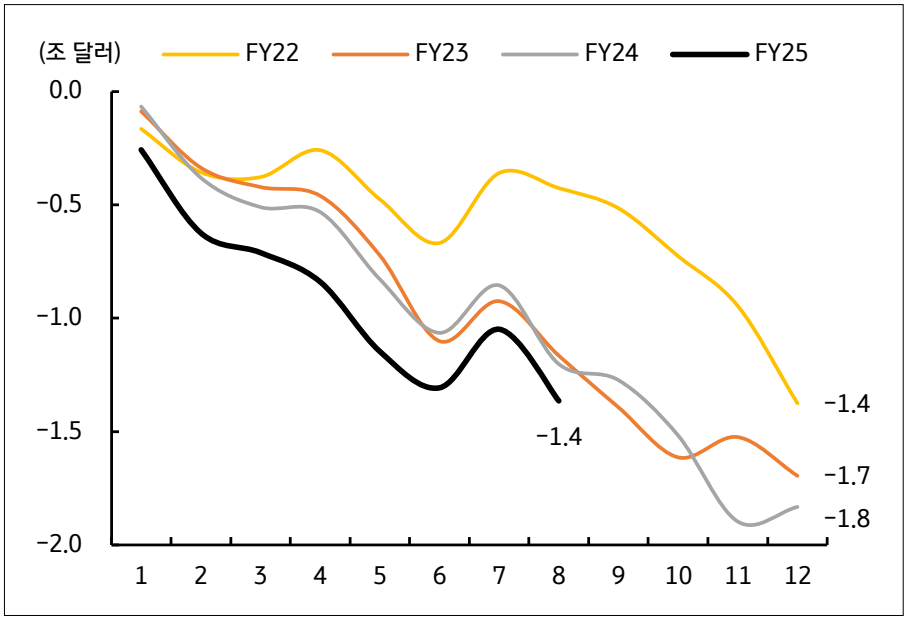
  * 트럼프 행정부가 정부효율부 (DOGE)의 비용절감 조치에도 불구하고, FY25 8개월간 연방정부의 누적 재정적자는 1.4조 달러를 기록
- 재정적자 문제로 인한 미국 자산의 신뢰도 우려 지속 – 기간 프리미엄은 하단이 제약될 것으로 판단

미국 자산의 신뢰도 하락이 부각되며 기간 프리미엄 상승세 지속



자료: Ny Fed, KB국민은행 자본시장사업그룹

빠른 속도로 증가하고 있는 미 연방정부 재정적자 규모

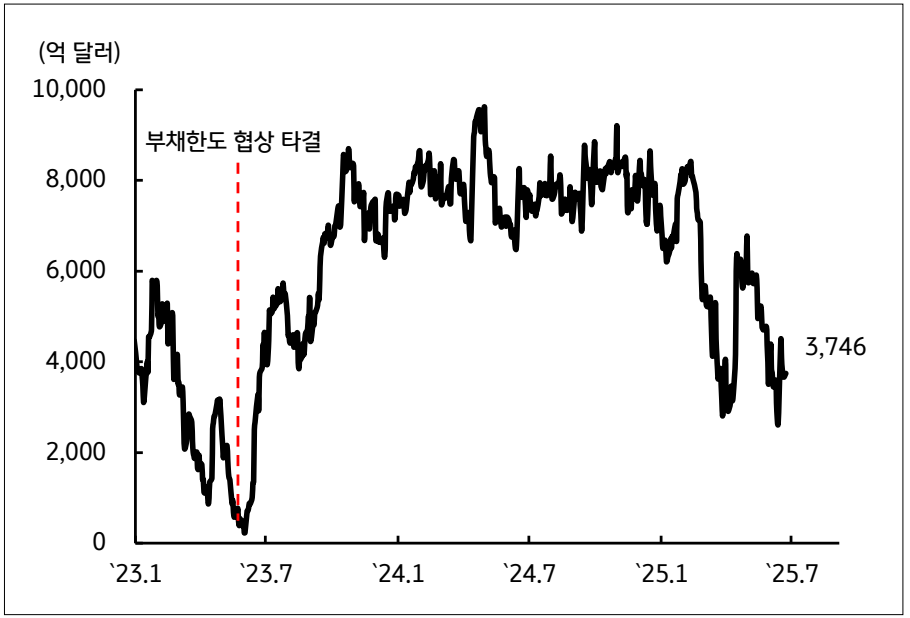


자료: US Treasury, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: FY25 기간은 2024년 10월 ~ 2025년 9월

[미국] 부채한도 협상 타결 이후 국채 수급 부담 가중에 유의

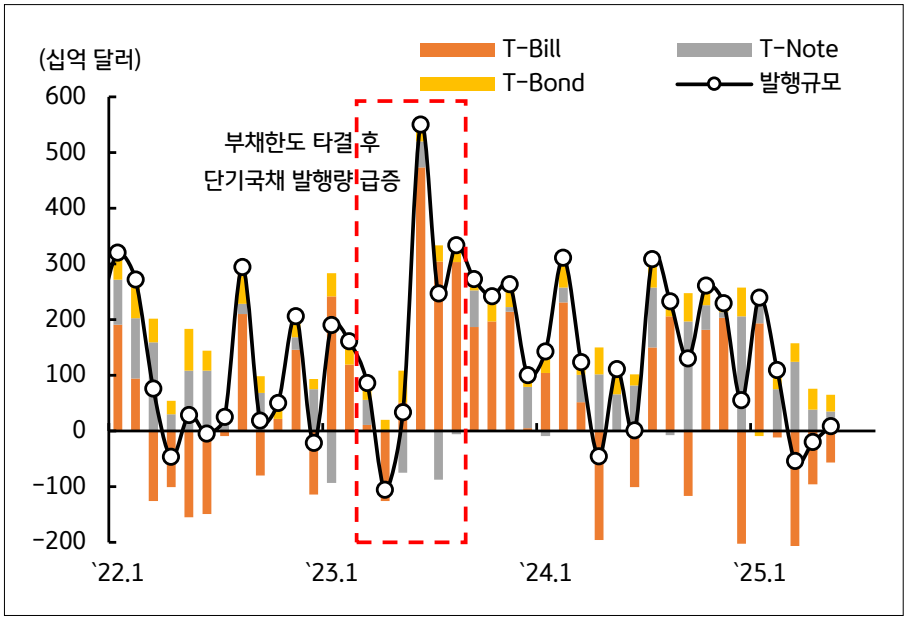
- 연방정부, 1월부터 법적 부채한도에 도달하면서 국채 순 발행이 제한되어 있는 상황 – 만기도래분만 발행 가능
- 재무부는 일반계정 (TGA)에 보관중인 자금을 활용해 긴급재정 운용 중, 보유자금 고갈 전 까지 부채한도 협상이 타결 되어야 함
- 현재 TGA 잔고는 3,740억 달러, 보유자금 고갈 시기 (X-date)는 8월 말로 예상,
- 2023년 사례를 볼 때, 부채한도 협상 타결 후 TGA 잔고를 확보하기 위해 단기국채 발행규모가 급증할 예정 – 수급 부담에 유의

미 재무부 일반계정 잔고 추이, X-date는 8월 말 예상



자료: US treasury, KB국민은행 자본시장사업그룹

과거 부채한도 협상 타결 후 미 국채 발행규모 증가



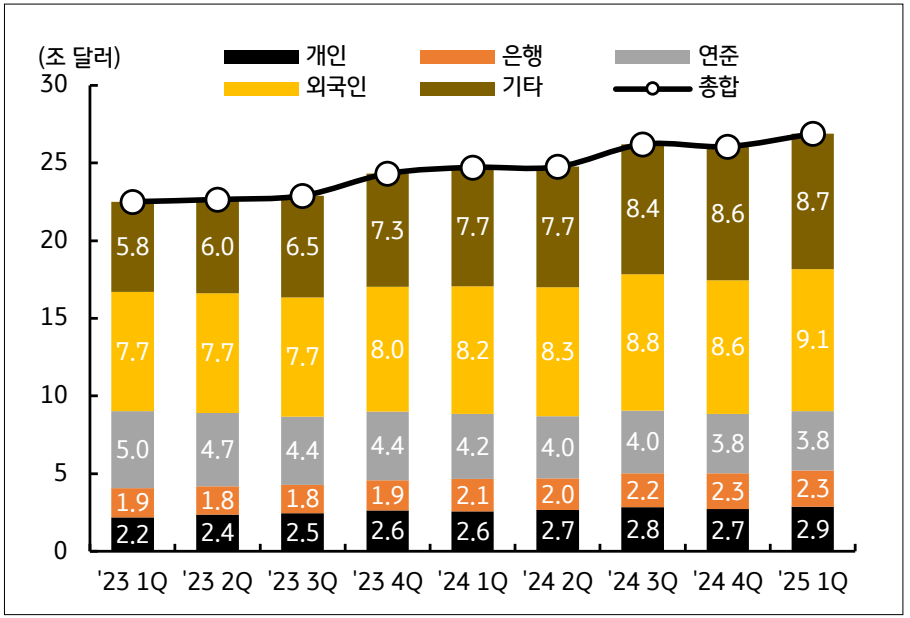
자료: SIFMA, KB국민은행 자본시장사업그룹

[미국] 보완적 레버리지 비율 (SLR) 완화는 채권시장에 우호적

- 재무부와 연준, 미 국채에 대한 금융기관들의 투자 수요를 제고시키기 위해 보완적 레버리지 비율 (SLR) 완화를 추진
- 금융기관이 보유한 미 국채규모는 2.3조 달러로 전체의 8.8%에 불과 – SLR 완화는 대형 은행들의 미 국채 매수 여력을 제공

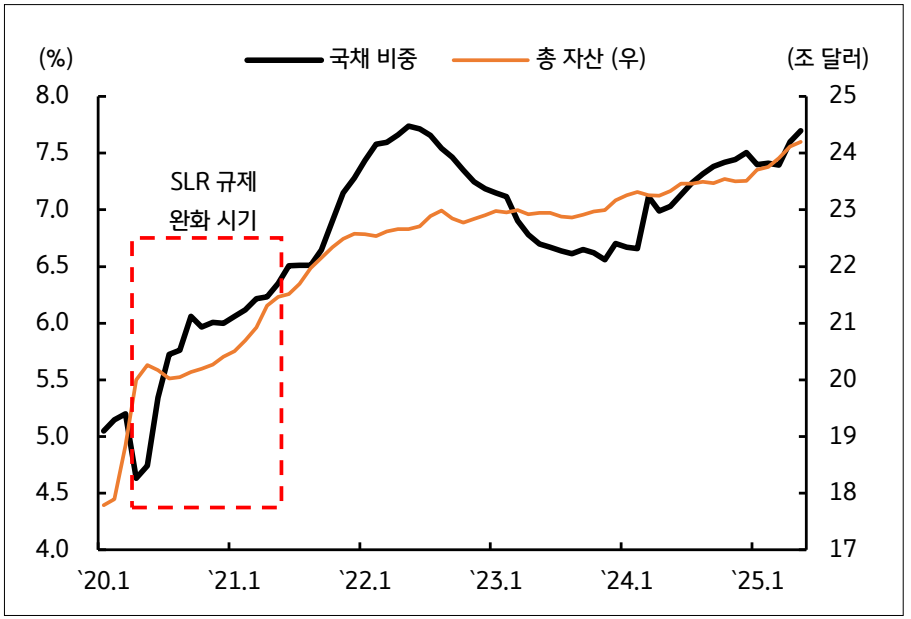
  * 과거 팬데믹 기간 동안 SLR 규제가 완화되었을 때, 은행들은 미 국채 비중을 적극적으로 확대
- 상업은행 자산 중 채권 비중은 22.8%, 국채 비중은 7.7%, 은행들이 국채 비중을 빠르게 높이지는 않더라도 심리 개선요인 제공

투자 주체별 미 국채 보유 규모



자료: SIFMA, KB국민은행 자본시장사업그룹

상업은행 총 자산 및 미 국채 보유 비중



자료: Federal Reserve, KB국민은행 자본시장사업그룹

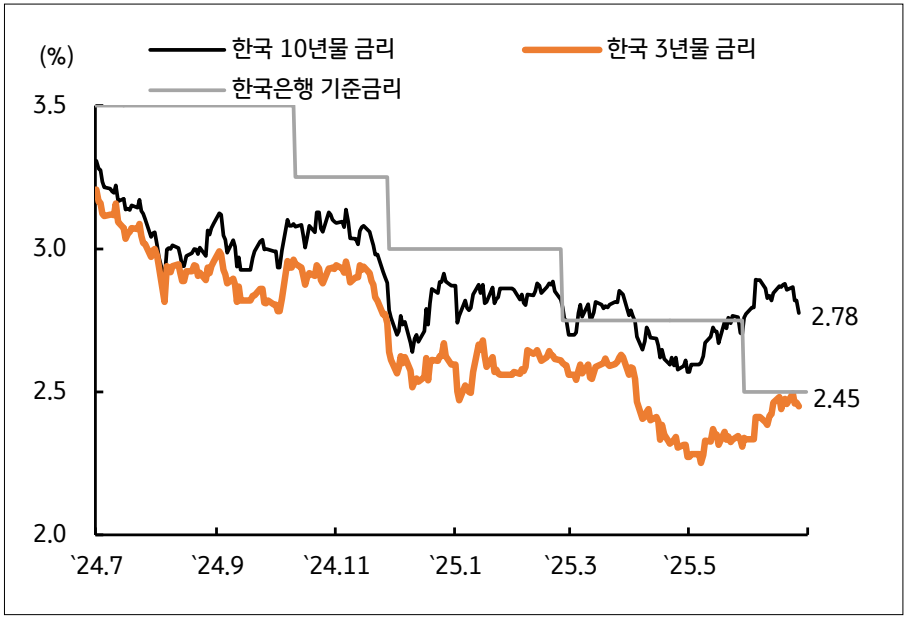
[한국] 경기침체 우려에도 추가 금리인하 여력은 제한적

- 상반기 국고채 금리 동향, 경기침체 우려로 한국은행이 기준금리를 총 50bp 인하했으나, 신 정부 출범 이후 상승

  * 신 정부가 경기부양을 위해 2차 추가경정예산 편성과 같은 확장적 재정정책을 사용하면서 성장률 개선 및 국고채 수급 우려가 부각

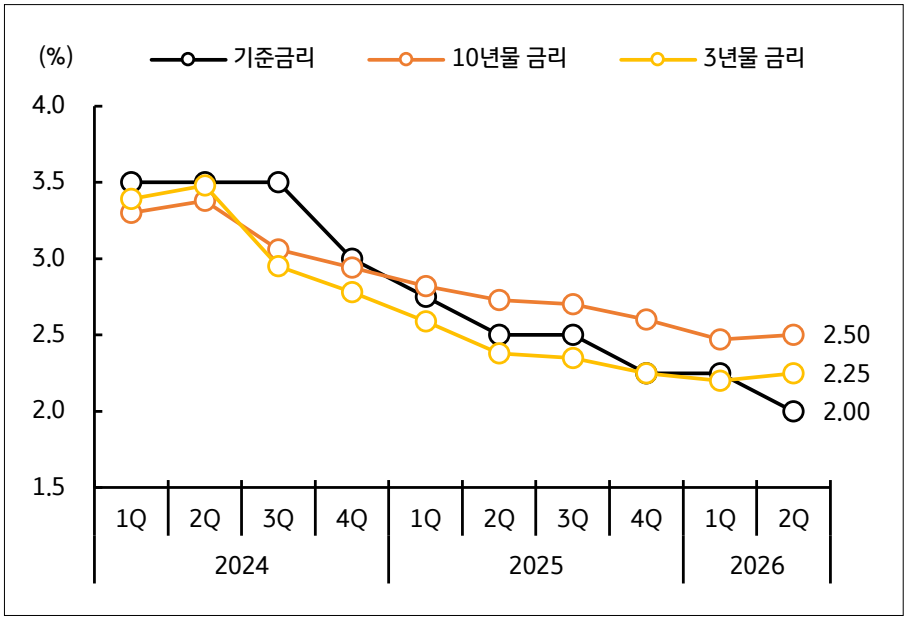
- 시장은 경기부양 차원에서 최종금리를 1.75%까지 반영했으나, 신 정부 출범 이후 최종금리 레벨을 2.0%로 상향 조정
- 차기 기준금리 인하 시점은 한국은행이 부동산 가격 상승 여파로 금융안정에 비중을 높일 것으로 판단해 10월로 제시

한국 국고채 금리, 신 정부의 추경 편성 여파에 장기물 중심 상승



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

금리전망, 연내 1회 추가인하, 최종금리는 2.0% 전망

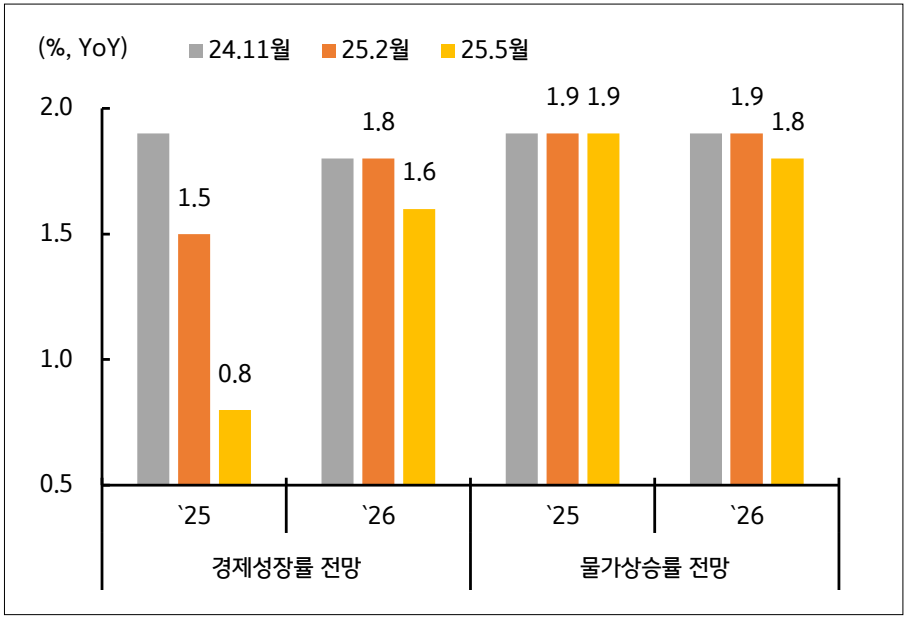


자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망

[한국] 5월 금통위, 기준금리 인하에도 총재 발언에 금리 하락 폭 제한

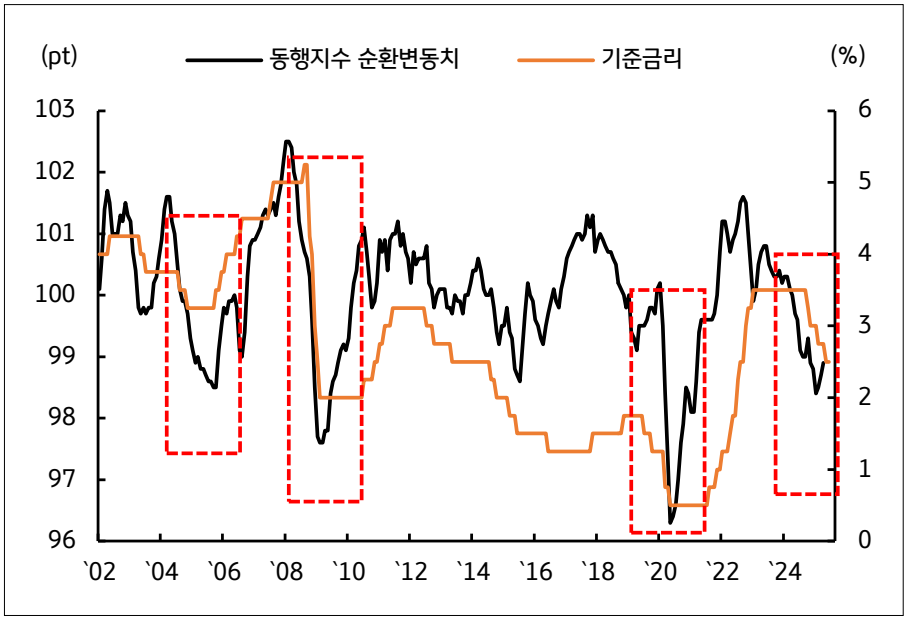
- 5월 금융통화위원회 (5/29일), 기준금리를 2.75%에서 2.50%로 25bp 인하 – 금통위원의 3개월 내 포워드 가이던스는 4인
- 한은 총재, 경기만 고려하면 추가 인하 유효하나 1%대 도달에는 시간이 소요될 것이라고 발언, 시장금리 추가 하락 폭 제한
- 경제전망, 올해 성장률 전망치 1.5%에서 0.8%로 하향 조정 – 2차 추가경정예산 편성 감안하면 8월 전망치 상향 조정 예상
- 동행지수 순환변동치 하락, 국내경기 상황 고려 시 기준금리 인하 사이클은 현재 진행형

한국은행, 수정 경제전망에서 성장률 전망치 0.8%로 제시



자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

경기 상황을 고려하면 기준금리 인하 사이클 진행 중

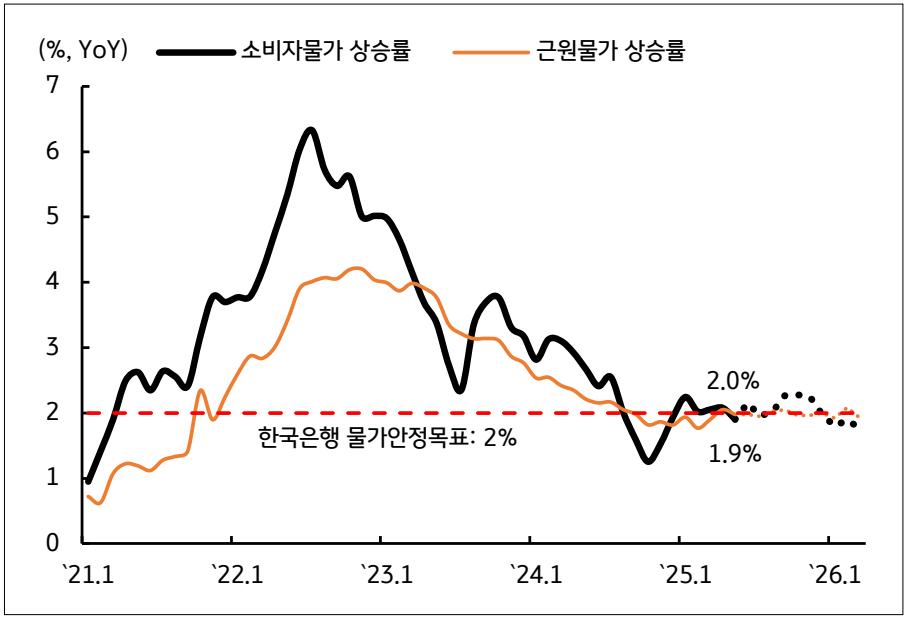


자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

[한국] 소비자물가 상승 우려 잔존하나, 금리인하를 제약할 정도는 아님

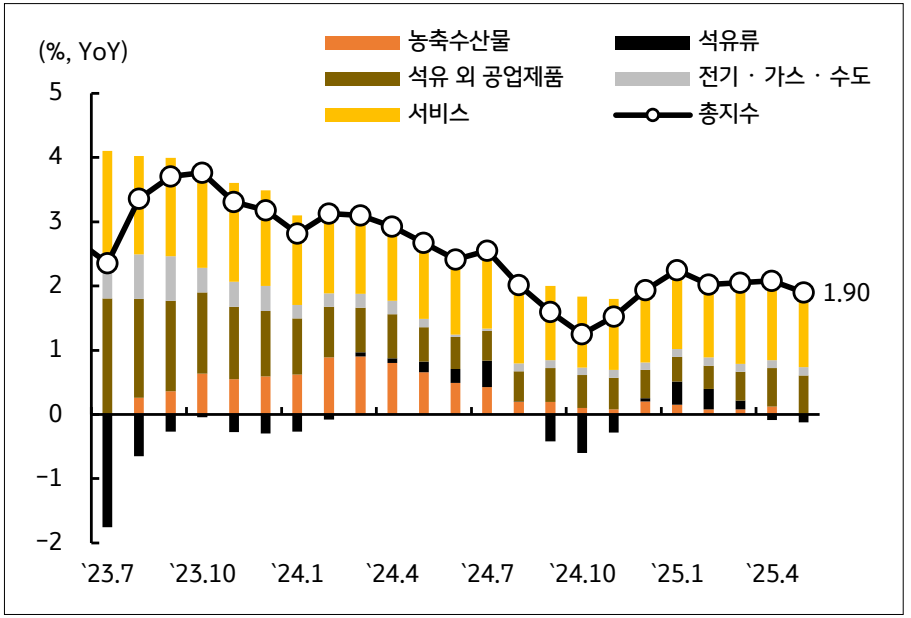
- 5월 소비자물가 상승률, YoY 1.9%, MoM 0.0%로 시장 예상 하회 – 가공식품 가격 상승에도 유가 하락이 물가 안정에 기여
- 중동지역 지정학적 리스크로 국제유가가 상승했으나, 달러/원 환율이 1,360원 대로 안정된 점은 수입물가 상승을 제약
- 하반기 물가상승률, 기저효과에도 2% 내외 안정적 수준 유지 – 기준금리 인하를 제약할 수준까지 상승할 가능성 낮음
- 소비심리 회복과 공공요금 인상 등이 물가 상방압력을 자극할 수 있음에 유의

국내 소비자물가 상승률 추이



자료: 통계청, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정
주: 점선은 과거 10년의 물가지표로 추정한 물가상승률

헤드라인 소비자물가 상승률 구성요소

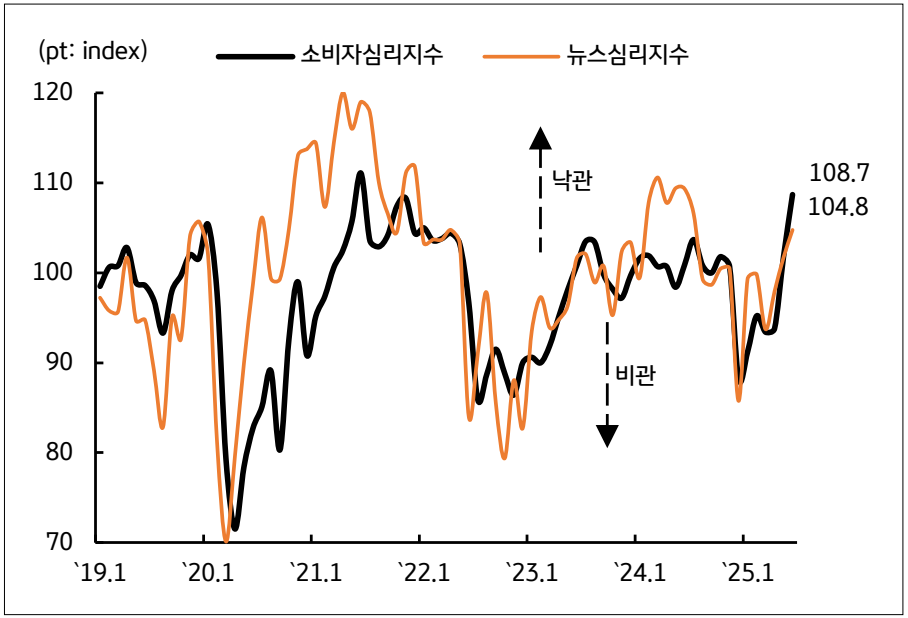


자료: 통계청, KB국민은행 자본시장사업그룹

[한국] 신 정부 출범 기대감에 소비심리 회복, 상호관세로 수출 둔화는 불가피

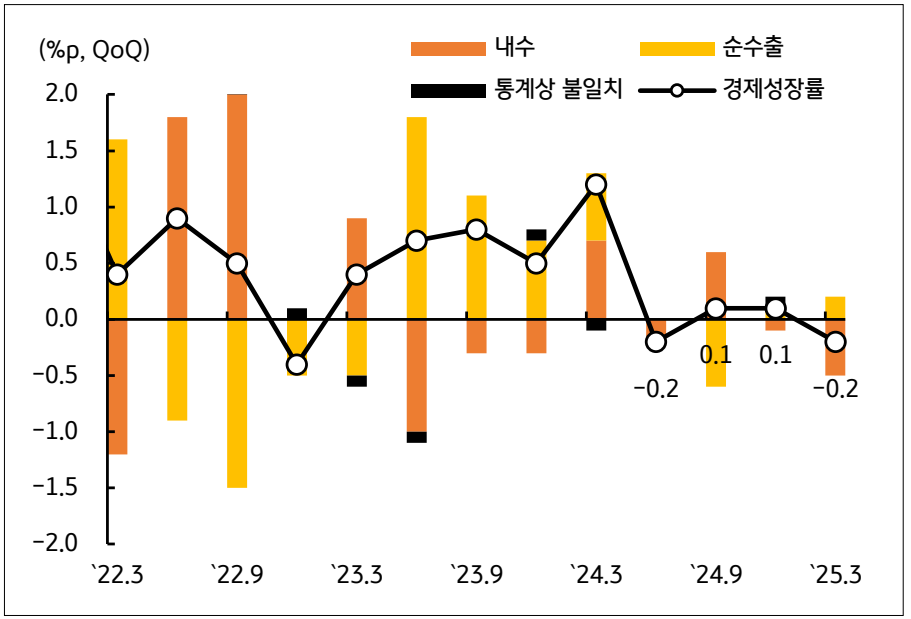
- 계엄사태 이후 위축된 소비자 심리지수는 신 정부 출범에 대한 기대감을 반영하여 108pt까지 상승
- 경기부양을 위한 정부의 확장적 재정정책은 민간소비 회복을 통해 내수 성장기여도를 높일 것으로 전망
- 트럼프 행정부의 상호관세 부과 – 한미 무역협상이 타결되더라도 보편관세가 최소 한도. 수출의 성장 기여도 개선 제한적
- 미국과 무역협상 타결이 성공적으로 진행될 경우 대미 수출이 개선될 수 있다는 점은 성장 하방리스크를 완화시켜 줄 것

소비자심리지수, 신 정부 기대감에 108pt까지 상승



자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

작년 성장을 주도했던 수출, 올해는 무역 분쟁 여파에 영향력 감소



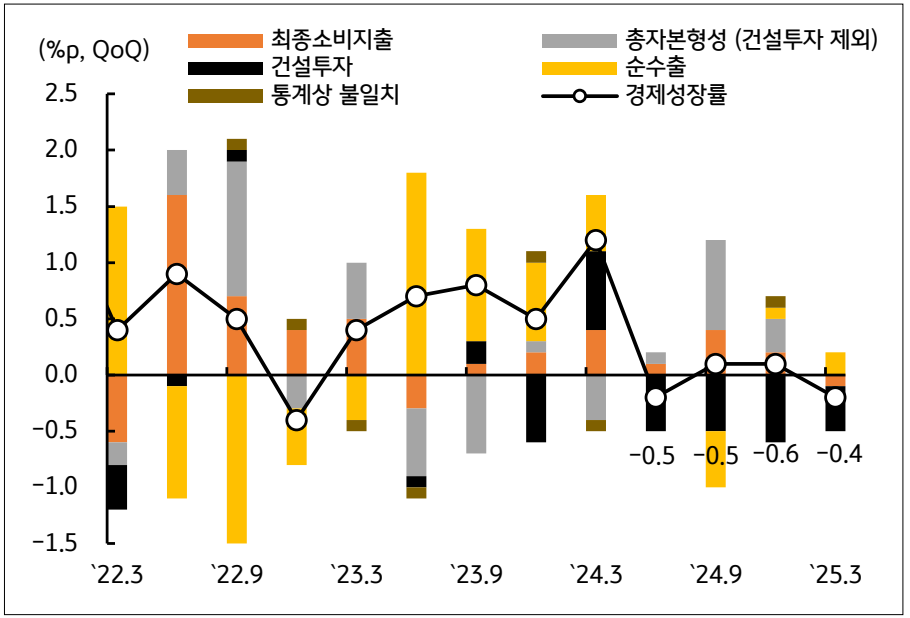
자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

[한국] 건설경기 부진은 성장률 회복 속도 지연 요인

- 건설투자, 지난 1년간 심각한 침체를 겪으면서 매 분기마다 -0.6~0.4%p의 성장률을 낮추는 효과 발생
- 선행지표인 건설수주 추이를 고려했을 때, 빠르면 4분기부터 건설투자 회복세가 시작될 것으로 전망
- 다만 정부 차원에서 건설주도 성장에 부정적인 입장, 건설경기 회복 속도가 빠르지 않을 수 있음 – 성장률 회복 속도 지연 요인

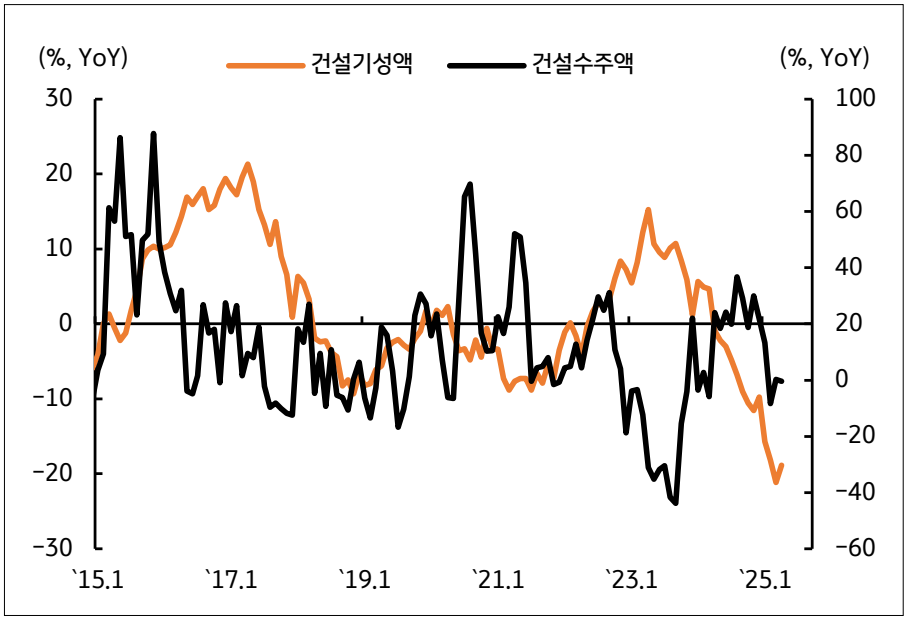
* 2차 추가경정예산에서 건설경기 활성화에 2.7조 원이 배정 되었으나, 건설투자 회복을 기대하기 어려운 규모

건설투자, 지난 4분기 동안 성장률 둔화의 주 요인



자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

건설 기성액, 건설수주와 시차를 고려하면 4분기 반등 가능성

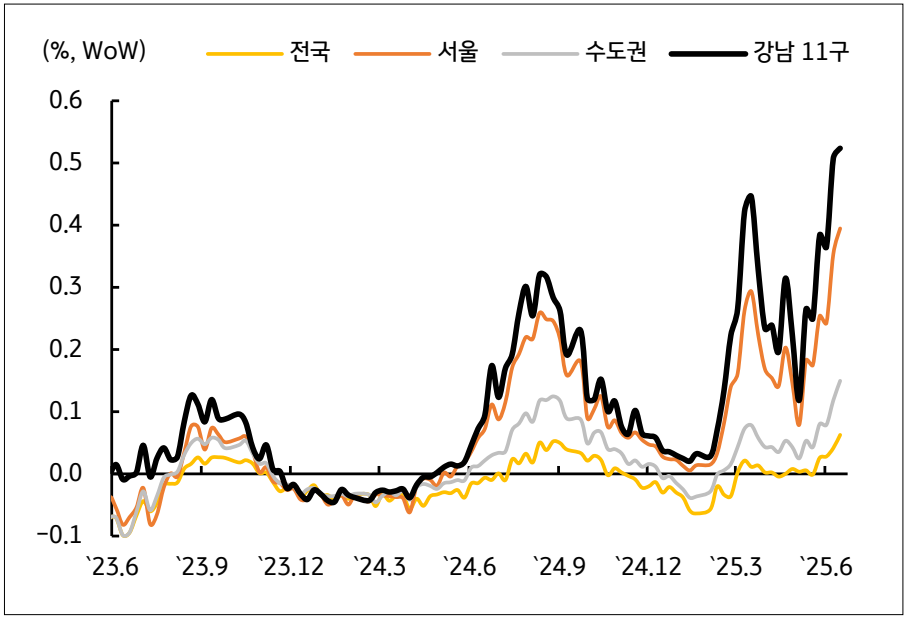


자료: 통계청, KB국민은행 자본시장사업그룹

[한국] 부동산 가격 급등, 금융안정 고려할 시 기준금리 인하 시점 지연될 것

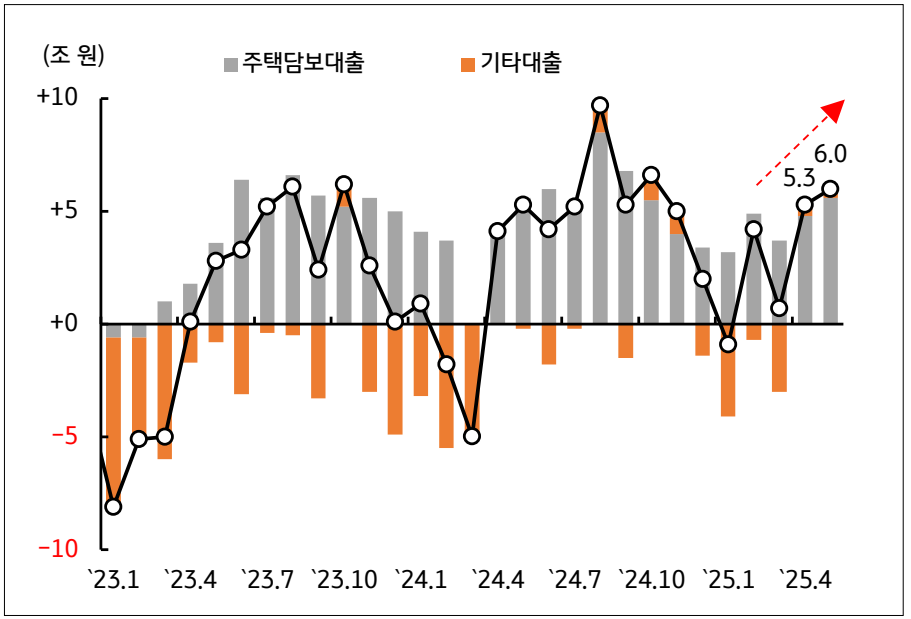
- 서울 강남을 중심으로 한 부동산 가격 상승세가 급속도로 확산, 주간 상승률은 4월 토허제 기간 상승 폭을 상회
- 5월 가계대출, 주택담보대출을 중심으로 전월대비 6조 원 증가. 최근 부동산 거래량 증가 폭을 보면 대출 증가 폭 가속화될 것
- 한국은행은 금융안정을 이유로 수도권 지역 주택가격 상승 및 가계부채 증가에 대한 우려를 지속적으로 표명
- 기준금리 결정에 금융안정 비중을 점차 높이고 있는 추세를 고려할 때, 차기 기준금리 인하 시점은 4분기로 지연될 전망

정부 규제 발표에도 고공 행진하는 부동산 가격



자료: KB부동산, KB국민은행 자본시장사업그룹

5월 가계대출, 전월대비 6조 원 증가, 금리인하 제약 요인



자료: 한국은행, KB국민은행 자본시장사업그룹

[한국] 2차 추가경정예산 편성으로 국고채 수급 우려 가중

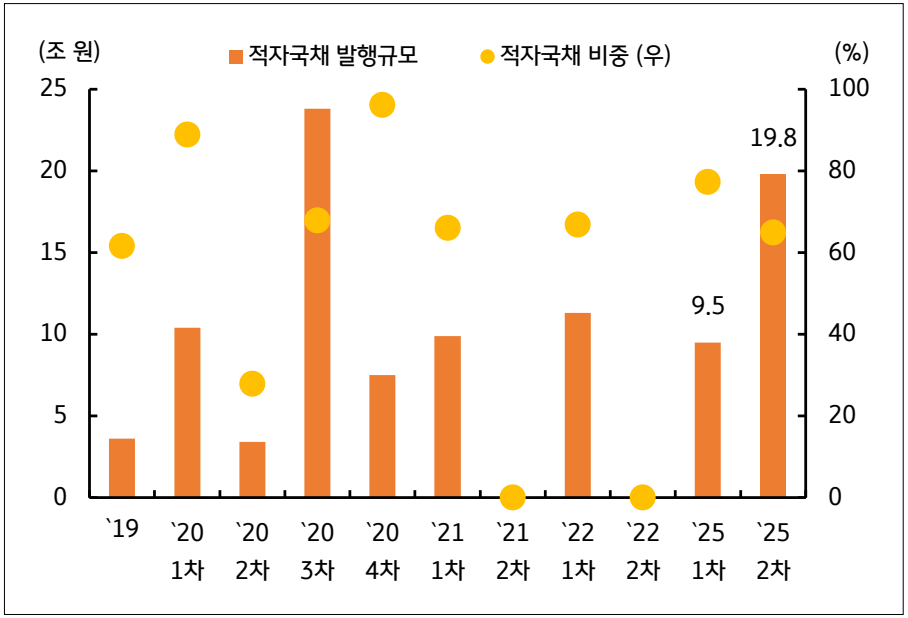
- 기획재정부, 2차 추가경정예산안 발표. 6.18일 당정 정책협의회를 거쳐 23일 국회에 보고
- 추경 규모는 경기진작 15.2조 원 + 민생안정 5조 원 + 세입경정 10.3조 원 = 총 30.5조 원으로 결정
- 재원은 적자국채 발행 19.8조 원, 지출 구조조정 5.3조 원, 기금 가용재원 2.5조 원 등으로 구성
- 2차 추경이 기존 추경과 비슷한 식으로 민생경제 회복에 집중되는 만큼, 성장률 제고 효과는 0.1~0.2%p로 추정

과거 추경 편성의 세부 내역

연도	규모	적자국채 발행여부	주요 사업	최대 지출항목
2006	2.2조 원	O (1.3조 원)	집중호우 피해대책	-
2009	28.4조 원	O (16.9조 원)	민생안정/일자리 창출	보건·복지·노동
2013	17.3조 원	O (15.8조 원)	민생회복 (세입경정)	보건·복지·노동
2016	9.8조 원	X	일자리 창출/지역경제	보건·복지·노동
2017	9.6조 원	X	일자리 창출	산업·중소기업
2018	3.9조 원	X	청년일자리	산업·중소기업
2019	5.9조 원	O (3.6조 원)	미세먼지 대응	산업·중소기업
2020-1	11.7조 원	O (10.4조 원)	방역체계/소상공인	보건·복지·노동
2020-2	12.2조 원	O (3.4조 원)	긴급재난지원금	일반공공행정
2020-3	35.1조 원	O (23.8조 원)	고용지원/경기보강	보건·복지·노동
2020-4	7.8조 원	O (7.5조 원)	소상공인/중소기업, 저소득층 생계지원	산업·중소기업
2021-1	15조 원	O (9.9조 원)	소상공인 피해지원	산업·중소기업
2021-2	34.9조 원	X	코로나 피해지원	일반공공행정
2022-1	16.9조 원	O (11.3조 원)	소상공인/방역지원	산업·중소기업
2022-2	62조 원	X	소상공인/취약계층	산업·중소기업
2025-1	12.3조 원	O (9.5조 원)	재해재난/민생지원	산업·중소기업
2025-2	30.5조 원	O (19.8조 원)	국민지원금 등	-

자료: 기획재정부, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 국회 확정안 기준

추경의 적자국채 발행규모 및 발행 비중

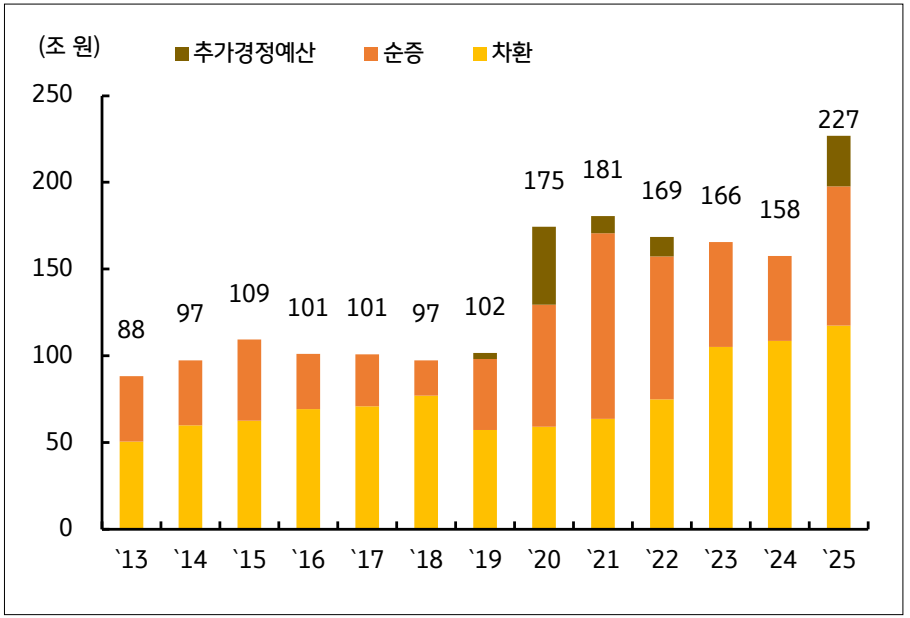


자료: 기획재정부, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 국회 확정안 기준

[한국] 하반기 월별 국고채 공급 규모 예상

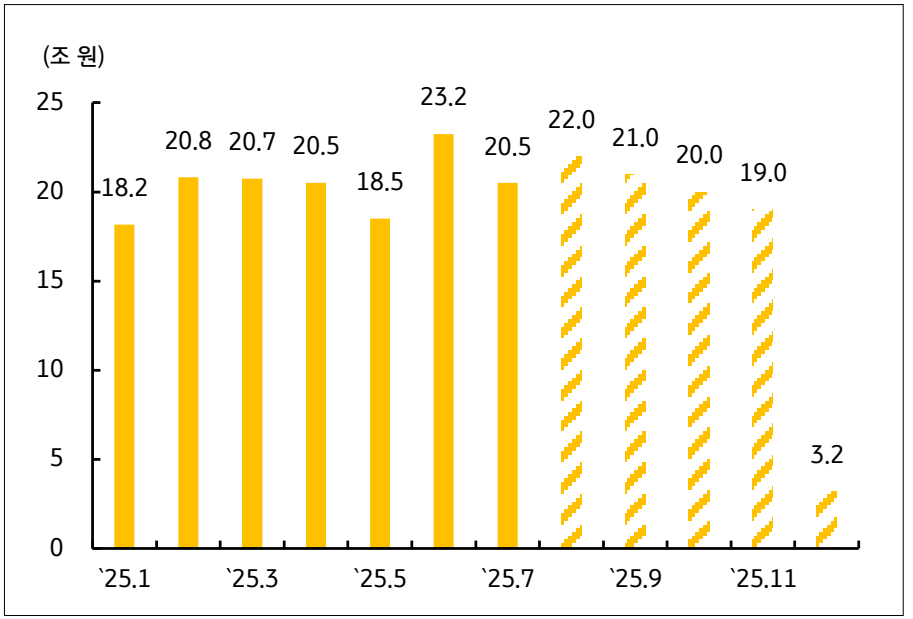
- 상반기 국고채 발행 규모, 6.27일 기준 119.5조 원으로 진도율 57.7% 달성
- 2차 추경안이 국회를 최종적으로 통과하지 않았기 때문에, 국고채 물량 부담은 8월부터 본격적으로 반영될 전망
- 7월 국채발행계획, 18.2조 원으로 예상에 부합한 수준으로 발표, 비중 조절 차원에서 단기물 비중을 늘리고 10년물 비중을 축소
- 2차 추경으로 인한 국고채 발행량 19.8조 원 감안 시 8~11월 평균 국고채 발행 규모는 18.5조 원 – 옵션 포함 시 21조 원

연도별 국고채 발행 규모 추이



자료: 기획재정부, KB국민은행 자본시장사업그룹

하반기 월별 국고채 발행 규모 예상

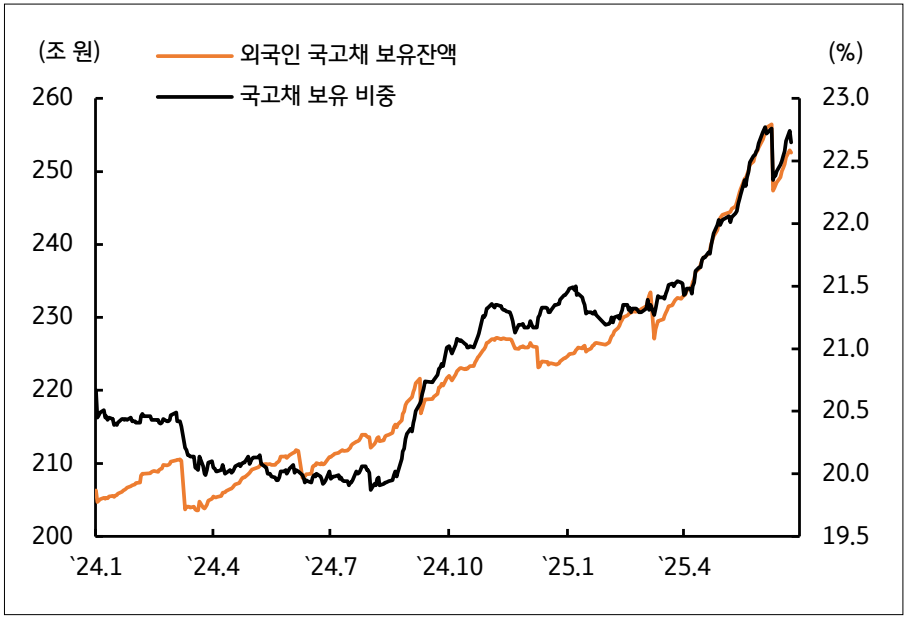


자료: 기획재정부, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 8월 이후 발행규모는 전망치, 옵션 포함 수치로 보도자료와 다를 수 있음

[한국] 외국인 투자자의 채권시장 유입 가능성 점검

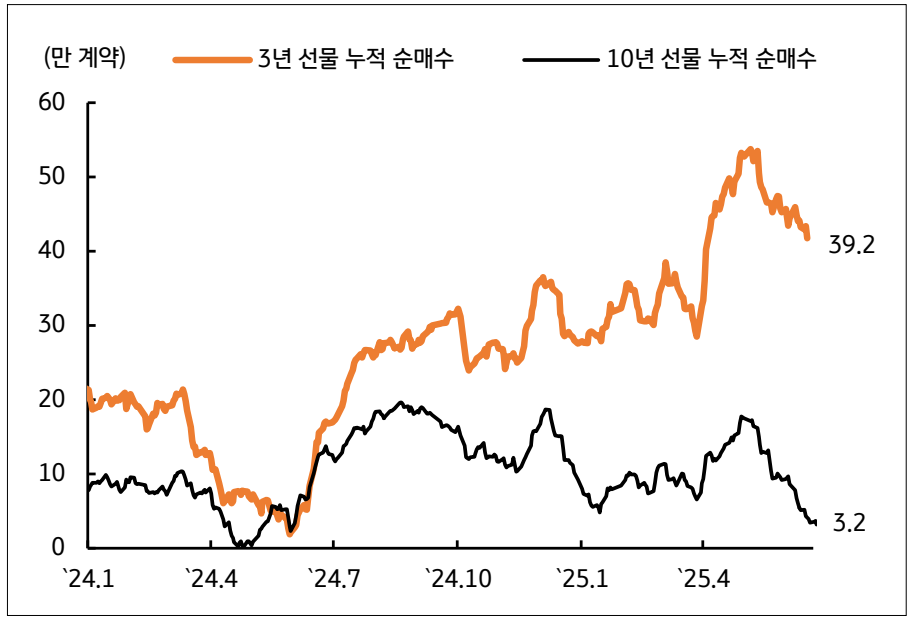
- 세계국채지수 (WGBI) 편입 시점, 25년 11월 → 26년 4월로 연기되었으나 시장 영향력은 제한적
- 외국인 투자자, 국고채 현물 및 선물 매수 지속 중, 최근 국고채 만기도래로 보유잔액이 줄었으나 여전히 250조 원 상회
- 반면 국채선물은 5월 이후 기준금리 인하 기대감이 줄어들자 차익실현에 나서면서 누적 순매수 규모가 감소
- WGBI 편입 5~6개월 전 해외 액티브 펀드의 자금이 선 유입되는 점을 감안, 국고채 현물 보유잔액은 점진적으로 증가 예상

외국인 투자자가 보유한 국채 현물 잔액 및 비중



자료: Infomax, KB국민은행 자본시장사업그룹

외국인 투자자의 국고채 선물 누적 계약 추이

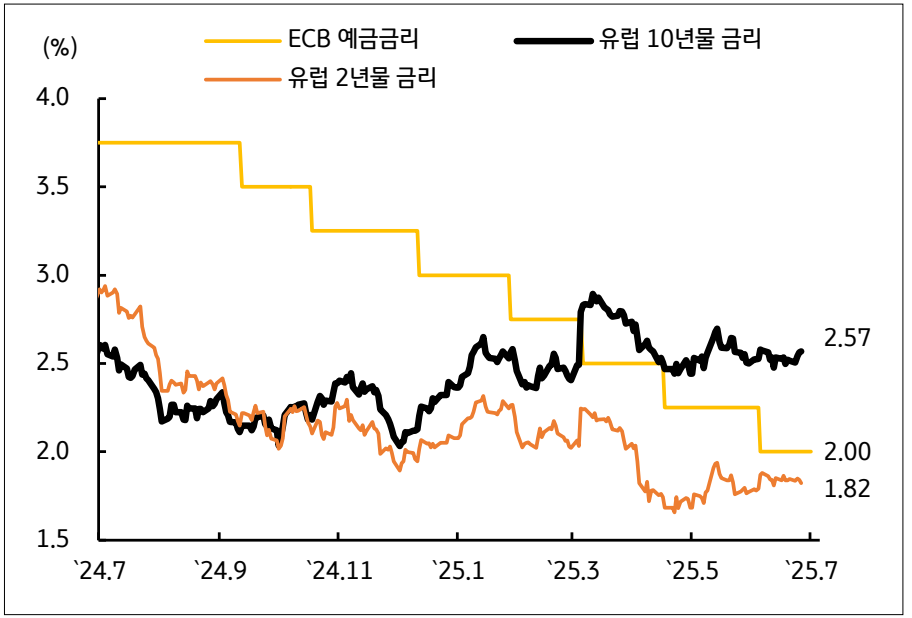


자료: Infomax, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 국채선물 롤오버를 고려하지 않은 수치로, 실제와 차이가 발생할 수 있음

[유로지역] 금리인하 사이클 마무리 국면, 재정 이슈로 금리 하단 제약될 전망

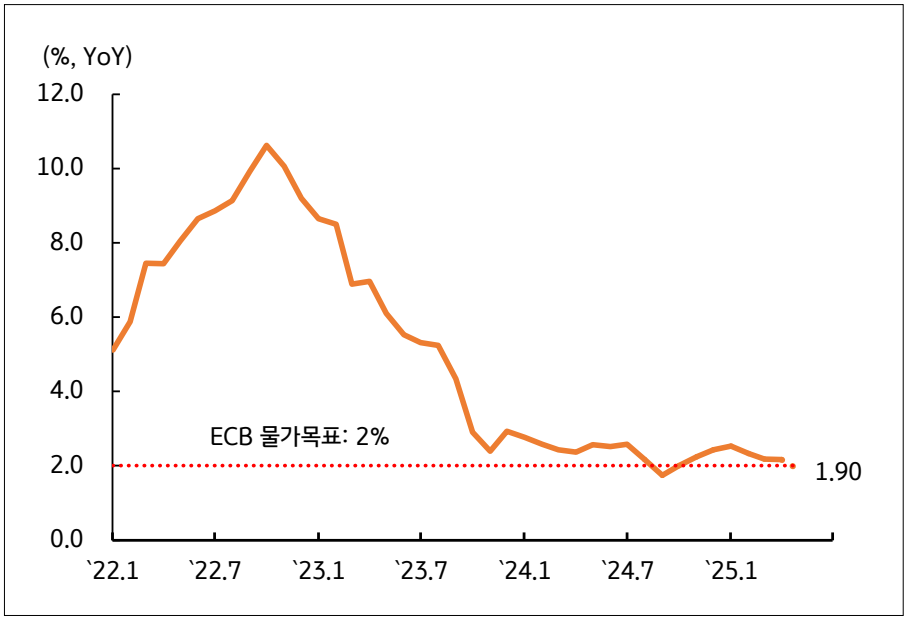
- 독일 국채금리, 유럽중앙은행 (ECB)의 정책금리 인하 기조에 하락했으나, 장기물은 확장적 재정정책 발표에 상승
- ECB, 무역갈등 불확실성 반영해 정책금리를 2.0%로 인하, 다만 라가르드 총재는 통화정책 사이클이 막바지에 도달했다고 평가
- 유로지역 6월 물가상승률, 전년동월비 1.9%로 하락, 정책금리 인하에도 물가 안정을 통해 정책목표 달성
- 하반기, 정책금리 추가 인하여력이 제한적인 가운데, 재정적자 확대로 인한 국채 수급부담 부각되며 하단 제약 전망

독일 국채금리, 재정적자 확대로 인한 국채 수급 부담에 상승



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

유로지역 물가 하락, ECB 정책목표 달성



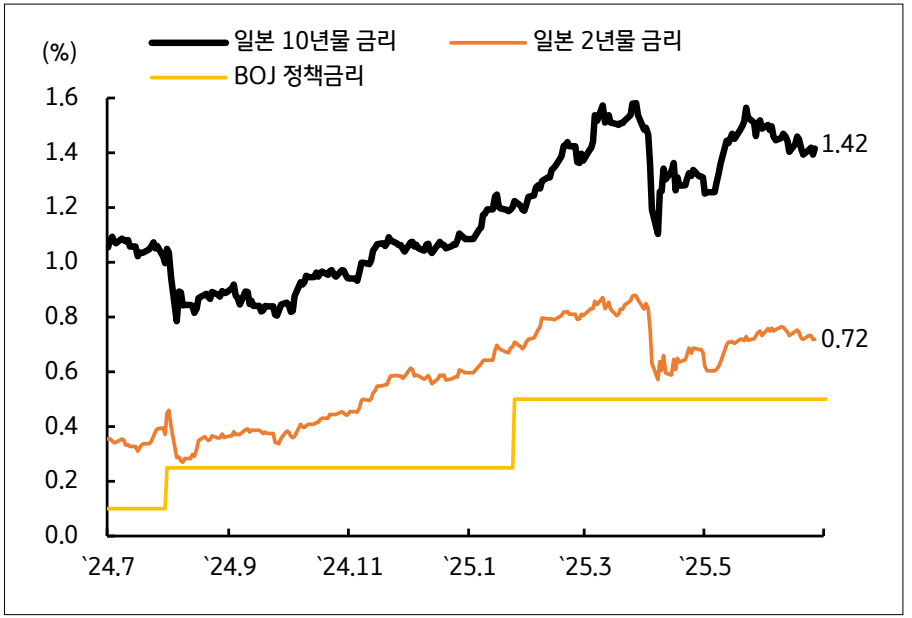
자료: CEIC, KB국민은행 자본시장사업그룹

[일본] 물가 오름세로 긴축적 통화정책 기조 지속될 전망

- 일본 국채금리, 상호관세 부과로 변동성이 높았으나, 일본은행 (BOJ)의 금리인상 기조를 반영해 상승세 지속
- 5월 근원 소비자물가 상승률, 전년동월대비 3.7%까지 상승 – BOJ가 물가안정을 위해 3분기 중 정책금리를 25bp 인상할 전망

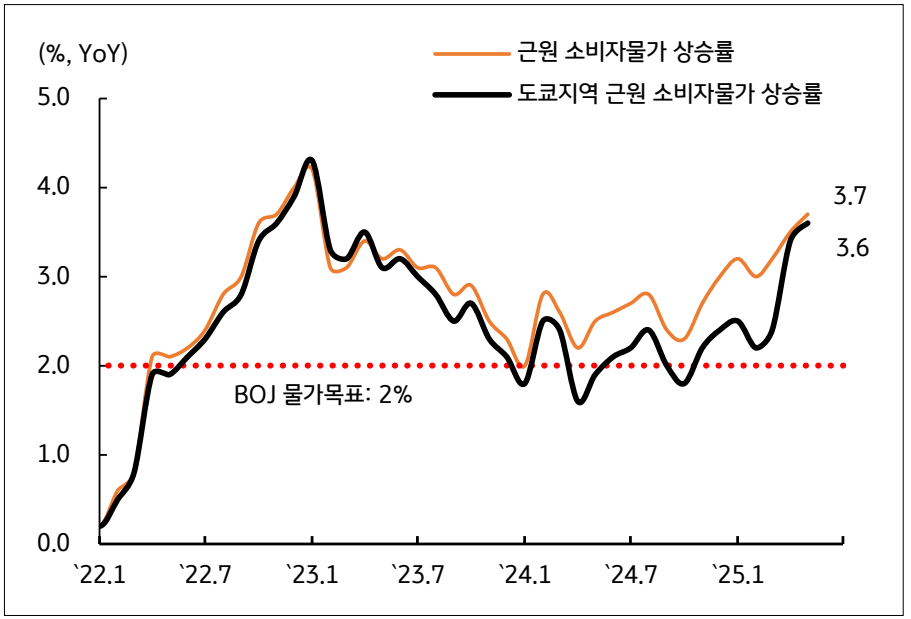
  * 우에다 총재, 상호관세와 관련된 불확실성이 남아있지만 인플레이션이 지속될 시 금리를 인상할 것이라고 발언
- 하반기, BOJ의 긴축적 통화정책 기조와 국채매입 축소가 유지되는 만큼 금리 상승 추세 이어질 것으로 전망

일본 국채금리, 확장적 재정정책 및 물가 오름 폭 확대에 상승



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

일본 근원 물가상승률 상승세 지속, 긴축적 통화정책 기조 불가피



자료: CEIC, KB국민은행 자본시장사업그룹

금리 전망 Table

국가/지역	지표	Spot (6.27)		2025				2026		2024	2025F	2026F
			하반기 Range	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF			
미국	2년물	3.75	3.30~3.90	4.16	3.88	3.80	3.65	3.65	3.60	4.38	3.85	3.70
	10년물	4.28	3.80~4.50	4.45	4.37	4.25	4.10	4.05	3.95	4.23	4.30	4.10
	정책금리	4.50	-	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	3.75	4.50	4.00	3.50
독일	2년물	1.86	1.60~2.10	2.15	1.81	1.75	1.70	1.75	1.80	2.61	1.85	1.75
	10년물	2.59	2.30~2.80	2.58	2.55	2.45	2.40	2.35	2.40	2.38	2.50	2.40
	정책금리	2.00	-	2.50	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	3.00	1.75	1.75
한국	3년물	2.46	2.15~2.55	2.59	2.38	2.35	2.25	2.20	2.25	3.11	2.40	2.25
	10년물	2.79	2.50~2.90	2.82	2.73	2.70	2.60	2.50	2.45	3.20	2.70	2.55
	정책금리	2.50	-	2.75	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	3.00	2.25	2.00
일본	2년물	0.75	0.60~1.10	0.76	0.70	0.80	0.90	0.90	0.95	0.32	0.80	1.20
	10년물	1.43	1.30~1.80	1.35	1.39	1.55	1.65	1.70	1.75	0.89	1.50	1.80
	정책금리	0.50	-	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.25	0.75	1.00
영국	2년물	3.84	3.40~4.10	4.27	3.95	3.85	3.70	3.65	3.60	4.21	3.95	3.70
	10년물	4.50	4.10~4.80	4.62	4.59	4.50	4.40	4.35	4.30	4.11	4.50	4.20
	정책금리	4.25	-	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	4.75	3.75	3.00
중국	2년물	1.36	1.10~1.70	1.36	1.45	1.40	1.35	1.30	1.25	1.70	1.40	1.45
	10년물	1.65	1.40~2.00	1.72	1.67	1.65	1.60	1.55	1.55	2.22	1.65	1.75
	정책금리	3.00	-	3.10	3.00	2.80	2.80	2.80	2.80	3.10	2.80	2.50

출처 : KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.27), 주: 정책금리는 기말, 시장금리는 기간 평균

III. 환율, 가는 길은 험난하지만 결국 강해질 원화

2025년 상반기 글로벌 외환시장 동향 – 예상치 못한 변수에 극심한 변동성

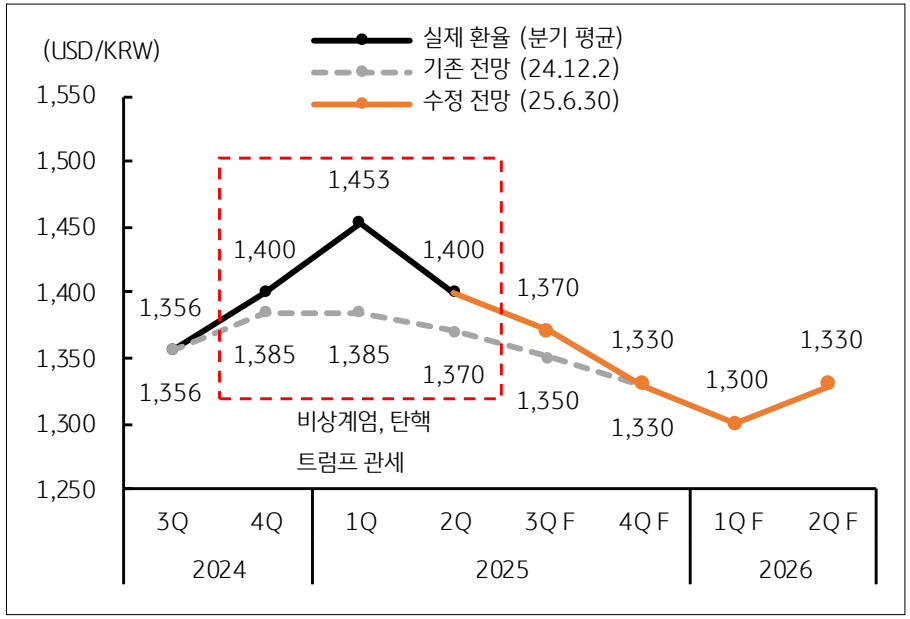
- 2025년 상반기 달러/원 환율, 기존 전망에서 크게 벗어난 수치 – 예상치 못한 비상계엄과 탄핵 이슈, 트럼프 관세 등

  * 2024년 12월 한국 비상 계엄에 환율 오버슈팅, 2025년 상반기 탄핵 지연과 트럼프의 전 세계 대상 고율 관세 (글로벌 무역전쟁)

- 2025년 1분기 이후 달러의 약세 전환 – 유로, 일본 엔, 한국 원의 달러 대비 강세 전환

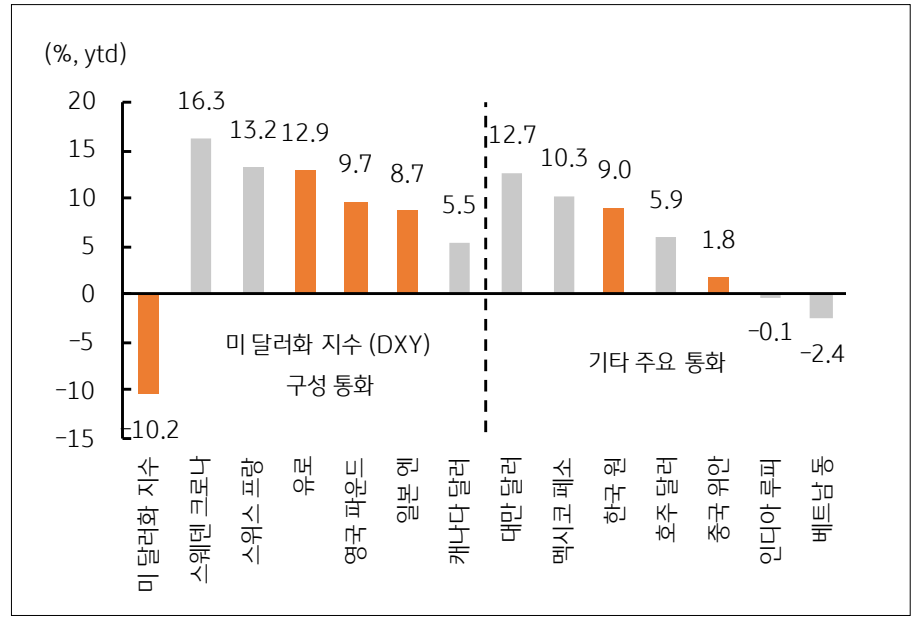
  * 연초 대비 미 달러화 지수 10.2% 하락, 유로/달러 12.9% 상승, 달러/엔 8.7% 하락, 달러/원 9.0% 하락

2025년 상반기 달러/원 환율, '기존 전망'과 '실제 수치' 비교



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (24.12.2, 25.6.24)

2025년 상반기 주요 통화의 미 달러화 대비 절상율 (+), 절하율 (–)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[USD] 외환시장에서의 탈 달러 조짐, 달러 신뢰 약화는 현재진행형

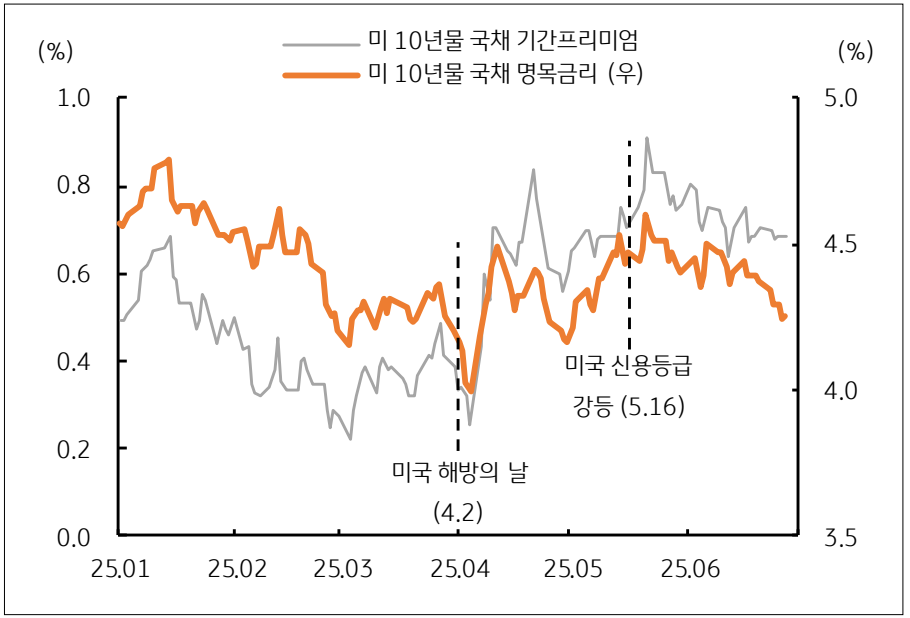
- 미국 채권시장에서 이상 신호 감지 – 트럼프 관세와 미국 재정적자 → 미국 자산 신뢰도 약화 → 미 채권가격 하락 (금리 상승)

  * 10년물 국채 금리, 4/2일 이후 급등, 5/16일 다시 한번 상승 – 국채 기간 프리미엄 동반 급등 (미 국채 위험도 증가)

- 미국의 정책 불확실성도 달러 신뢰도 약화에 기여 – 트럼프 2기 행정부 출범 이후 경제정책 불확실성 확산

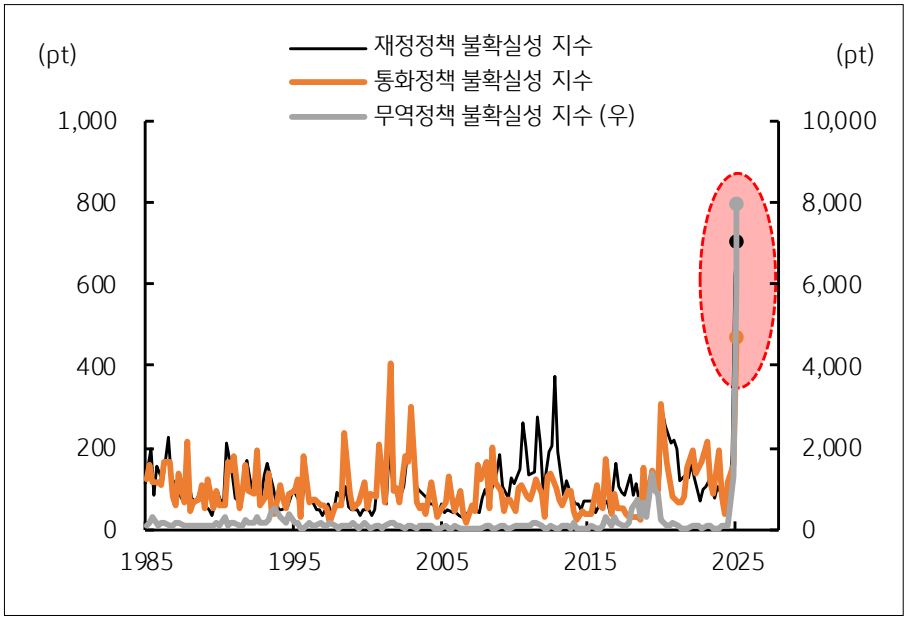
  * 무역정책 (상호 관세), 재정정책 (미국 신용등급 강등, 감세 정책), 통화정책 (연준 독립성 훼손, 차기 의장 조기 지명)

미국 국채의 기간프리미엄 상승, 달러 자산 신뢰도 하락 시사



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

미국 경제정책 불확실성 지수, 트럼프 취임 이후 역대 최고치



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[USD] 연준 금리인하 시점 4분기로 지연, 완만한 달러 약세

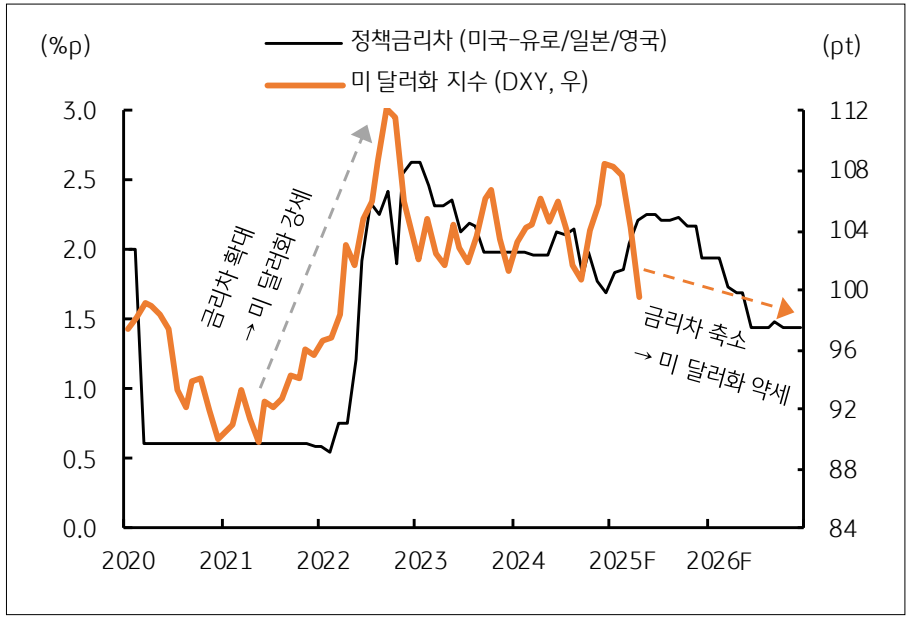
- 연준 금리인하 재개 시점, 4분기로 지연 예상 – (기존 전망) 3분기 25bp, 4분기 25bp → (수정 전망) 4분기 50bp

  * 연준-주요국 (유로/일본/영국) 중앙은행 금리차도 4분기부터 본격 축소 – 하반기 중 3분기 달러 강세, 4분기부터 약세 전환

- 관건은 고용, 9월까지 고용의 뚜렷한 둔화 확인되지 않을 가능성 높아 – 3분기 달러 강세 전환 리스크

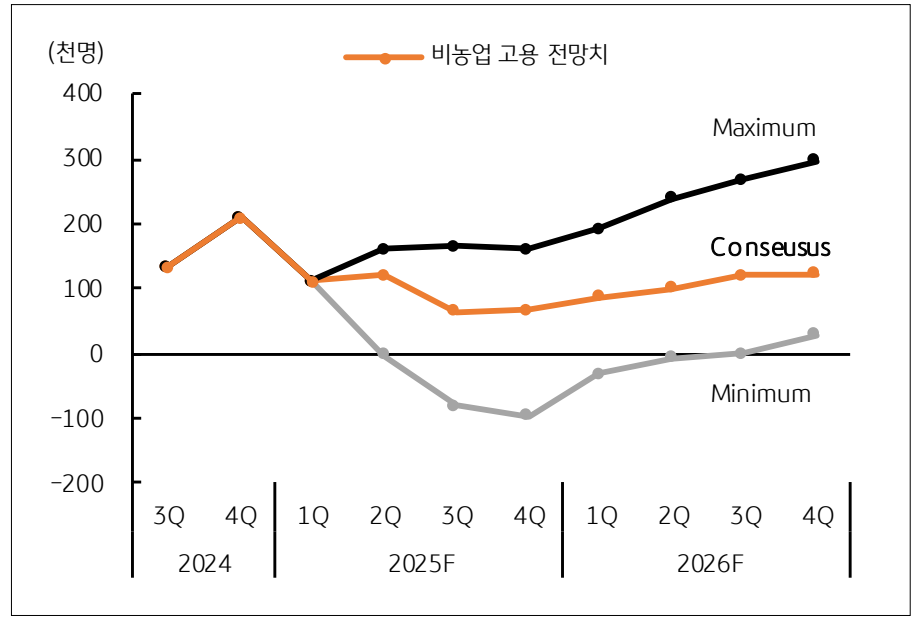
  * 9월 FOMC 전까지 3번의 고용 지표 발표 (6, 7, 8월) – 양호할 경우 9월 FOMC는 금리동결 (현재 FedWatch 9월 인하 기대)

연준-주요국 금리차, 4분기부터 본격 축소 – 완만한 달러 약세



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.24)

극단적이고 불확실한 미국 고용 전망 (Bloomberg Consensus)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[EUR] 상반기 유로화 초강세, 미국 달러 신뢰 약화의 반작용

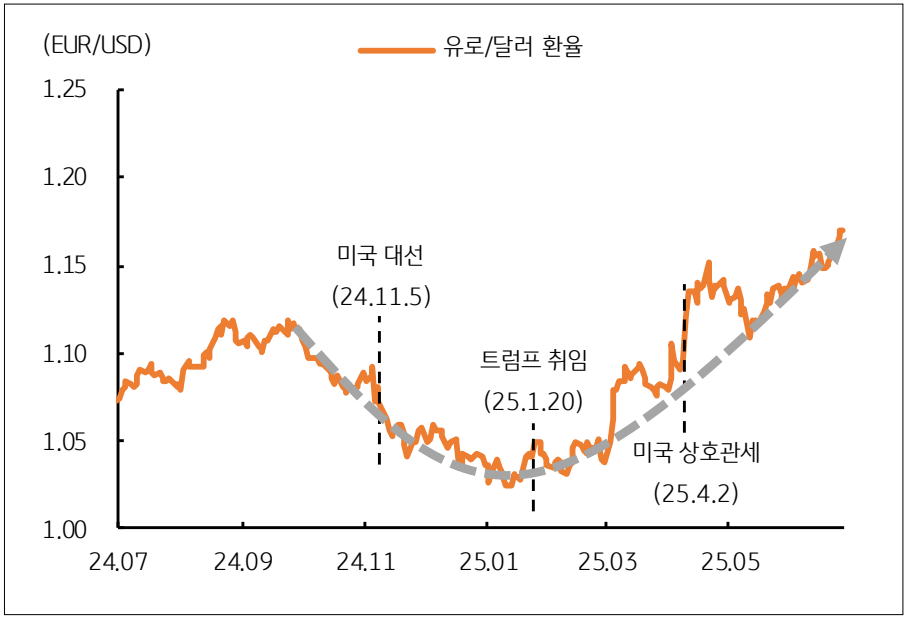
- 2025년 상반기 유로화 강세 전환 – 트럼프 취임 이후 추세 반전, 독일 재정지출 확대, 러-우 전쟁 종식 기대 등

  * 유로/달러 환율 연초 1.035달러에서 6월 말 1.170달러로 13% 급등, 선진국 통화 중에서 가장 양호한 퍼포먼스

- 글로벌 자금의 유럽시장 유입 (유로화 수요 증가) – 미국 달러 자산 신뢰도 약화의 반작용, 글로벌 포트폴리오의 다변화 시사

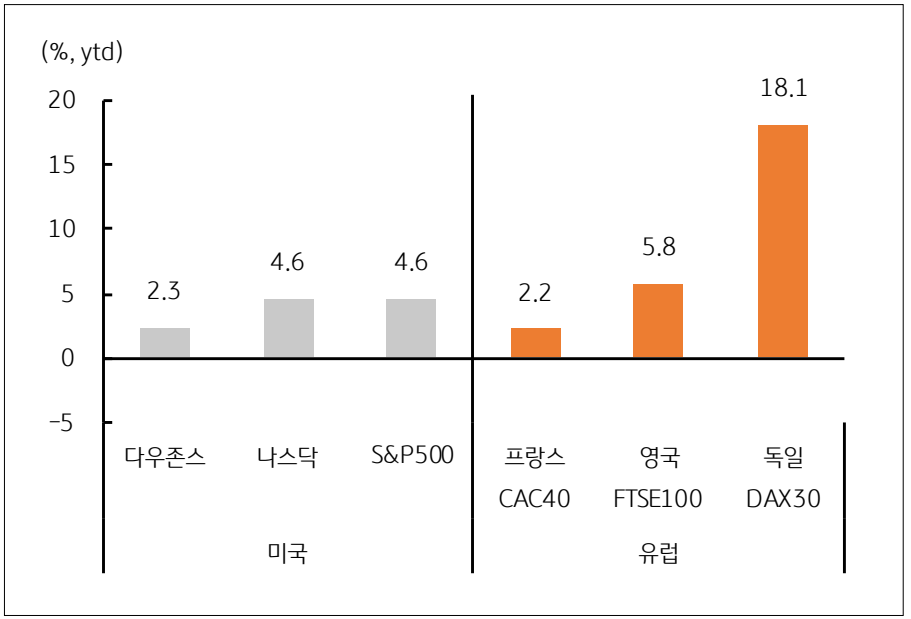
  * 상반기 유럽 주식시장은 독일 중심으로 호조 (DXA30 +18.1%, ytd), 반면 미국 주식시장은 상대적으로 저조한 퍼포먼스

2025년 상반기 유로/달러 환율, 연초 대비 13% 급등



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

2025년 상반기 유럽 vs. 미국 주식시장 (연초 대비)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[EUR] 3분기는 다소 조정, 4분기부터 강세 전환 예상

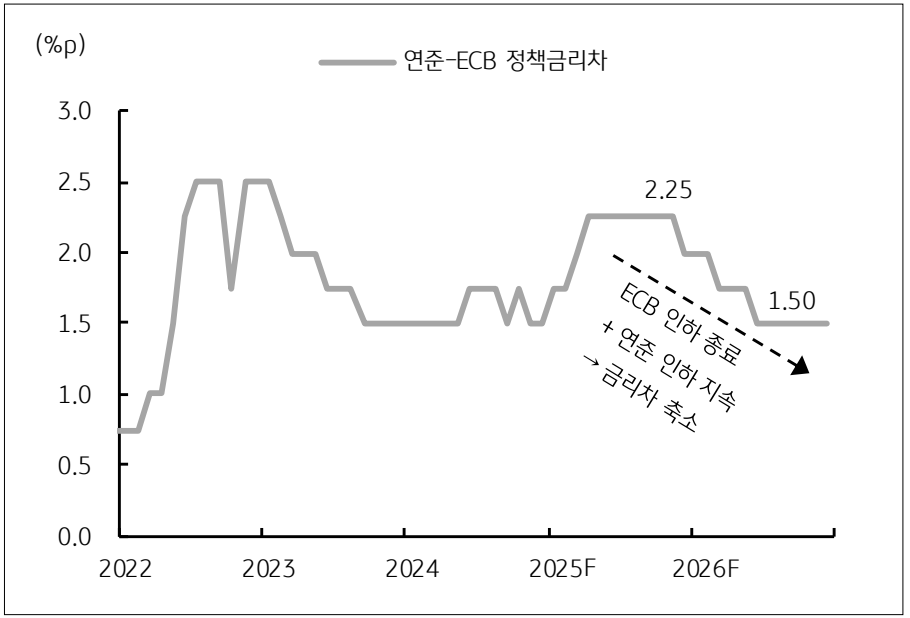
- 2025년 하반기 유로화, 1.14~1.18달러 등락 예상 – 9월 FOMC 전까지 조정, 4분기부터 다시 강세 전환 예상

  * 3분기 약세 전망 – 상반기 유로화 급등에 대한 기술적 조정, 9월 FOMC 연준 금리동결에 따른 미 달러화 강세 (유로화 약세)

  * 4분기 강세 전환 – ECB 금리인하 1회 인하 (-25bp), 연준 2026년까지 4회 인하 (-100bp) → 연준-ECB 금리차 75bp 축소

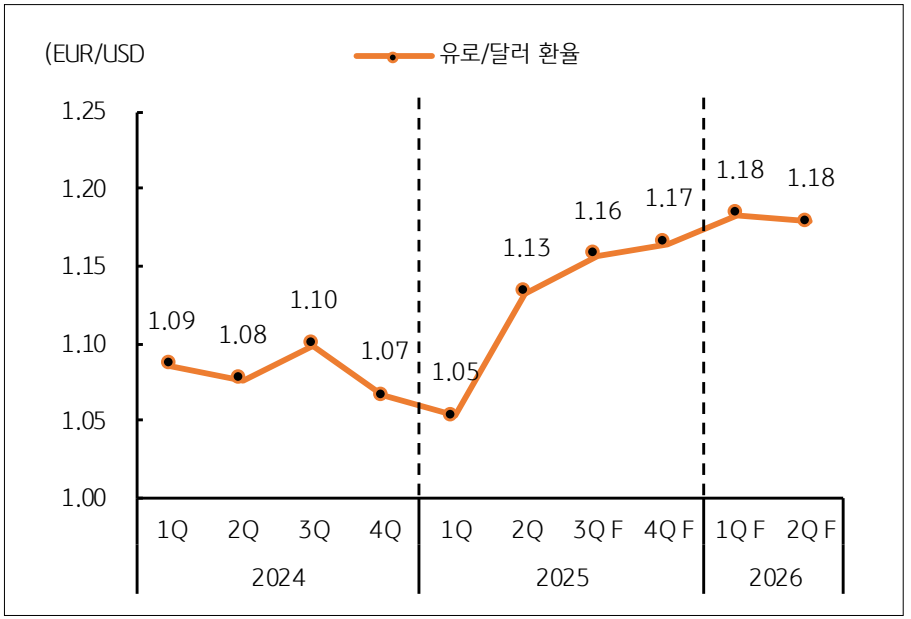
- 하반기 전망 리스크 – 유럽 경기회복 지연 (유럽 자산 수요 둔화), ECB 연내 2회 이상 금리인하 (금리차 확대) 등

2025년 하반기 (4분기)부터 연준-ECB 금리차 축소 전망



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.30)

유로/달러 환율 전망치, 2025년 3분기 숨 고르기 이후 상승세



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.27)

[JPY] 상반기 엔화 강세, 미 달러화 대체 자산으로 부각

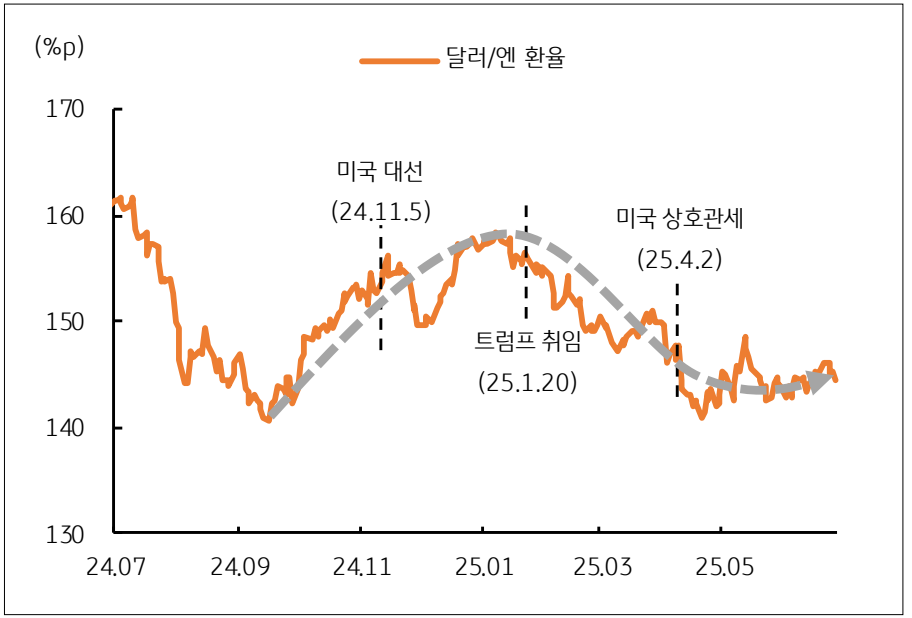
- 2025년 상반기 엔화 강세 전환 – 트럼프 취임 이후 추세 반전, 달러에 대한 대체 자산으로 부각, BOJ 금리인상 기대

  * 달러/엔 환율 연초 157엔에서 6월 말 144엔으로 8.7% 하락, 아시아 선진국 통화 중에서 가장 양호한 퍼포먼스

- 2024년 하반기와는 다른 분위기, 엔화 강세 베팅 증가 – 미국 달러 자산 신뢰 약화 수혜, BOJ 인상에 따른 미일 금리차 축소

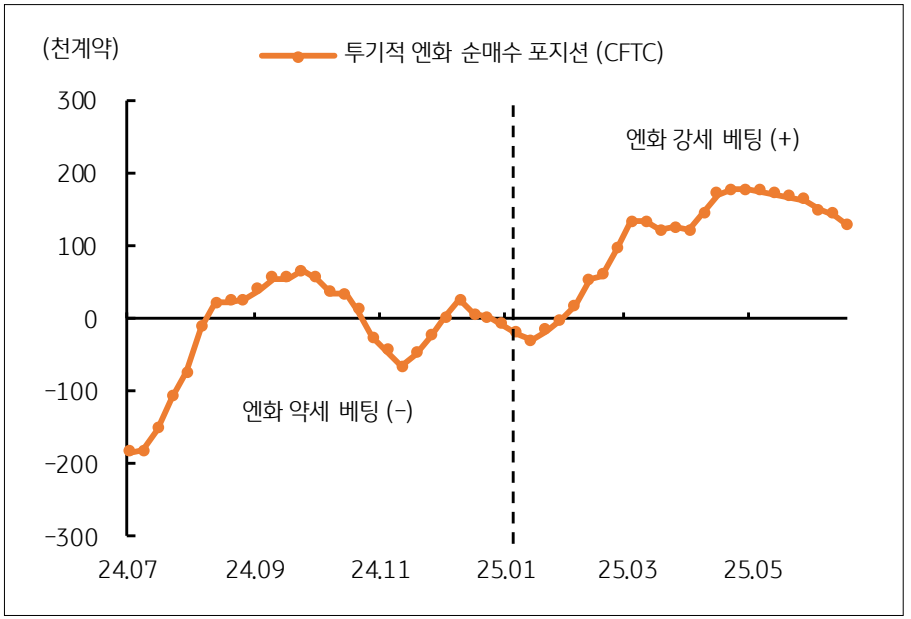
  * 2025년 상반기부터 투기 세력의 본격적인 엔화 강세 베팅 – 투기적 엔화 포지션, 2024년 순매도에서 2025년 순매수로 전환 (CFTC)

2025년 상반기 달러/엔 환율, 연초 대비 8% 이상 하락



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

투기적 엔화 포지션, 2025년 상반기 순매수로 전환



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[JPY] 하반기 내내 강세 지속 전망, 미일 금리차에 주목

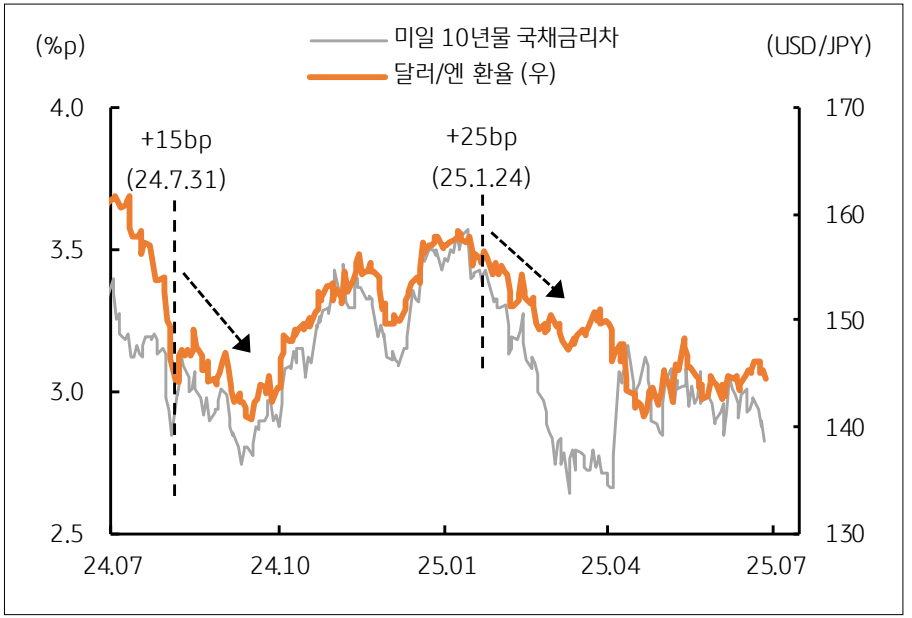
- 2025년 하반기 엔화 환율, 133~145엔 등락 예상 – 일본 BOJ 추가 금리인상, 미일 금리차 축소, 달러 신뢰 약화 수혜 등

  * 최근 1년 두 번의 BOJ 금리인상 (24년 7월 +15bp, 25년 1월 +25bp), 인상 이후 엔화 강세 흐름 지속 사례

  * 2025년 7월 BOJ 추가 금리인상 (+25bp), 연준 금리인하 재개 (4분기)에 미일 금리차 축소, 하반기 내내 엔화 강세 모멘텀 지속

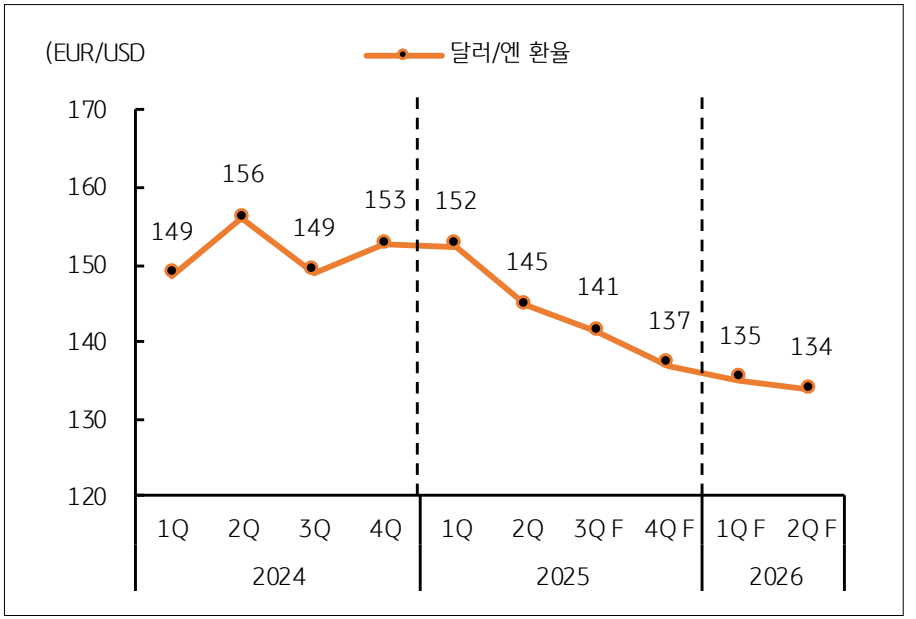
- 하반기 전망 리스크 – BOJ 연내 금리동결 (금리차 유지), 달러 자산 신뢰도 회복 (엔화 수요 둔화) 등

최근 1년 두 번의 BOJ 금리인상 이후 엔화 강세 흐름



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

달러/엔 환율 전망치, 2025년 연말 140엔 하회 가능



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.27)

[CNY] 상반기 위안화, 상대적으로 저조한 퍼포먼스

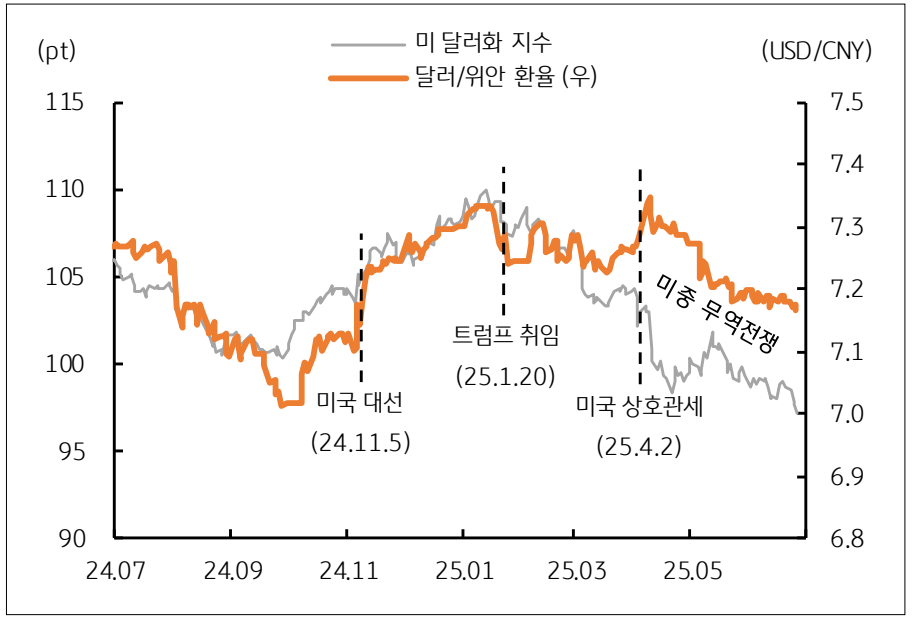
- 2025년 상반기 위안화 강세 전환 – 2025년 4월 미국 상호관세 전까지는 약세, 5월부터 완만한 강세 전환

  * 달러/위안 환율 연초 7.3위안에서 6월 말 7.16위안으로 1.8% 하락, 아시아 주요 통화 중 상대적으로 저조한 퍼포먼스

- 중국 위안화는 여전히 저평가 – 미국과 중국의 2차 무역전쟁 여파, 위안화 평가절하 리스크 존재

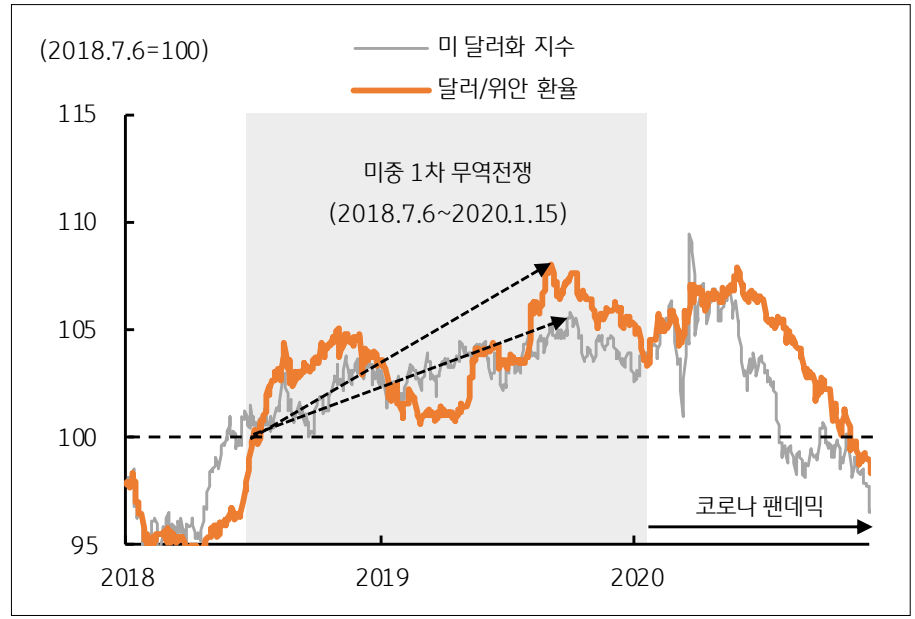
  * 과거 1차 무역전쟁 시기 (2018.7~2020.1), 1년 반 동안 달러/위안 환율 8% 상승 (동 기간 달러화 지수 6% 상승)

2025년 상반기 달러/위안 환율, 5월부터 완만한 강세 전환



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

1차 미중 무역전쟁 시기, 중국 위안화 8% 평가절하



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[CNY] 미중 무역전쟁 리스크에 강세 속도는 매우 완만

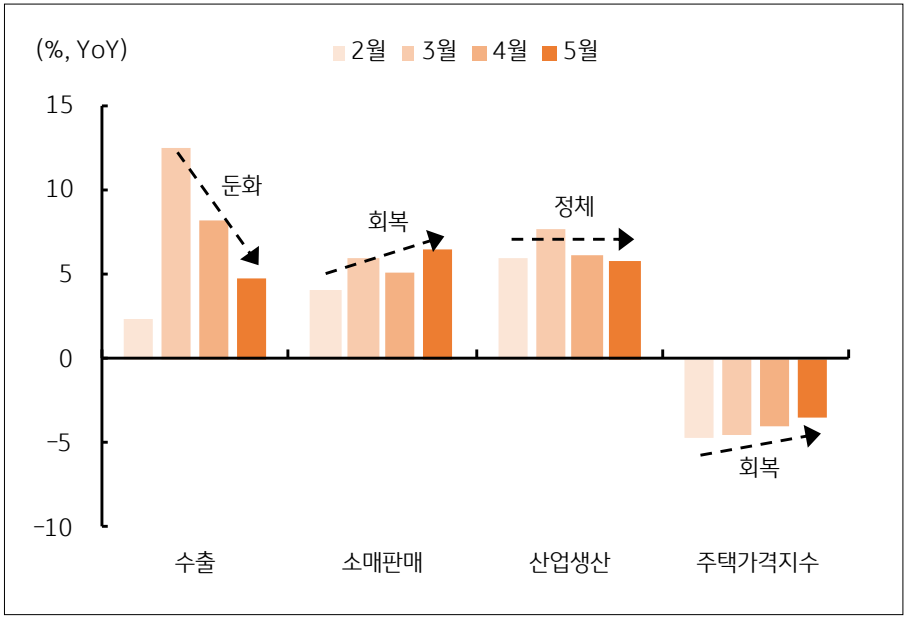
- 2025년 하반기 위안화 환율, 7.14~7.22위안 등락 예상 – 미중 무역전쟁 리스크, 글로벌 달러 약세 추종, 부진한 중국 경기

  * 3분기 약세 전망 – 8월 미중 관세 유예 만료 시점, 미중 재협상 교착으로 인해 위안화 평가절하 리스크 재부각

  * 4분기 강세 전환 – 글로벌 약 달러 (위안화 강세), 하지만 여전히 불안한 중국 경기 모멘텀, 무역전쟁 리스크에 강세 속도는 완만

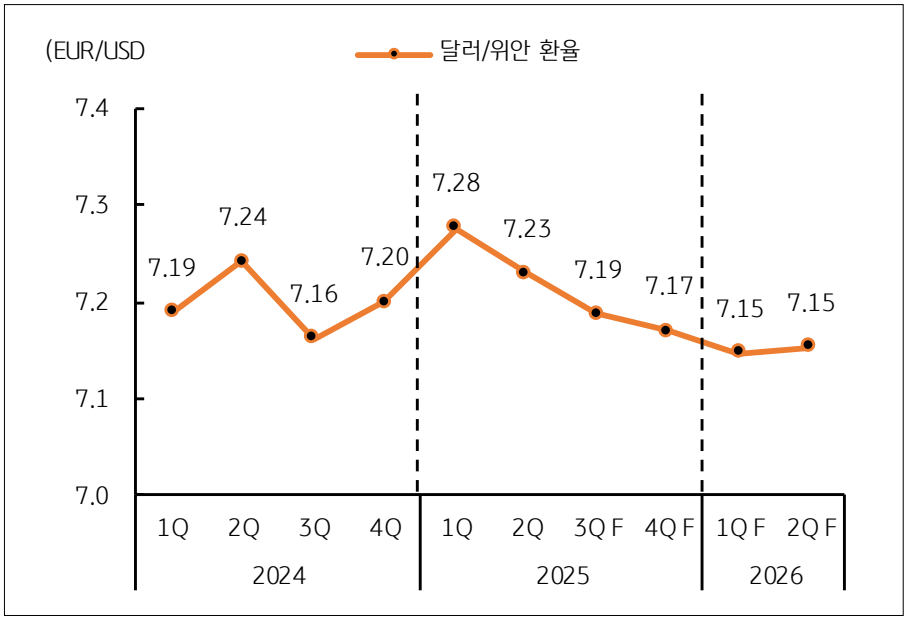
- 하반기 전망 리스크 – 미중 무역전쟁 격화 (위안화 평가절하), 중국 경기회복 지연 (위안화 펀더멘털 약화) 등

여전히 불안한 중국 경기 모멘텀, 위안화 강세 전환 저해 요소



자료: Infomax, KB국민은행 자본시장사업그룹

달러/위안 환율 전망치, 2025년 하반기 완만한 하락세



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.27)

[KRW] 2025년 상반기, 한국 원화는 여전히 저평가

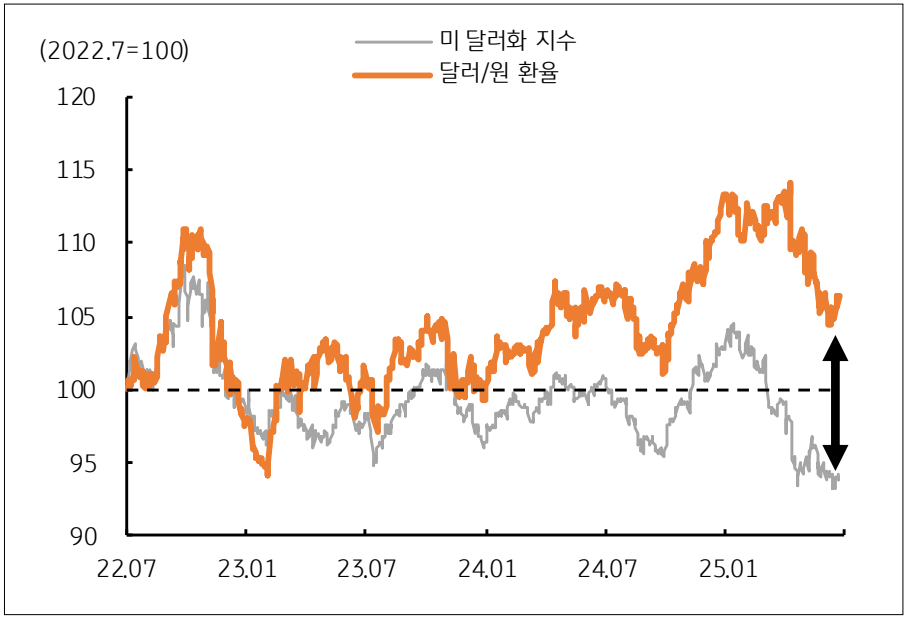
- 2025년 상반기 달러/원 하락했지만, 여전히 원화는 글로벌 달러 대비 10%저평가 (5월 원화 실질실효환율은 91.62)

  * 원인은 한미 금리 역전 (성장 격차), 대외 불확실성 (중동 지정학 리스크), 외환 수급 불균형 (달러 수요 우위)

- 현재 달러화 지수 레벨 (97~99pt)에서 원화 저평가 해소 시, 1,300원까지 하락 – 즉 달러 약세 시 1,300원 하회도 가능

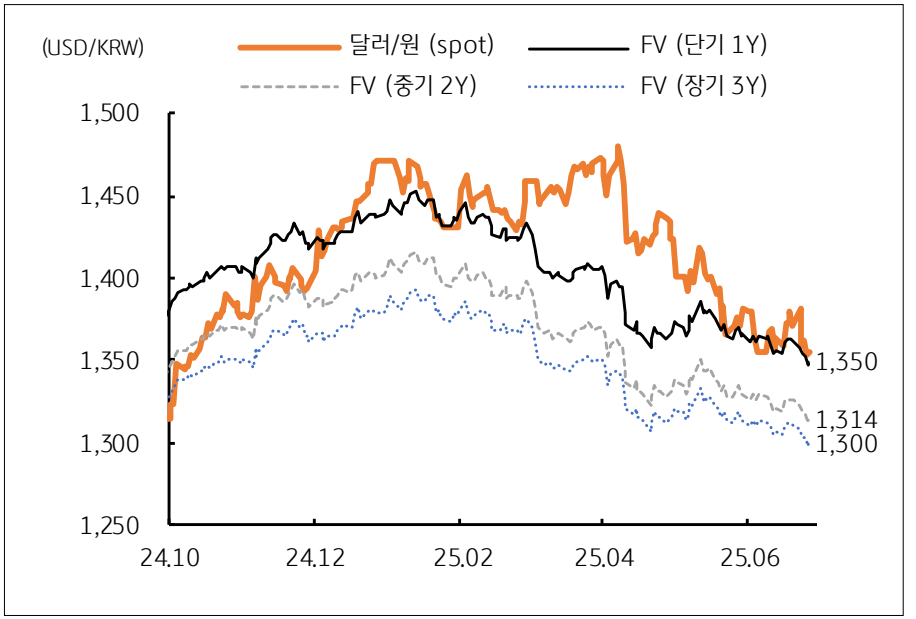
  * 6월 중 달러/원 환율 단기 적정 레벨 (1,350원) 근접 – 추가 하락 위해서는 달러 약세 or 원화 저평가 해소 필요

한국 원화는 글로벌 달러 가치 대비 여전히 저평가 (최근 3년)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

미 달러화 지수 감안하면, 환율 추가 하락 여력 존재



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정
주: FV (적정 가치)는 미 달러화 지수와 매칭되는 달러/원 환율 수준

[KRW] 원화 저평가 원인 – 한미 금리 역전과 대외 불확실성

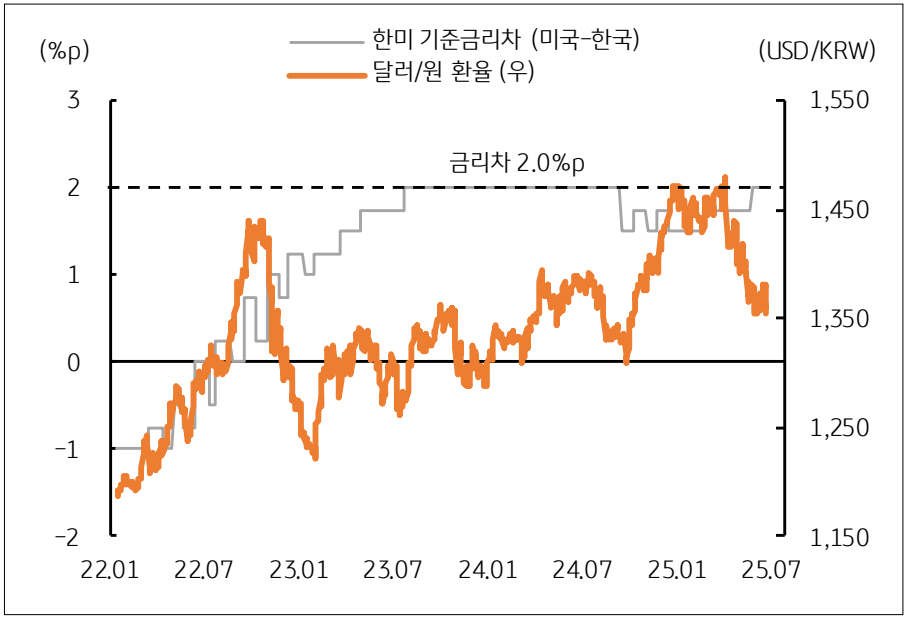
- 원화 저평가 요인 ① 한미 기준금리 역전 (-2.0%p) → 2025년 하반기에는 -1.75%p로 축소 (연준 2회, 한은 1회 인하)

  * 새 정부 대규모 추경 (13.8조원 + 30.5조원)의 성장률 제고 효과 (10조원 당 0.1%p↑) 기대

- 원화 저평가 요인 ② 대내외 불확실성 → 정국 불안, 글로벌 무역전쟁, 지정학 리스크

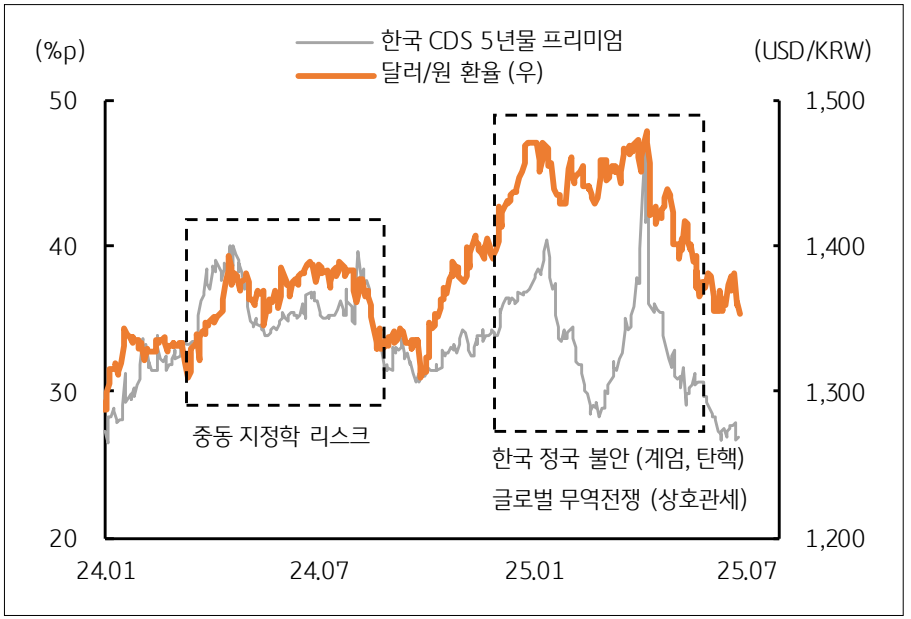
  * 상반기 대선으로 정국 불안 해소, 글로벌 무역전쟁은 지속 (수출 악영향), 최근 중동 지정학 리스크 심화 (국제유가 불안)

한미 기준금리차와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

한국 CDS 프리미엄과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[KRW] 원화 저평가 원인 – 외환 수급 불균형, 달러 초과 수요

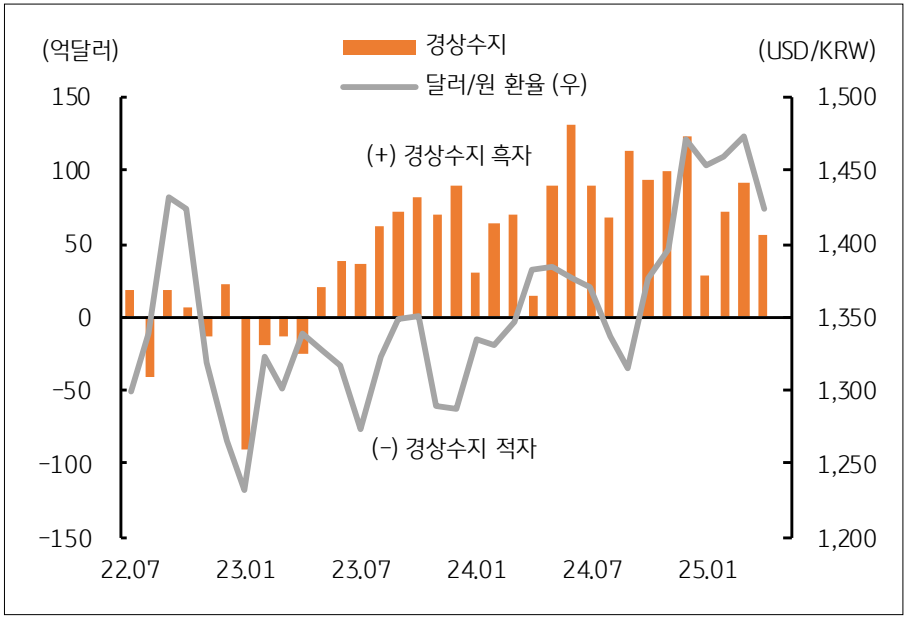
- 원화 저평가 요인 ③ 외환 수급 불균형 → (달러 수요 > 달러 공급) 경상수지는 흑자 but 증권투자에서는 달러 순유출

  * 2025년 1~4월 297.6억 달러 순유출 – 경상자금 249.6억 달러 유입, 직접투자 87.8억 달러 유출, 증권투자 459.5억 달러 유출

- 트럼프 관세에 2025년 경상흑자 축소 (수출 둔화) 예상되지만, 여전히 경상거래 측면에서는 달러 공급 우위 (수출 > 수입)

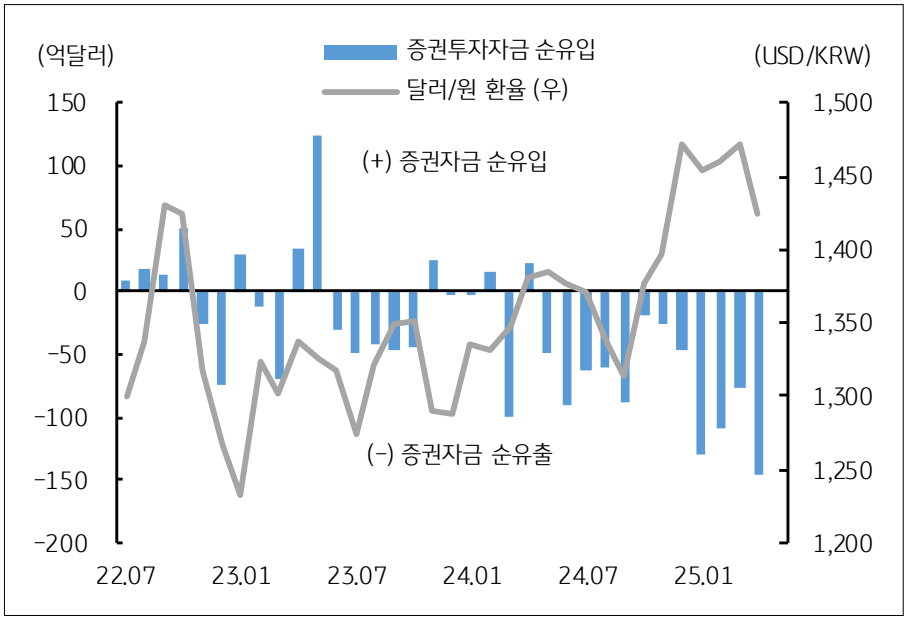
  * 2025년 경상수지 흑자 연간 820억 달러 – 한국은행 2025년 경제전망보고서 (2025/5/29일)

경상흑자는 지속, 하지만 환율 영향은 제한적



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

증권투자자금 유출이 환율 상승에 기여



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[KRW] 수급 분석 ① – 민간 해외투자, 연간 600~800억 달러 증가 (달러 수요)

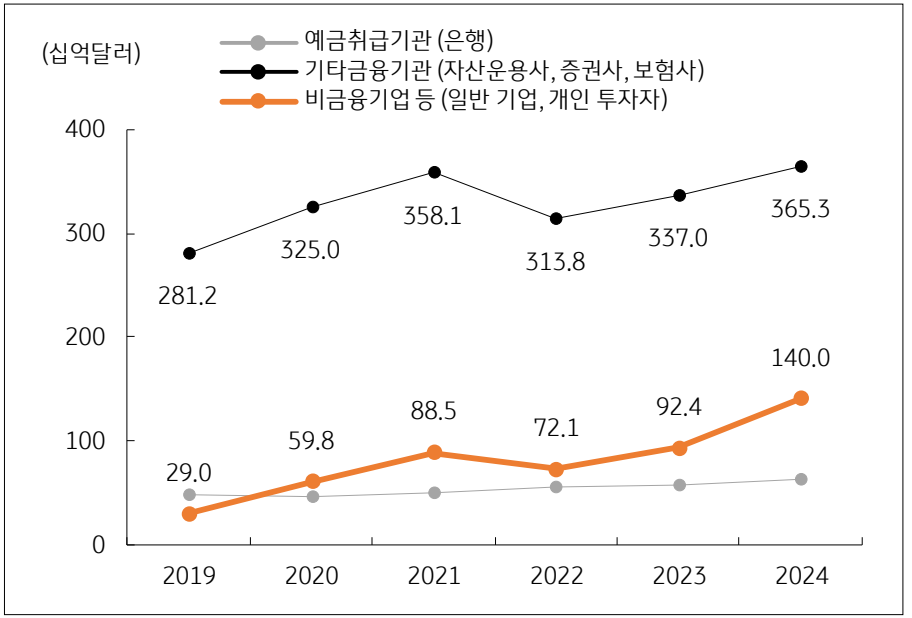
- 한국 해외투자의 한 축, 서학개미 – 2024년 말 기타금융기관 3,653억 달러, 개인투자자 1,400억 달러

  * 개인투자자가 해외투자 주도 (전년대비 47.6% 증가) – 한국 대비 미국 주식시장의 상대적 호조 때문

- 2025년부터 미국-한국 주식시장의 상대 수익률 하락 (KOSPI 호조 등) – 2025년 서학개미의 해외투자 증가 폭 둔화 가능성

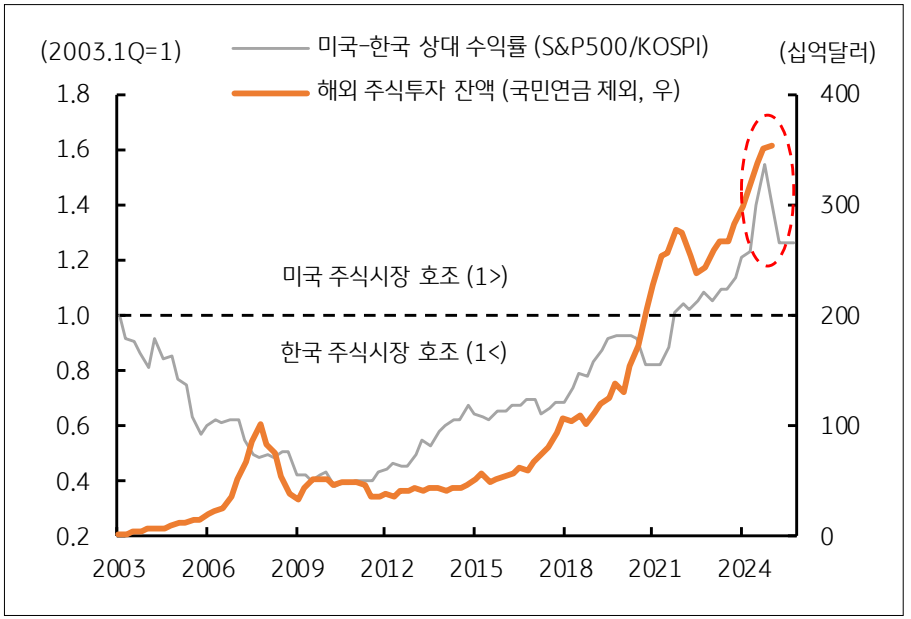
  * 민간 해외투자 연간 약 600~800억 달러 증가 – 분기 평균 150억~200억 달러 증가 가정 (2024년 분기 평균 200억 달러 증가)

우리나라의 해외자산 포트폴리오 추이 (국민연금 제외)



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

주식시장 상대 수익률과 민간 부문의 해외주식투자 추이



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

[KRW] 수급 분석 ② – 국민연금 해외투자, 연간 46.6조원 증가 (달러 수요)

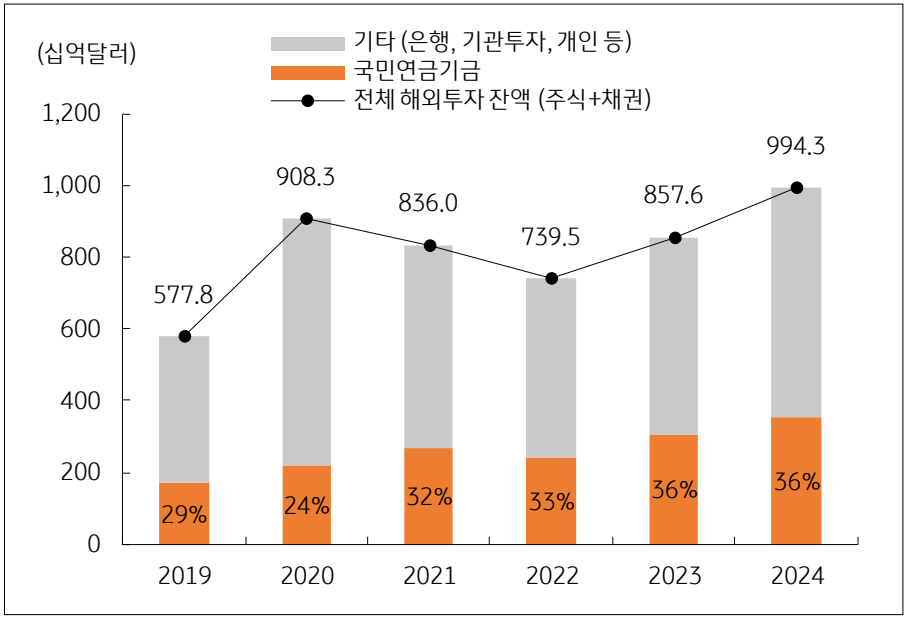
- 한국 해외투자의 큰 손, 국민연금 – 단일 기관으로는 국내 최대, 2024년 말 3,540억 달러 (주식 + 채권)

  * 우리나라 전체 해외자산 포트폴리오 9,943억 달러 – 국민연금 비중 36% 차지, 외환시장에 막대한 영향력

- 국민연금의 늘어나는 해외투자 규모 – 2025년 하반기에도 꾸준한 달러 수요에 환율 상승 자극할 가능성

  * 국민연금 해외투자 연간 46.6조원 증가 – 2026년도 국민연금기금운용계획 예상 기금 포트폴리오

우리나라의 해외자산 포트폴리오 (국민연금 비중)



자료: 한국은행, 국민연금기금, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 자본시장연구원 자료 인용, 2024년 수치는 직접 계산

국민연금 해외투자 금액, 2025년 연간 46.6조원 증가 계획

(조원)	2024년 말 (실적)	2025년 말 (계획)	2026년 말 (계획)
해외주식 투자	431.0	462.8	531.0
(증감)	(110.6)	(31.8)	(68.2)
해외채권 투자	88.3	103.1	109.3
(증감)	(14.6)	(14.8)	(6.2)
해외투자: 주식+투자	519.3	565.9	640.3
(증감)	(125.3)	(46.6)	(74.4)

자료: 국민연금 기금운용위원회, KB국민은행 자본시장사업그룹
주: 2026년도 국민연금기금운용계획 (안) 참고

[KRW] 수급 분석 ③ – 외국인 주식 자금, 연간 최대 12조원 순유입 (달러 공급)

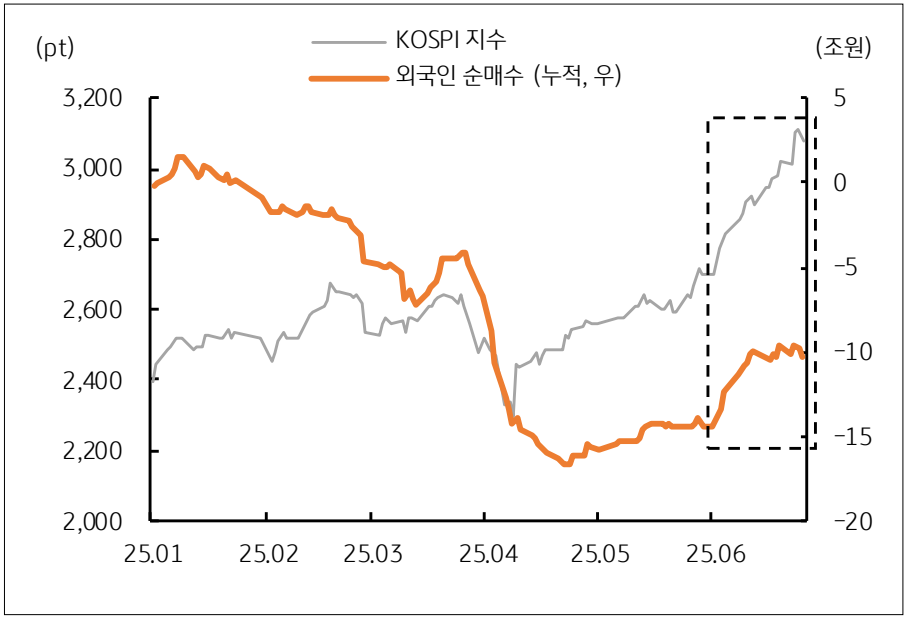
- 2025년 6월 한국 KOSPI 지수 3,000p 돌파 – 대선 이후 새 정부 경기부양책, 상법 개정 추진 등

  * KOSPI 지수 2021년 이후 처음으로 3,000p, KOSDAQ 800p 육박 – 6월 한 달 외국인 주식 자금 약 4조원 이상 순유입

- 국내 주식시장 호황과 다시 돌아올 외국인 주식 자금 – 향후 관건은 투자 환경 개선 (기업지배구조 투명성 제고 등)

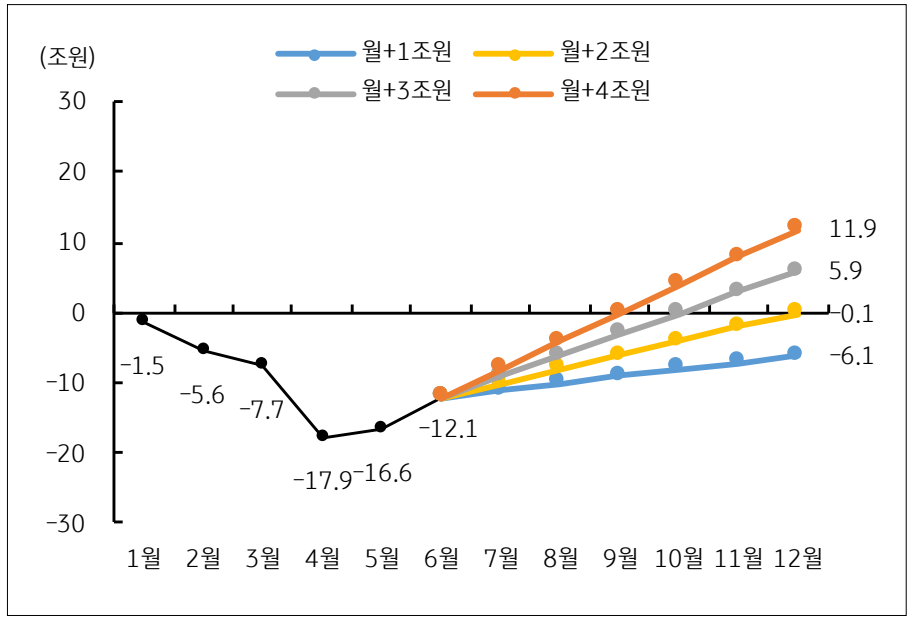
  * 외국인 국내주식 순유입 연간 최대 12조원 증가 – 하반기 매월 4조원 순유입 가정 (6월 외국인 순유입 규모)

KOSPI 3,000p 돌파, 외국인 순매수 한 달 동안 4조원 이상



자료: Infomax, KB국민은행 자본시장사업그룹

외국인 국내주식 순매수, 월간 4조원 증가 시 연간 최대 12조원 유입



자료: Infomax, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정

[KRW] 수급 분석 ④ – 대만 생보사 물량, 연간 400~900억 달러 (달러 공급)

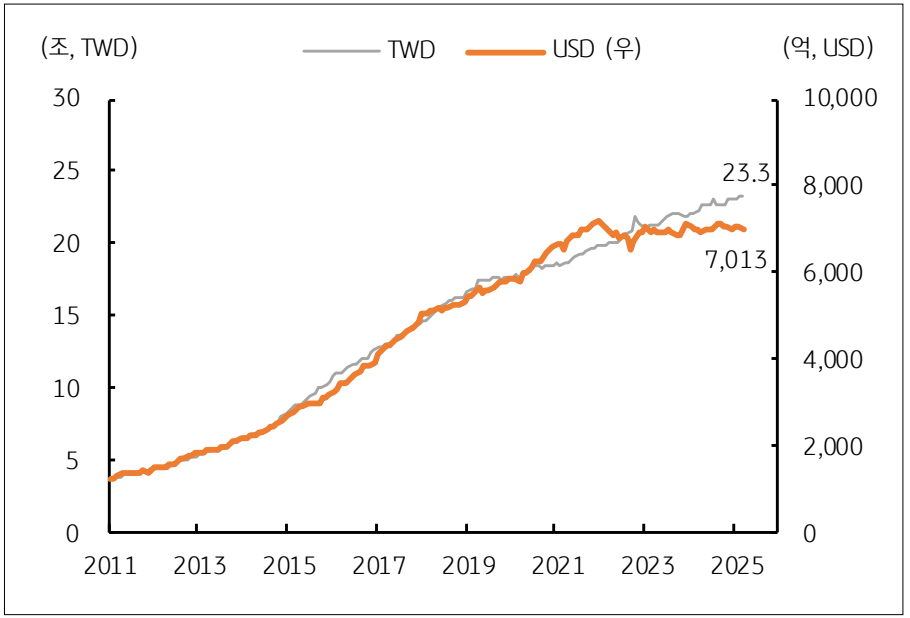
- 대만 생명보험사의 막대한 외화자산 규모와 환 헷지, 원화 가치에 영향 (USD 매도-KRW 매수, 원화 프록시 헷지)

  * 대만 생보사 외화자산 규모 7,013억 USD, 환 헷지 비중 60% 내외 – 헷지 비중 확대 시 'KRW 매수 증가' → '원화 가치 절상'

- 글로벌 달러 약세 시 대만 생보사 환 헷지 비중 확대 (환 차손 방지) – 과거 환 헷지 비중 최대 80%, 프록시 비중은 50% 추정

  * 대만 생보사 KRW 매수 물량 연간 400~900억 달러 내외 – 외화자산 헷지 비중 60~65%, KRW 헷지 비중 10~20% (보수적 가정)

대만 생보사의 외화자산은 7,000억 달러 규모



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

대만 생보사의 헷지 비중별 달러 공급 추정 (역외 시장)

(억달러)		USD 헷지 중 KRW 프록시 헷지 비중				
		10%	20%	30%	40%	50%
외화자산 헷지 비중	60%	420	840	1,260	1,680	2,100
	65%	455	910	1,365	1,820	2,275
	70%	490	980	1,470	1,960	2,450
	75%	525	1,050	1,575	2,100	2,625
	80%	560	1,120	1,680	2,240	2,800

자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 추정

[KRW] 연말 1,300원 하회도 가능, 미 달러화 약세와 원화 저평가 해소

- 2025년 하반기 달러/원 환율 1,280~1,420원 예상 – 글로벌 달러 약세 및 원화 저평가 해소, 반면 상방 리스크도 상존

  * 하락 요인: 미 달러화 약세 지속 (신뢰도 하락), 원화 저평가 해소 (국내 경기회복, 한미 금리차 축소, 외환 수급 불균형 완화 등)

  * 상승 요인: 달러 반등 (연준 금리인하 지연), 위안화 평가절하 (미중 무역전쟁 심화), 국제유가 리스크 (중동 갈등 재점화)

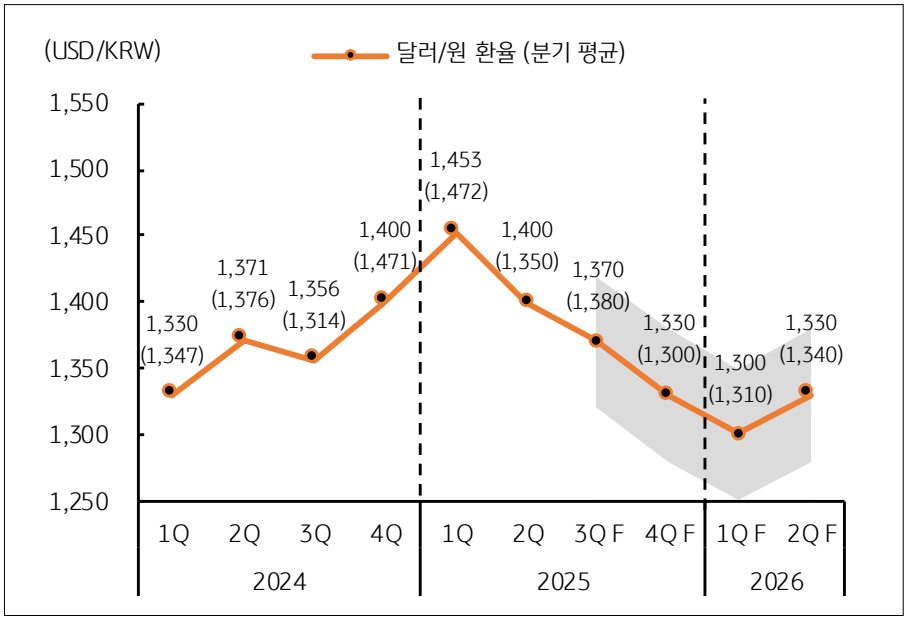
- 2025년 하반기 주목할 이벤트 – 연준 금리인하 재개 시점, 미중 무역전쟁 및 중동 사태 양상, 국내 경기회복 여부 등

2025년 하반기 달러/원 환율 주요 상하방 요인

	기본 전망 (60%)	상방 리스크 (30%)	하방 리스크 (10%)
미국 요인	완만한 고용 및 물가 둔화	고용 호조, 물가 고착화	급격한 고용 및 물가 둔화
	연준 연내 2회 인하	연준 연내 1회 인하	연준 연내 3회 이상 인하
	달러 신뢰도 하락	달러 신뢰도 정상화	탈 달러 가속화
글로벌 요인	ECB 연내 1회 인하	ECB 연내 2회 이상 인하	ECB 인하 사이클 종료
	BOJ 연내 1회 인상	BOJ 연내 금리 동결	BOJ 연내 2회 이상 인상
	중동 갈등 현상황 유지	중동 갈등 재점화	중동 갈등 완화
	국제유가 60~80불	국제유가 80불 이상	국제유가 60불 이하
	미중 무역협상 교착	미중 무역전쟁 심화	미중 무역전쟁 종료
국내 요인	완만한 경기회복	경기회복 지연	경기회복 가속화
	BOK 연내 1회 인하	BOK 연내 2회 이상 인하	BOK 연내 금리동결
	외국인 자금 순유입 지속	국장 부진, 해외투자 증가	대만 생보사 자금 유입

자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹

달러/원 환율 전망치, 2025년 4분기 1,300원대 초반까지 하락



자료: Bloomberg, KB국민은행 자본시장사업그룹 전망 (2025.6.27)
주: 괄호 ()는 기말 수치

주요국 환율 전망 Table

	Spot (6.27)	하반기 Range	2025				2026		2025 F	2026 F	2027 F
			1Q	2Q	3Q F	4Q F	1Q F	2Q F			
USDKRW (달러/원)	**1,357**	**1,350 (1,280~1,420)**	**1,453**	**1,400**	**1,370**	**1,330**	**1,300**	**1,330**	**1,388**	**1,330**	**1,300**
EURUSD (유로/달러)	1.172	1.160 (1.140~1.180)	1.053	1.134	1.157	1.165	1.183	1.178	1.127	1.175	1.200
USDJPY (달러/엔)	144.6	139 (133~145)	152	145	141	137	135	134	144	130	130
GBPUSD (파운드/달러)	1.372	1.370 (1.320~1.420)	1.261	1.336	1.367	1.375	1.378	1.375	1.335	1.375	1.400
USDCNY (달러/위안)	7.17	7.18 (7.14~7.22)	7.28	7.23	7.19	7.17	7.15	7.15	7.22	7.15	7.05
DXY (달러화 지수)	97.3	97.0 (94.0~100.0)	106.6	99.5	97.5	96.4	95.1	95.3	99.9	95.0	93.4
EURKRW (유로/원)	**1,588**	**1,565 (1,520~1,610)**	**1,530**	**1,588**	**1,585**	**1,549**	**1,538**	**1,567**	**1,565**	**1,563**	**1,560**
JPYKRW (100엔/원)	**940**	**970 (930~1,010)**	**953**	**968**	**969**	**971**	**963**	**995**	**965**	**1,023**	**1,000**
CNYKRW (위안/원)	**189**	**188 (183~193)**	**200**	**194**	**191**	**185**	**182**	**186**	**192**	**186**	**184**

자료 : Bloomberg, KB국민은행 자본시장그룹 전망 (2025.6.27)

고지사항: 본 자료는 경제 및 투자 여건에 대한 이해를 돕기 위한 정보제공 목적으로 작성, 배포되는 조사분석자료로 오직 정보제공만을 목적으로 합니다. 따라서 고객의 투자 상담이나 투자결과에 대한 법적 책임소재와 관련된 증빙자료로 사용될 수 없으며, 고객의 최종적인 투자 결정은 고객의 판단 및 책임에 근거하여 이루어져야 합니다. 또한, 본 자료에서 제시된 어떠한 예측이나 전망도 실현된다는 보장은 없습니다. 당행 직원은 투자 권유 또는 투자 관련 고객 상담 시 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률” 및 당행 규정 업무 프로세스를 준수할 의무가 있습니다. 또한, 본 자료의 지적 재산권은 KB국민은행에 있으므로 당행의 사전 동의 없이 본 자료의 무단 배포 및 복제는 금지됩니다.