

2025년 11월 03일
키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2026년 금융시장 전망 part 2. 심표와 전환점

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

채권전략/ESG 안예하 yhahn@kiwoom.com

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com

RA 이현수 hslee@kiwoom.com

RA 유지윤 jiyun.yoo@kiwoom.com

Contents

Summary	P.3
I. 채권: 인하인 듯, 인하 아닌, 인하 같은	P.4
II. 원자재 : 따로 또 같이	P.41
III. FX: 자본흐름이 이끄는 환율 상승 국면	P.67
IV. 디지털자산: 우호적인 환경 속 제도권 참여 확대	P.97

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 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: 인하인 듯, 인하 아닌, 인하 같은

- 2026년에도 통화 완화 사이클은 이어질 것으로 예상. 한국과 미국 모두 연간 1회 인하하며 인하 속도가 현저하게 축소되었으나, 선별적 유동성 공급 정책과 양적긴축 종료 등을 통해 유동성이 완만하게 확대되는 환경이 조성될 것으로 기대
- 시장금리는 상반기 중 금리 인하 기대가 유입되며 하락 후 하반기 들어서는 횡보할 것으로 예상. 금리 인하 사이클이 휴식기에 들어가며 상방 리스크에 노출될 수 있으나, 재정 확장에 공조하는 차원의 통화 완화 정책이 금리 상방을 제약시키며 박스권 등락 예상

II. 원자재: 따로 또 같이

- 유동성 공급이 늘어나는 구조 하에서 2026년 원자재 시장에 대한 투자 수요 유입될 것으로 예상. 그러나 원유에 대한 투자 수요는 단기에 그칠 것으로 예상. 산업구조 변화와 에너지 전환 등을 고려했을 때 중장기적인 수요 확대를 기대하기는 어렵기 때문
- 반면 금에 대한 관심은 꾸준히 이어질 것으로 예상. 유동성 공급에 따른 인플레이션 헷지 수요, 지정학적 리스크에 따른 안전자산 수요가 지속될 것으로 보이고 중앙은행의 매수를 유발했던 여건들에 변화도 부재한 만큼 단기 조정 이후 상승 추세 지속 예상

III. FX : 자본흐름이 이끄는 환율 상승 국면

- 한국의 구조적 저성장과 해외 투자 확대가 맞물리며, 달러/원 환율은 점진적으로 높은 평균 수준을 형성할 전망. 내국인의 해외 투자 확대는 장기적으로 외화 수요를 증가시키는 요인으로 작용하며, 환율 결정의 축이 경상수지에서 자본수지로 점차 이동
- 2026년 달러화는 완만한 U자형 경로를 그릴 전망이며, 달러/원 환율은 1분기 저점 형성 후 대미 투자 확대와 구조적 해외투자 증가가 상시적인 달러 수요를 자극하며, 환율은 단계적 상승 전환될 전망

IV. 디지털자산: 우호적인 환경 속 제도권 참여 확대

- 2026년 디지털자산 시장은 규제 명확화와 알트코인 ETF 승인 등 우호적인 환경 조성이 지속될 것으로 보이며, 이는 기업과 기관의 디지털자산 보유량 확대와 시장 진출 가속화로 이어질 전망. 이에 따라 시장 주도권은 점차 개인투자자에서 기업 · 기관 중심으로 이동
- 기관의 시장 참여 확대로 기존 금융시장 내 블록체인 도입 본격화되며 주식토큰화 시장 성장 기대. 한편, 스테이블코인은 주식토큰화 결제 수단 채택 등에 따른 시장 확장과 GENIUS Act 시행을 앞두고 제도권 참여 확대로 시장 구도 변화 주목 필요

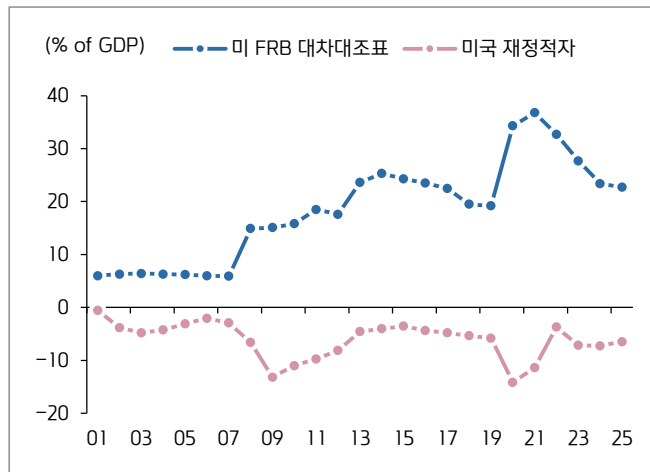


I. 채권: 인하인 듯, 인하 아닌, 인하 같은

01. (요약) 2026년 미국 통화정책 및 금리 전망

- ▶ 미 연준, 2025년 9월부터 시작된 정책금리 인하 사이클은 경기 하방을 막아주는 역할을 하면서 2026년에도 지속될 것으로 예상
 - 2025년 중 9, 10, 12월 3회 인하 후, 2026년 2분기 말 6월 금리 인하 단행 예상
- ▶ 미국채 10년물은 완만한 금리 인하를 반영하면서 상반기 중 하락 후 하반기에는 소폭 반등 예상.
 재정 확대 속 경기 개선, 관세로 인한 물가 상방 경계 등의 상방 요인이 있는 가운데
 트럼프 금리 인하 압박, QT 종료, 고용 추가 둔화 등의 하방 요인이 상충되며 3.5~4.2% 레벨에서 박스권 등락 전망

미 연준 대차대조표와 미국 재정적자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

분기별 금리 전망치

(정책금리 기말, 시장금리 평균)	'25 1Q	'25 2Q	'25 3Q	'25 4Q	'26 1Q	'26 2Q	'26 3Q	'26 4Q
한국 기준금리	2.75	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
미국 정책금리	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
국고 3년물	2.59	2.39	2.45	2.55	2.38	2.40	2.45	2.40
국고 10년물	2.82	2.73	2.83	2.85	2.68	2.75	2.75	2.70
미국채 10년물	4.45	4.30	4.25	4.00	3.80	3.65	3.70	3.75

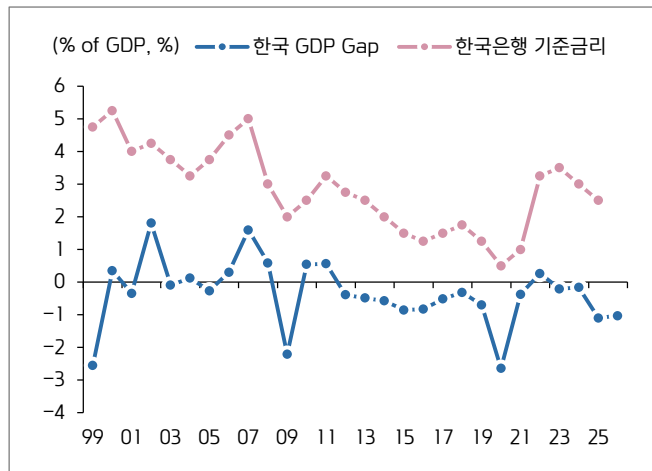
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

(요약) 2026년 한국 통화정책 및 금리 전망

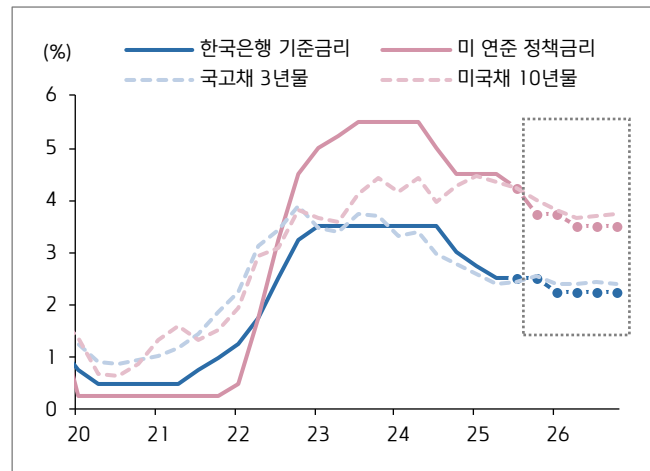
- ▶ 한국은행, 2025년 4분기 금리 동결 후 2026년 1분기 중 한 차례 금리 인하 예상.
한국 부동산 시장 과열에 따른 규제 정책 등을 고려하면 11월에도 규제를 통한 영향을 확인하기 어렵다는 점에서 올해 남은 기간 동결. 다만 2026년 상반기 중 금융안정 확인 후 정부의 재정 확장 정책에 대한 공조 차원에서 금리 인하 한차례 전망
- ▶ 국고채 금리는 상반기 하락 후 하반기 소폭 조정되며 횡보 예상. 상반기 중 WGBI 편입과 대규모 재정 확장 속 기준금리 인하 기대 등이 하락 요인으로 작용하는 가운데, 상고하저의 성장률 흐름을 고려하면, 하반기 들어 상하방 요인이 충돌하며 횡보 예상. 계속되는 재정 확장에 따른 이자 부담을 낮추기 위한 금리 인하 가능성은 여전히 열려 있으나, 속도 조절에 나서는 점이 시장금리 하락을 제한시킬 것

한국 GDP갭과 기준금리 추이



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

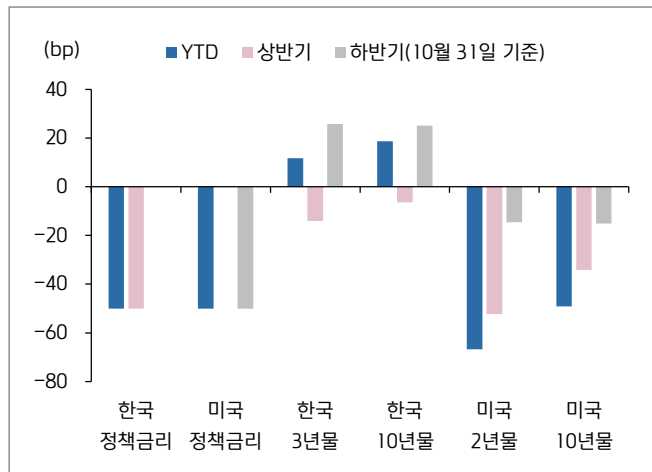
한미 정책금리와 시장금리 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

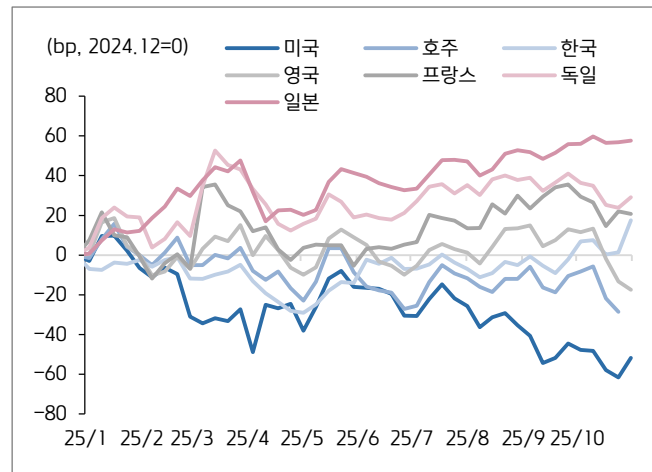
- ▶ 2025년 채권시장은 ‘각자도생’. 국가별 통화정책과 재정정책 시점이 달라지면서 미국과 여타 국가들과의 상관관계가 약화되면서 각자의 사정에 따라 움직이는 시장의 형태를 보임
 - 미국 트럼프 행정부의 관세 정책 등 재정 정책으로 인해 미 연준의 금리 인하가 하반기로 지연된 가운데, 한국은행은 관세정책으로 인한 수요 둔화 우려와 국내 정치 불확실성 등에 상반기 중 집중적으로 금리 인하
 - 그 가운데 일본, 프랑스, 영국, 독일 등은 재정 확장에 대한 우려 등이 수시로 불거지면서 연초 대비 금리 상승 압력이 높아짐. 한국 또한 하반기 들어 하락폭을 축소하는 움직임을 보이는 등 재정 확장에 대한 우려를 반영

한미 정책금리와 시장금리 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

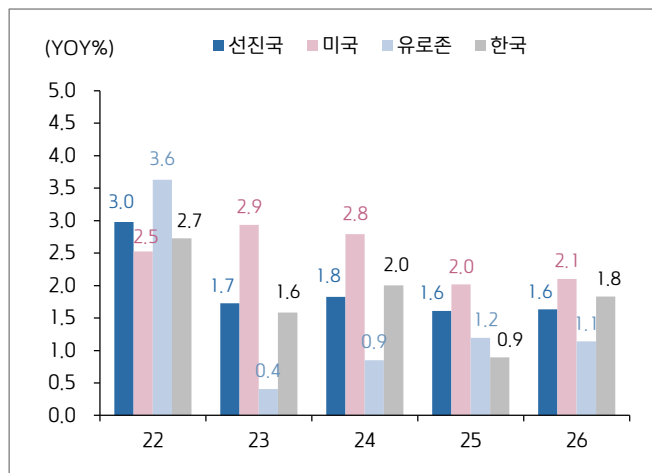
국가별 10년물 국채 금리 2024년 말 기준 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

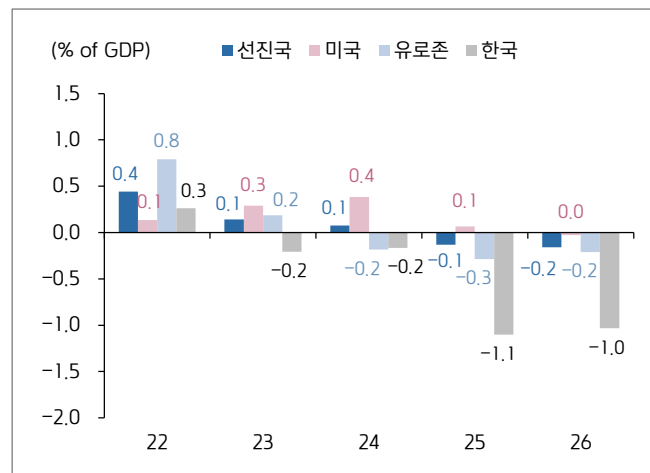
- ▶ 2026년의 화두는 미 연준을 비롯한 주요국들의 금리 인하 사이클이 지속되는지 여부.
관세 정책의 영향이 예상보다 크게 악화되지는 않을 것으로 나타나면서 대부분 기관들이 전망하는 2026년 성장률 전망치는 2025년과 비슷한 성장세를 유지할 것으로 예상
- 선진국 성장률은 전년도 수준을 유지할 것으로 예상하는 가운데, 한국은 소폭 개선 예상
- 그럼에도 여전히 잠재성장률을 하회하는 성장세라는 점에서 재정 및 통화 완화 정책 등 부양 정책의 필요성이 수시로 부각될 것으로 판단. 통화정책 측면에서 인하 사이클 지속 시그널은 유지할 전망
- ▶ 완만한 성장세를 보인다는 점에서 미 연준과 한국은행 모두 금리 인하 속도를 축소할 수 밖에 없으나, 금리 인하가 종료되었다는 시그널을 강하게 내비치기에는 금리 상승에 따른 기업과 정부의 이자 부담을 고려할 필요. 양극화된 성장 속에서 선별적 유동성 지원 등을 통해 완화 사이클을 유지할 전망

IMF 국가별 성장률 전망치



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

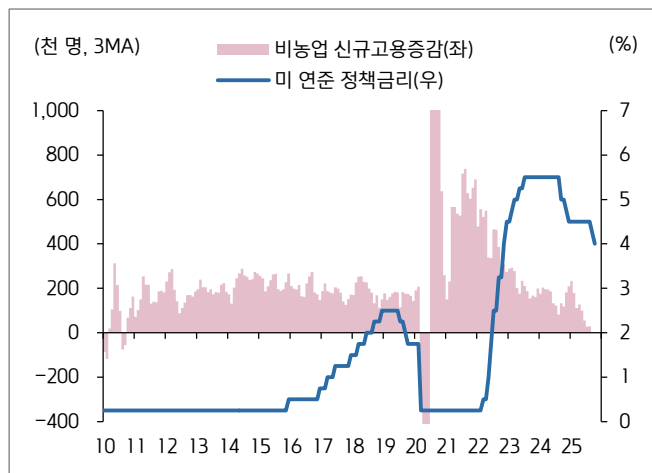
IMF 국가별 아웃풋 갭 전망치



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

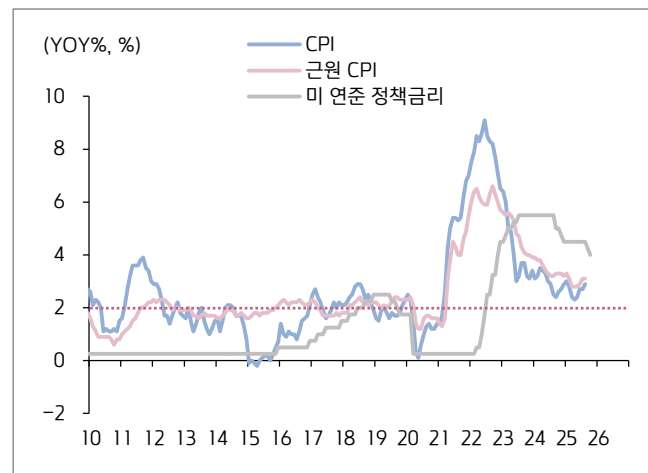
- ▶ 미 연준은 2024년 12월 이후 동결기를 유지하다 2025년 9월과 10월 연속 2회 인하
 - 둔화된 고용시장에 대한 예방적 차원의 금리 인하 단행. 신규 고용자수가 큰 폭 둔화되면서 경기 둔화 우려가 부각된 데 따라 수요 둔화를 제어하기 위한 금리 인하
 - 여전히 높은 수준의 물가에도 수요 둔화 우려가 높아진 점에 따라 미 연준은 고용 안정이라는 목표를 위해 금리 인하를 단행한 것
- ▶ 경기 침체 상황은 아니나 고용 둔화 등 일부 수요 둔화를 개선시키기 위한 방어적 성격의 인하로 볼 수 있으며, 그 과정에서 결국 미 연준은 중립금리 수준까지 인하를 단행할 것으로 예상

미국 비농업 신규고용과 미 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

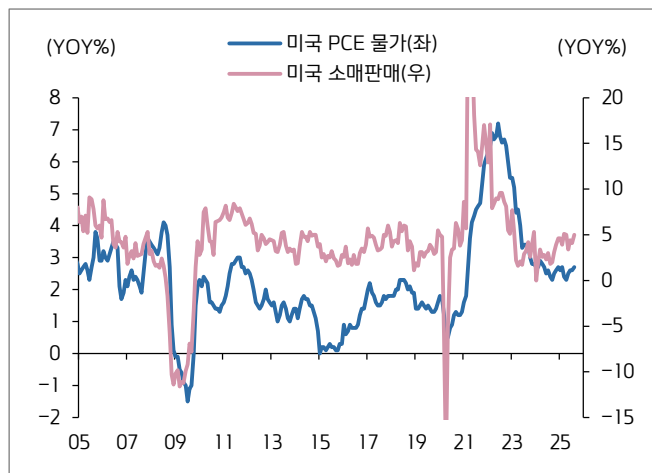
미국 소비자물가지수와 미 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

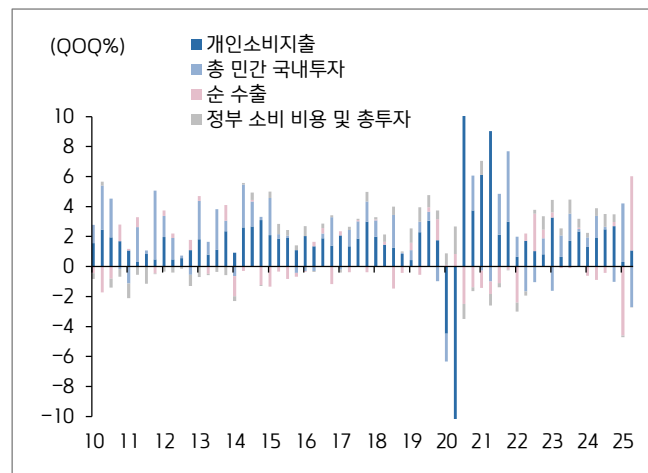
- ▶ 미국 고용 둔화 흐름이 나타나고 있으나, 여전히 미국 소매판매는 견조한 흐름을 보이고 있으며, 미국 2분기까지의 GDP 성장 또한 견조. 1분기에는 순수출, 2분기에는 국내투자 부문이 마이너스 성장을 보였으나, 관세발 영향에도 고정투자 증가와 견조한 소비 등이 성장을 뒷받침하고 있는 것으로 나타남
- ▶ 미중 관세 전쟁이 수시로 불거지고 있지만, 경기 침체를 불러올만큼 실적이 부진하다는 점은 아니라는 점에서 일부 금리 인하 등을 통한 예방적 금리 인하로 완만한 성장 흐름이 유지될 것으로 예상

미국 PCE 물가와 미국 소매판매



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 항목별 기여도

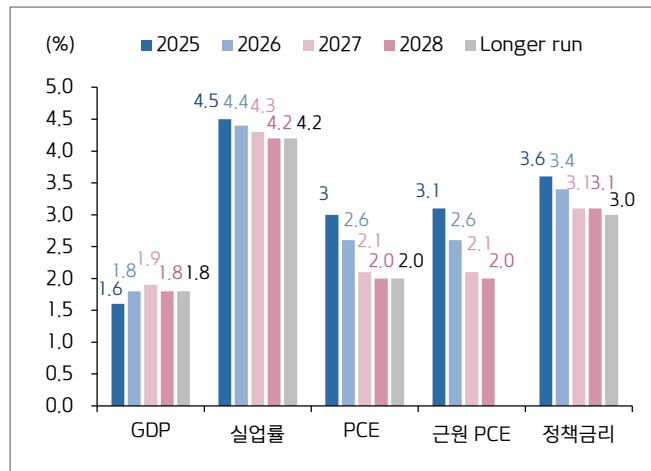


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07. (1)미 연준 - 신중하지만 완화적인 기조

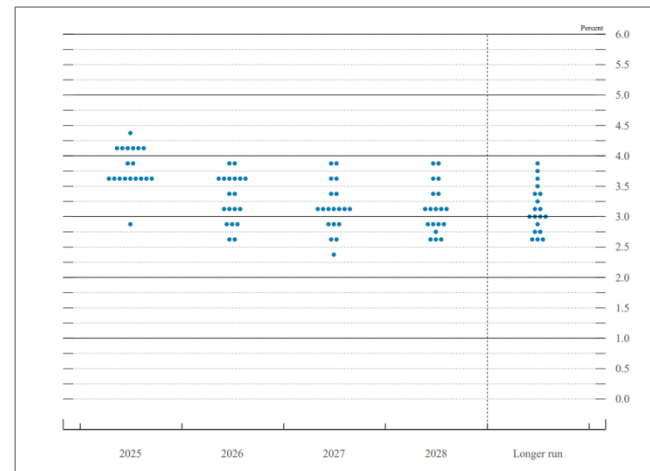
- ▶ 미 연준 또한 경제 전망과 실업률 등을 보면 경기에 대해서는 긍정적인 평가. 물가 전망치도 2027년 들어서야 2% 초반선으로 떨어질 것으로 예상하며 금리 인하 속도가 더딜 수 있음을 시사
 - 높은 물가도 금리 인하를 완만하게 만드는 요인이겠지만, 견조한 성장 또한 마찬가지로 역할
- ▶ 미 연준은 9월 FOMC에서 점도표를 발표하면서 올해 남은 회의와 내년에 대한 금리 인하 시그널을 보냄
 - 9월 점도표, 2025년 추가 2회, 2026년 1회, 2027년 1회 정도의 완만한 금리 인하 시사
 - 연준 위원들 간의 이견차가 발생하고 있으나, 전반적으로 인하에 대해 신중하나 완만한 인하를 예상

미 연준 9월 제시한 향후 경제 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

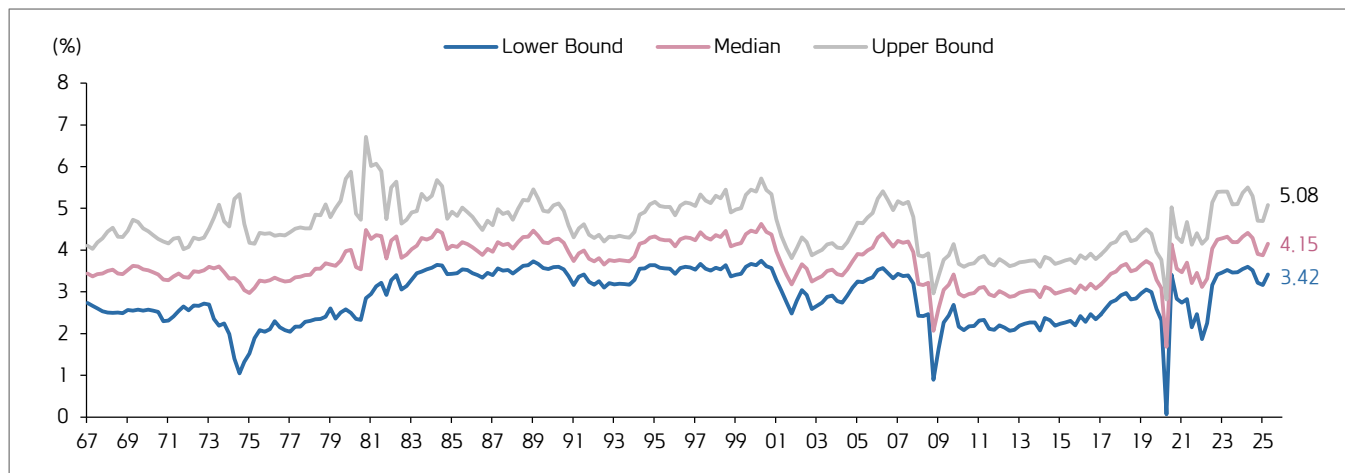
미 연준 9월 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 행정부의 연준에 대한 압박이 지속되는 점도 미 연준의 금리 인하가 완만하더라도 지속될 수 있음을 내포. 다만, 견조한 실물경기 및 안정적인 금융시장 등을 기반으로 보면 미 연준의 금리 인하가 급격하지도 않을 가능성이 높음
 - 트럼프발 정치 리스크는 상존하나, 급격한 금리 인하 시 기대인플레이 압력에 시장금리가 상승 압력을 받을 수 있다는 점을 고려하면, 트럼프 또한 완급 조절이 있을 것으로 판단
- ▶ L-M 모델 상 명목 중립금리 수준이 2분기 들어서는 물가 반등 등에 소폭 높아졌으나, 저유가 흐름과 고용 둔화 등 경기 하방 위험이 좀더 부각된 상황임을 고려하면 모델 상 하단~중간 수준에서 중립금리가 형성되어있다고 판단. 물가 상방 압력이 제한된다는 점에서 3.0~3.75% 수준이 중립금리 수준으로 봄
 - 급격한 경기 둔화 압력은 없다는 점에서 3.25~3.50% 수준까지 금리 인하 단행 예상

미 연준 중립금리 L-M 모델 상 추이(+2% 명목금리)



자료: Richmond Fed, 키움증권 리서치센터

- ▶ 파월 연준 의장의 임기는 2026년 5월 23일로, 임기 마무리 전까지 3회의 회의가 있음(1, 3, 4월)
- ▶ 완만한 경제 성장세를 고려할 때 미 연준은 금리 인하를 단행하나 그 속도를 둔화시켜야 하는 상황이라면 미 연준은 지속적인 금리 인하보다는 금리 정책 이외의 수단도 함께 사용할 것으로 판단
- ▶ 트럼프 정부의 금리 인하 주문을 고려하면 파월 연준 의장은 QT 종료 카드를 먼저 사용하면서 장기금리를 낮추는 정책을 취할 것으로 보며, 임기 종료 후 새로운 연준 의장이 금리 인하 카드를 사용해 시중금리를 한차례 낮추는 정책을 취할 것으로 판단

차기 연준 의장 거론 후보

후보	 Kevin Hassett	 Kevin Warsh	 Christopher Waller
주요 경력	현) 백악관 국가경제위원회(NEC) 국장 전) 트럼프 행정부 경제자문회의(CEA) 의장	전) 미 연준 이사(2006~2011)	현) 미 연준 이사
성향	성장중시, 저금리 선호	인플레이션 경계하는 강한 매파	금리 인하 등 완화 정책 주장
발언	"연준은 보다 투명하게 운영되어야 한다" "연준의 대응이 너무 느슨하다"	"관세는 인플레이션을 야기하는 주된 원인이 아니며 연준의 금리는 더 낮아야 함"	"노동시장 우려에 10월 25bp 인하 지지" "인하를 통해 중립수준으로 이동할 필요"

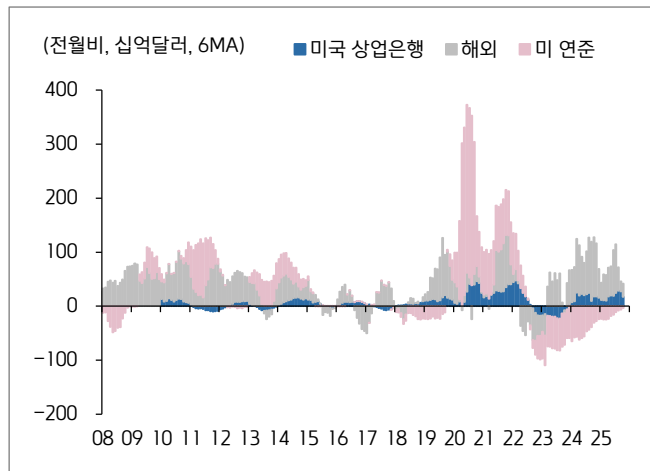
자료: 키움증권 리서치센터

10.

(1)미 연준 - QT 중단을 통해 시장 변동성을 낮추는 역할을 할 것

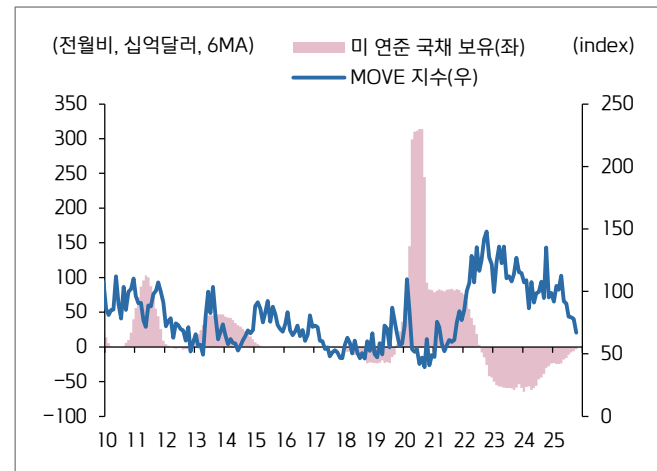
- ▶ 미 연준은 12월 1일부터 자산 긴축(QT, Quantitative Tightening)을 중단하기로 결정.
 그간 채권시장 변동성 확대의 배경에는 미국채의 주요 수요처였던 미 연준의 공백이 있었기 때문이었음을
 고려하면 미 연준의 자산긴축 중단만으로도 시장 변동성을 완화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상
 - 은행권에 대한 SLR 규제 완화 또한 미국채 수요를 안정시키는 역할을 하게 될 것

미국채 주요 수요 주체별 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 국채 보유량과 MOVE 지수 추이



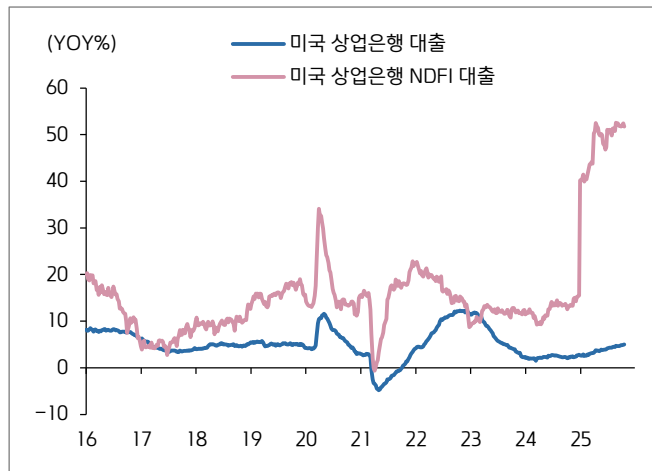
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

(1)미 연준 - 시장금리 상승에 따른 리스크가 상존한다는 점을 고려하면

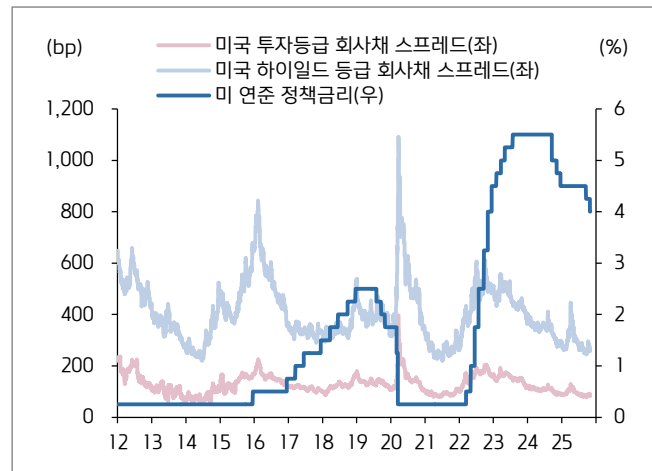
- ▶ 미 연준은 정책금리 인하에는 신중할 수 밖에 없으나, 인하 사이클이 종료되었다는 인식을 주기에는 부담. 비금융기관에 대한 대출 확대 속에 부실 대출에 대한 경계감이 부각되는 상황이며, 시장금리 상승 시 차환 발행에 대한 부담과 부실 채권 리스크가 재부각될 수 있는 환경이라는 점에서 시장금리 상승을 용인하기 어려울 것
- ▶ 완만한 경기 연착륙 과정이라는 점을 고려하면 미 연준은 현재 상황에서 금리를 인상하거나 동결기를 장기화한다는 인식을 주기보다는 인하 휴지기로 인식하도록 하는 시그널을 남겨둘 것

미국 상업은행 NDFI 대출 규모 증가율



자료: FRED, 키움증권 리서치센터

미국 신용스프레드와 미 연준 정책금리 추이



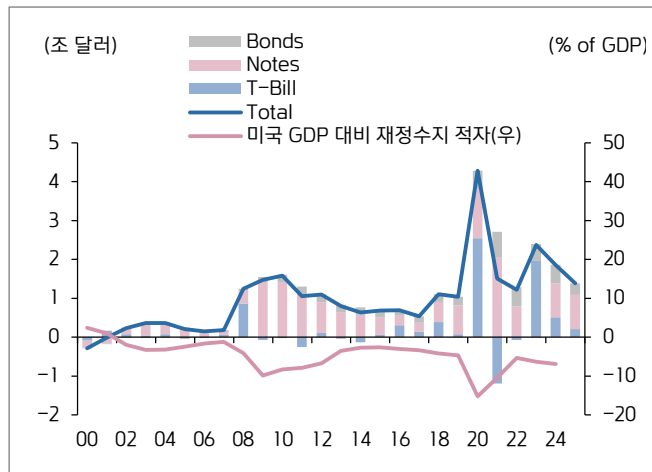
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

(1)미 연준 - 재무부의 발행 변화에 발맞춤할 미 연준

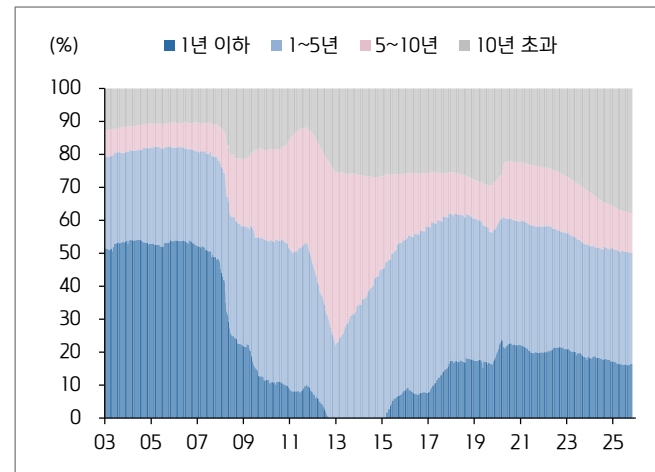
- ▶ 재무부의 단기채 중심의 발행 예산을 고려하더라도 미 연준의 QT 종료 후 장기채 비중이 점차 축소되며 듀레이션이 축소되는 점도 시장금리 변동성을 낮추는 요인이 될 것
 - 단기채 수요 증가(스테이블코인 등)에 맞춰 단기채 중심으로 발행을 확대하는 가운데 미 연준도 자산 듀레이션을 축소해 나가며 재무부 정책에 발맞춤할 가능성
 - 혹은 가파른 금리 상승을 제약시키기 위해 오퍼레이션 트위스트를 시행하는 등 시장금리를 낮추는 정책을 취할 가능성도 배제할 수 없음. 즉, 미 연준은 재무부의 정책에 맞춰 시장금리를 변동성을 완화시키려는 정책을 시행할 가능성이 높음

미국채 만기별 순발행 규모 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

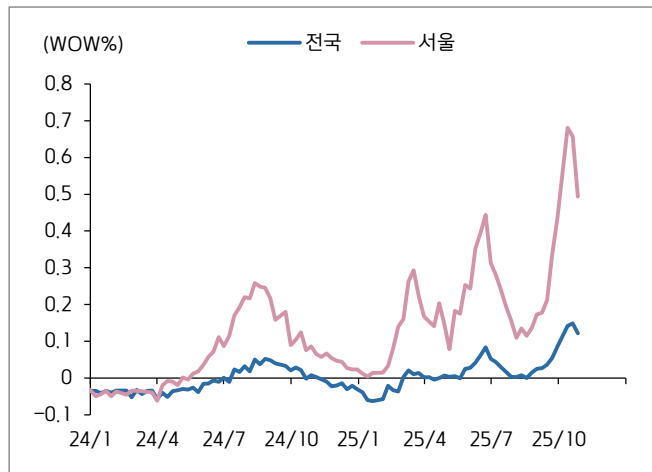
미 연준 보유 국채 만기별 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

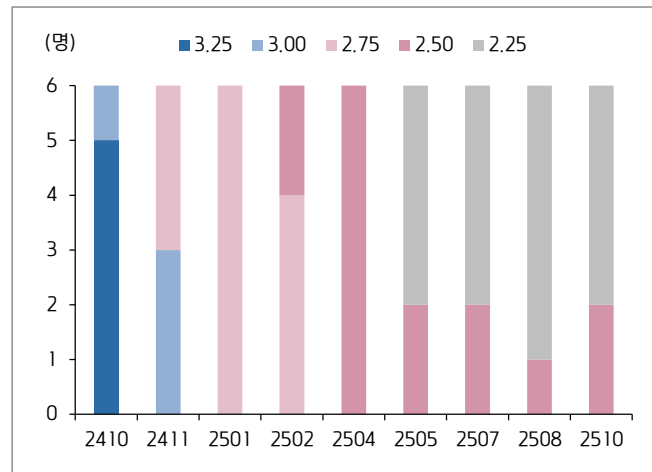
- ▶ 한국은행의 금리 동결 사이클이 시작되었다고 보기는 시기상조. 2025년 10월 금통위 이후로 한국은행의 금리 동결 사이클이 시작될 것이라는 기대로 변화하는 상황이나 금리 인하 소수의견이 유지되었다는 점, 3개월 내 인하 가능성을 열어두는 위원이 여전히 과반수 이상이라는 점 등을 고려하면, 인하 기대를 유지시키고 있음
- ▶ 다만 8월 대비 10월 인하 가능성을 열어두는 위원은 5명에서 4명으로 축소되면서 향후 상황에 따라 금리 인하 시기를 2026년 1분기 이후로 지연시키는 시그널로 판단함
 - 한국은행은 경기 방향에 대한 불확실성이 높은 가운데 수도권 중심의 부동산 가격 상승으로 금융안정을 우선시하는 정책을 취하기로 결정했으며, 이와 같은 상황이 연내에 빠르게 해소되기는 어렵다고 판단

한국 지역별 아파트 가격 주간 상승률 추이



자료: KB부동산 데이터허브, 키움증권 리서치센터

한국은행 금통위원 3개월 포워드 가이드런스



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 부동산 가격 상승 압력이 진정되지 않을 경우 추가적인 규제 정책이 나올 수 있다는 점은 연내 동결 가능성을 높이는 요인
- 금리 동결기를 지속하고 있음에도 부동산 가격 상승 압력이 높아짐에 따라 정부는 2025년 중 부동산 규제 정책 세가지를 발표. 9월 초 이후 10월에도 연달아 발표했으며, 10월 정책 효과를 지켜보기 위해 11월 금통위에서도 기준금리 동결 가능성이 우세하다는 판단
 - 대부분 수도권 지역을 토지허가제도 등 규제 지역으로 확대한다는 점에서 효과가 나타날 수 있으나, 풍선효과에 대한 경계감이 높은 상황
 - 그간 금리 인하 소수의견을 제시했던 신성환 금통위원 또한 10월 금통위 전 거시건전성정책을 시행해야 한다는 입장을 보인 점도 주목할 만. 10월에도 소수의견을 제시하기는 했으나, 상황 변화 시 유동적으로 변화할 수 있는 가능성

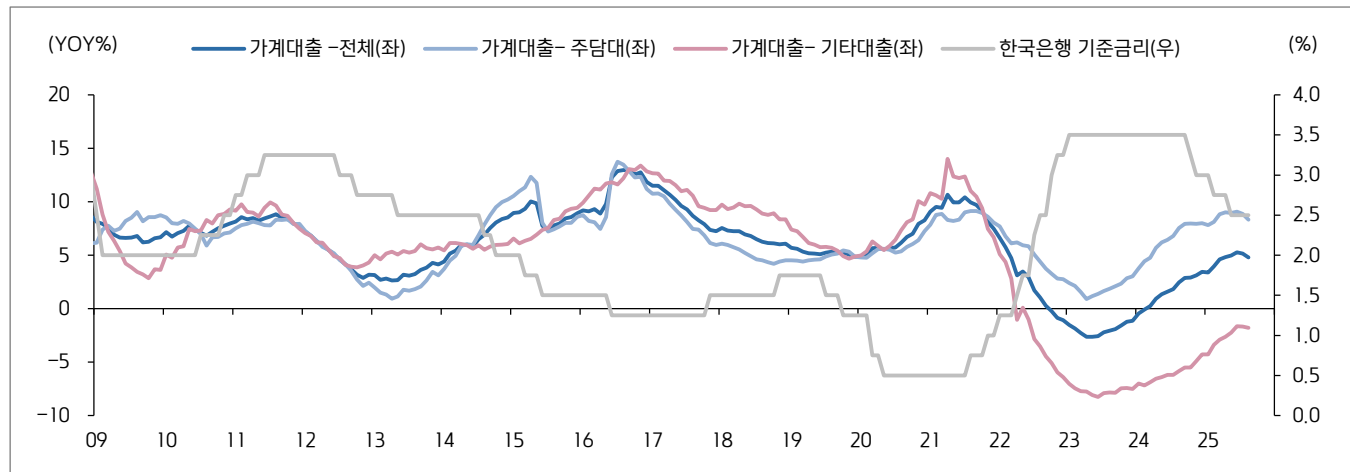
부동산 규제 정책

날짜	조치명	핵심 내용
2025-06-27	6.27 가계부채 관리 강화	수도권/규제지역 주택구입 목적 주담대 총액 상한 6억원 신설 다주택자 추가 주담대 금지 확대 생애최초 LTV 80%→70%(수도권/규제지역)
2025-09-07	9.7 주택공급 확대방안	현 규제지역(강남3구/용산) 주담대 상한 40%로 추가 강화
2025-10-15	10.15 주택시장 안정화 대책	수도권/규제지역 가격대별 주담대 상한 차등 수도권/규제지역 스트레스 금리 상향 규제지역, 토지거래허가구역 확대(서울 전역+경기 12곳 등)

자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부의 부동산 수요 규제 정책을 고려하면 점진적으로 가계 대출 증가세가 둔화되면서 금융안정 측면의 요인은 점차 약화될 것으로 예상
 - 가계 대출 증가세는 7월 이후로 둔화 추세를 보이고 있음. 6.27 부동산 정책 시행 이후 대출 규모는 축소되면서 증가세 둔화되었으며, 10. 15 대책 이후 토허제 지역 확대, 주담대 가격별 차등 등의 정책을 고려하면 전반적인 대출 규모는 축소되면서 연말까지 둔화 흐름이 이어질 것으로 전망
 - 단 10.15 정책 발표 이후 여전히 수도권 중심의 가격 상승 기대가 조성되고 있는 점을 고려할 필요가 있으며, 한국은행의 금융안정을 강조하는 스탠스를 고려할 때, 11월에는 금리 인하보다는 동결을 선택할 것으로 예상
- ▶ 부동산 시장의 변동성을 완화시키는 것이 정부 규제 정책의 목적이라면, 대출 증가율 감소와 가격 상승률 둔화를 확인하는 과정을 거친 후 한국은행의 금리 인하 여력이 확대될 것으로 판단

가계 대출 증가율 추이



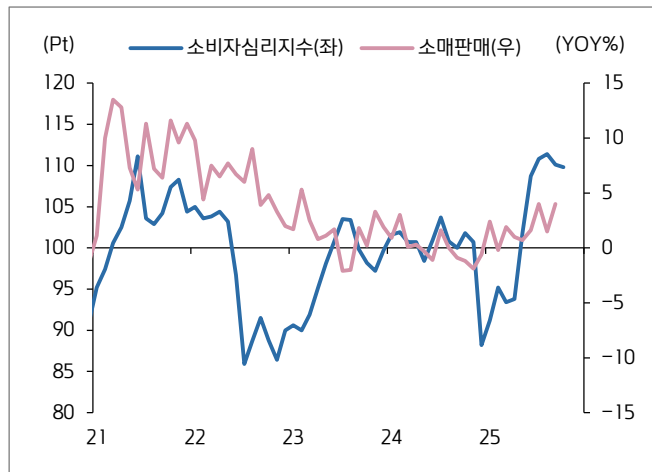
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

16.

(2)한국은행 – 내년 재정 확장 공조 차원의 인하 여력 남겨둘 것

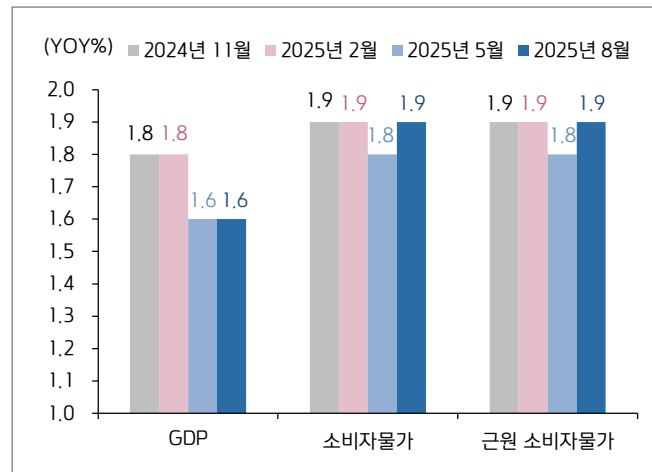
- ▶ 최근 소비심리 개선과 함께 소매판매 또한 증가세를 보이는 점은 긍정적이며, 재정 확장을 통한 성장 기대 높아지고 있는 점은 긍정적. 다만 내년에 대한 성장 눈높이는 여전히 1.6%로 한은에서 5월에 제시했던 수치를 유지했다는 점을 고려하면 여전히 수출 경기 둔화와 잠재성장을 이하의 성장세에 대한 대응은 필요하다고 판단
- 올해 성장률 눈높이가 기존 0.8%에서 0.9%로 높아지는 등 최악의 가능성은 약화되었다는 점, 대미 투자 관련 불확실성 해소 등은 금융시장에 긍정적으로 작용할 수 있으나, K자형 성장이라는 점에 재정 부양 정책 추진은 지속될 것. 이를 고려할 때 성장을 위한 한국은행의 공조도 함께 진행될 것으로 예상

한국 소비심리지수와 소매판매 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

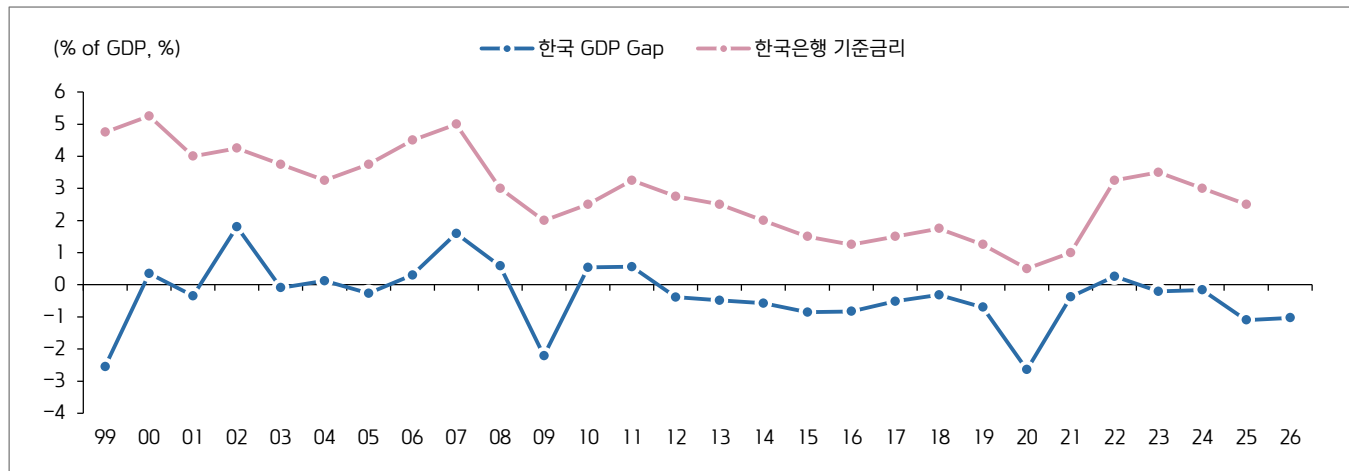
한국은행 2026년 성장률 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 즉, 2026년까지 GDP 갭이 마이너스 흐름이 지속된다는 점 또한 적어도 인하 가능성을 여전히 열어둬야 하는 배경임
- ▶ IMF는 한국 2026년 성장률을 1.8%로 제시하며, 내년 성장률은 2025년보다 개선되겠으나, 여전히 GDP 갭이 마이너스일 것으로 제시해 수요 개선이 미미하다는 점을 뜻함. 관세 정책으로 인한 수출 둔화 흐름 속에 소비 개선세가 지속되는지 여부 등이 성장률 반등에 중요한 역할을 하게 될 것
- ▶ 결국 수요 개선을 이끌어내기 위해서는 재정 확장 정책을 시행하는 가운데 통화정책 또한 공조 차원에서 완화 기조를 유지할 필요

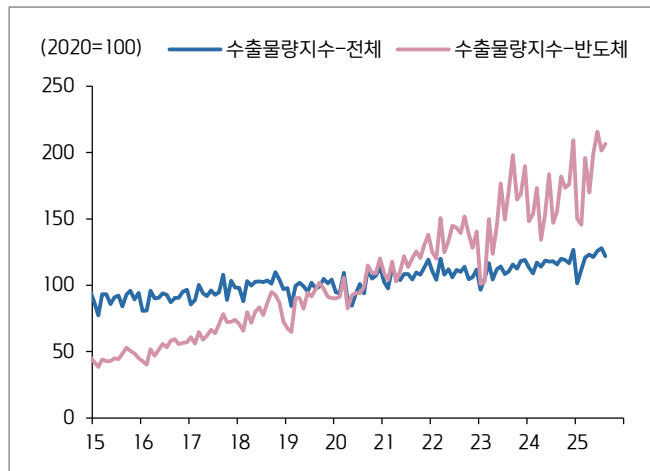
한국 GDP 갭 추이 및 IMF 전망과 한국은행 기준금리



자료: 한국은행, IMF, 키움증권 리서치센터
 주) 2025년은 현재 기준

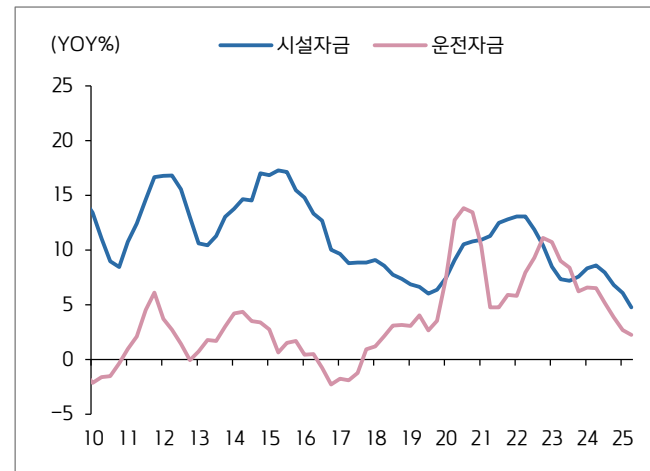
- ▶ AI, 반도체 등의 산업은 성장세를 보이고 있음에도 한국 GDP 갭이 마이너스일 것으로 예상되는 배경에는 산업별 차별화가 확대된다는 점 때문. 반도체 중심의 수출 개선세는 지속될 것으로 기대되나, 일부 기업들의 시설자금 대출은 제약되고, 회사채 발행 대부분 차환발행용으로 확대되어 왔다는 점을 고려하면 일부 완화적인 정책의 필요성은 남아 있음
- ▶ 완화적 정책기조 유지와 함께 재정 정책을 통한 선별적인 지원책을 통해 성장 동력 지원에 나설 필요성은 여전히 남아 있음

수출물량지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

전산업 은행 대출 용도별 규모 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

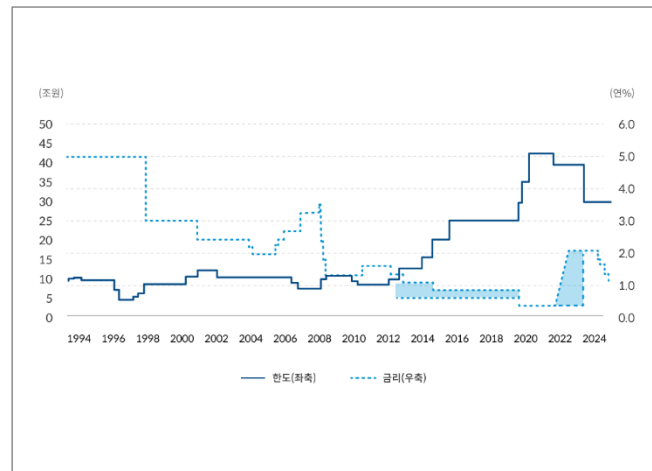
- ▶ 미 연준 및 한국은행의 금리 인하 속도가 축소될 것으로 예상되는 가운데, 경기 하강을 막기 위한 재정 등 지원 정책이 필요한 것도 사실
- ▶ 다만 금리차 확대 부담, 환율 부담 등에 따라 한국은행의 금리 인하 속도가 제한될 수 있으며, 금리 인하로 인한 금융안정 저해 가능성을 우선시 하고 있는 상황에서 한국은행은 다른 정책 방안을 고려하게 될 것
- ▶ 금융시장 변동성 확대 시 RP 매입 등의 방안도 가능하며, 금융중개지원대출 프로그램 등을 시행하면서 선별적인 지원 정책을 시행할 전망. 이는 현 정부의 재정 정책의 목표와도 궤를 함께 하는 정책으로 과거 2013년 신성장/일자리지원 프로그램, 2017년 중소기업대출 안정화 프로그램 등이 시행된 바 있음
 - 과거 금융중개지원대출 프로그램은 신정부의 등장과 새로운 정책 추진에서 비슷한 시점에 시행되었다는 점을 고려하면, 금리 인하 후 하반기 중에는 선별적인 프로그램을 통한 완화적인 스탠스 유지할 전망

금융중개지원대출 프로그램별 구성 내역

	도입시기	한도 (조원)	금리 (%)	지원목적
무역금융지원 프로그램	1994.3월	1.5	1.00	수출금융 지원
신성장/일자리지원 프로그램	2013.6월	8.0	1.00	창업기업, 일자리창출기업 지원
중소기업대출안정화 프로그램	2017.9월	0.3	1.00	중소기업 대출에 대한 변동성 완화, 경기 대응 등
지방중소기업지원 프로그램	1994.3월	5.9	1.00	지방중소기업 지원

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

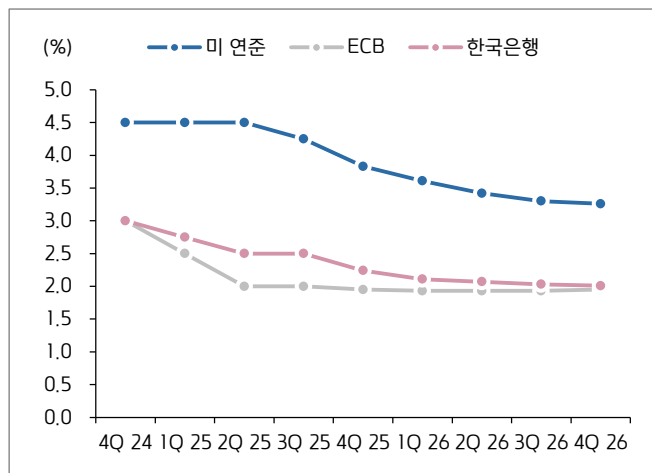
금융중개지원대출 한도 및 금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

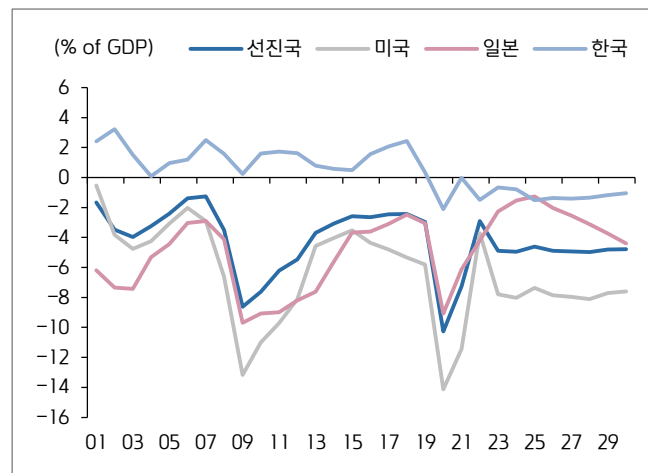
- ▶ 2026년 주요국 통화정책 완화 기조가 이어지나 인하 속도가 축소된다는 점은 시장금리 상방 리스크가 내포되어 있는 것을 의미함
 - 2025년 10월 기준 블룸버그 컨센서스 상 2026년 말 미 연준 정책금리 수준은 3.26%, ECB는 2.01%, 한국은행은 2.01%로 현재 대비 약 0~3회 수준의 인하를 예상
- ▶ 인하 사이클이 종료될 수 있다는 경계감은 시장금리 상승 압력을 높일 수 있는 가운데, 주요국 재정 확장 기조가 이어질 수 있다는 점 또한 시장 금리 상승 압력을 높일 수 있는 요인. 장기간 시장금리의 방향성은 통화정책의 영향권에 있었다면, 이제는 그 영향권이 약화될 것인지, 재정정책의 영향이 가져올 변화가 있을지 점검해볼 필요

각국 정책금리에 대한 블룸버그 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2025년 10월 기준

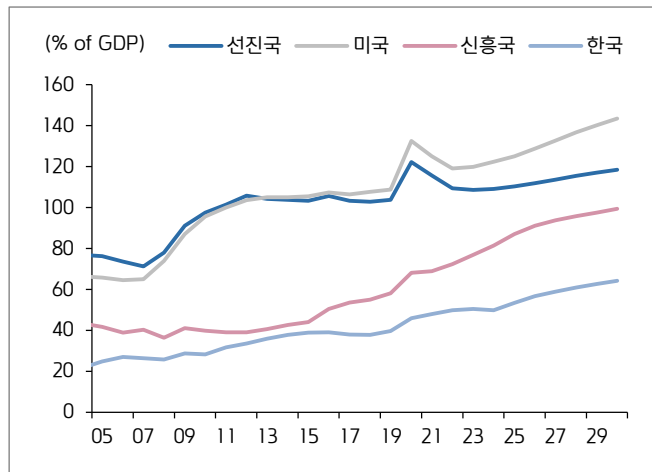
주요국 GDP 대비 재정적자 비중 추이



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

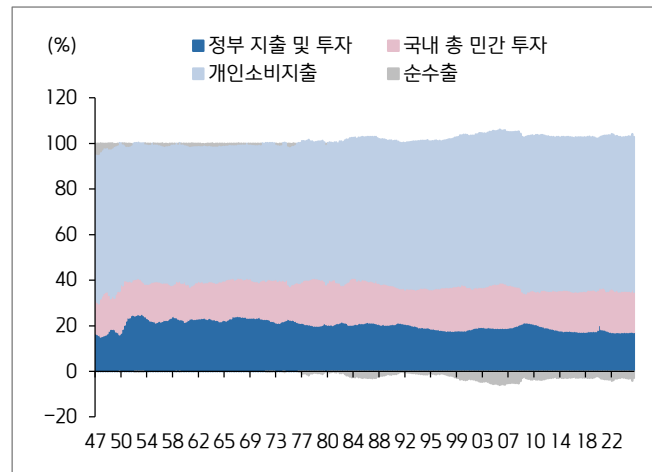
- ▶ 미국은 트럼프 1기 정부 당시부터 재정 적자 확대 등 정부 지출을 확대시켜 투자를 확대시키면서 투자 사이클을 만들고자하는 정책을 취함. 아직까지 정부 지출 및 투자 비중이 유의미하게 확대되는 양상은 확인되지 않으나, 선진국과 비교할 때 미국의 정부부채 비중이 빠르게 증가하고 있는 점을 고려하면, 미국 정부 주도의 투자 사이클 지속 가능성이 높게 평가됨

국가별 GDP 대비 정부부채 비중 추이



자료: OECD, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 내 항목별 비중 추이



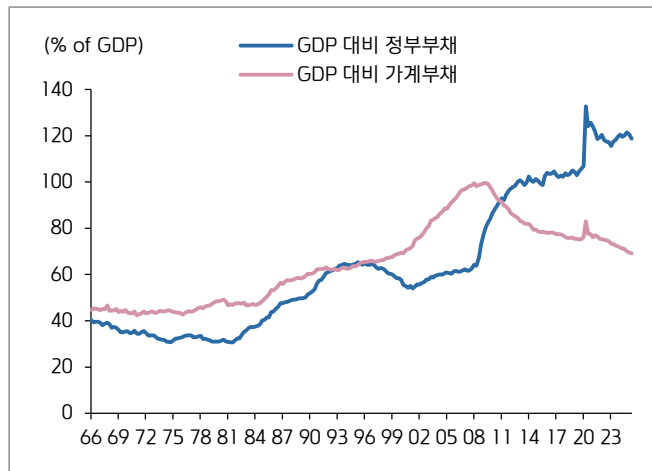
자료: OECD, 키움증권 리서치센터

22.

부채 확대에 따른 리스크는 정부 중심으로

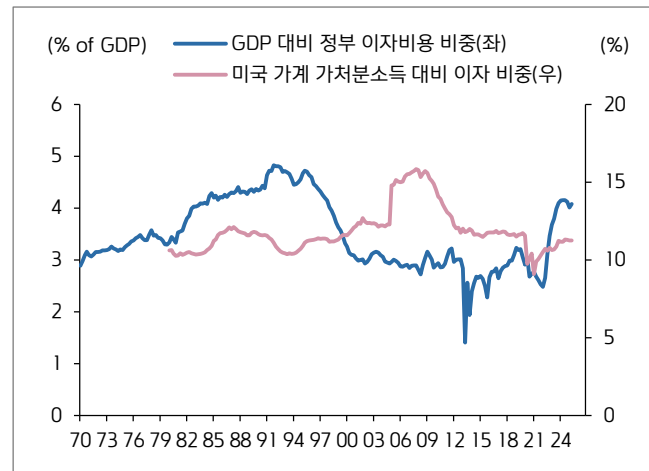
- ▶ 최근 금융기관의 부실대출 확대 등 부채 확대에 따른 리스크가 수시로 부각되고 있으나 민간 부문 대출 확대보다는 정부 부채 확대에 따른 리스크가 더 크다고 판단함. 그간 민간은 디레버리징을 통해 부채 부담을 낮춰왔던 한편, 정부의 레버리지가 전반적인 리스크를 전이받은 상황이기 때문
 - 2021년 이후 금리 상승 속에 GDP 대비 정부의 이자비용 비중은 2000년대 이전 수준까지 올라선 한편, 가계들의 가처분소득 대비 이자 비중은 코로나 이전 수준으로만 확대
 - 민간 대비 정부 지출에 따른 리스크가 이전보다 높아진 상황

미국 GDP 대비 정부, 가계부채 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

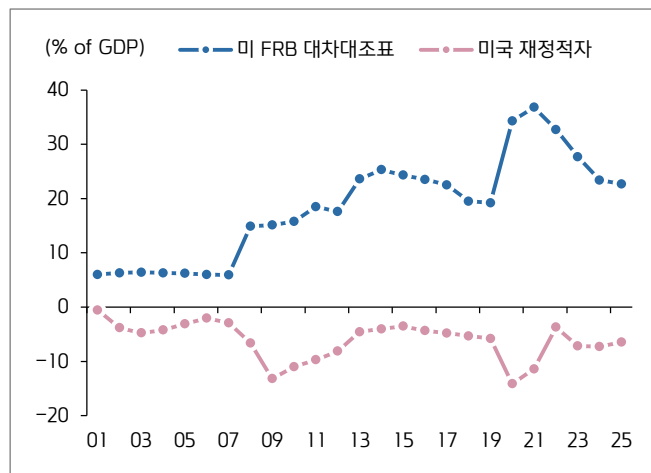
미국 GDP 대비 정부 이자비용과 가계 가처분소득 대비 이자 비용 추이



자료: OECD, FRED, 키움증권 리서치센터

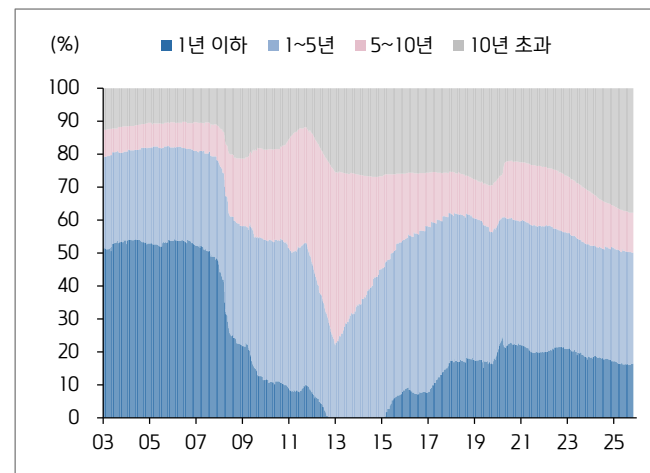
- ▶ 정부 부채 중심의 지출 속에 미국의 성장세가 가파르다면 미 연준이 선택할 수 있는 정책은 미 연준의 금리 인상이 될 것. 하지만 2% 내외의 완만한 성장 둔화 흐름이 예상된다면 미 연준이 선택하는 정책은 금리 인상보다는 완화정책을 유지하는 것
- ▶ 경기 회복기가 확연하게 나타나기 이전까지는 이자 부담을 수시로 완화시키는 정책이 필요하게 될 것이며, 이는 미 연준의 영향력이 완전히 약화되기는 어려움. 수시로 완화적인 정책이 유지되고 있다는 시그널이 필요
 - 단, 높은 물가 수준이라는 점에서 과거와 같이 제로 금리 수준으로 정책금리를 낮춘다거나, 양적완화(QE) 정책을 취하기는 어려울 것. 미 연준의 보유 국채 만기 변화 등을 통해 금리를 조절하는 정책을 취할 가능성 높음. 오퍼레이션 트위스트 혹은 역 오퍼레이션 트위스트 등을 통해 미 재무부의 국채 발행 기조에 맞춘 통화정책 변화가 예상

미국 GDP 대비 미 연준 대차대조표와 재정적자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

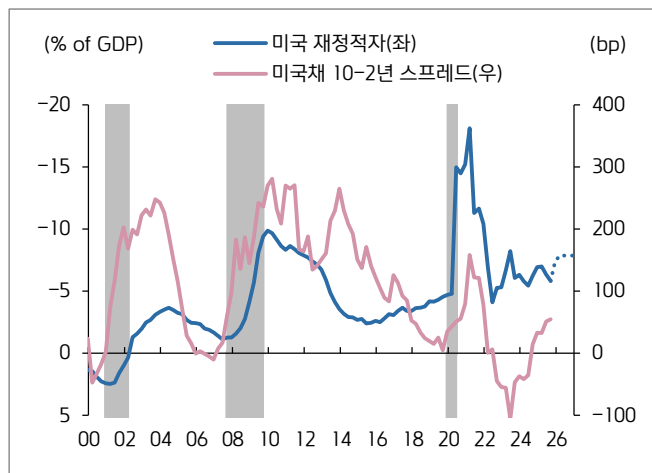
미 연준 보유 국채 만기 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

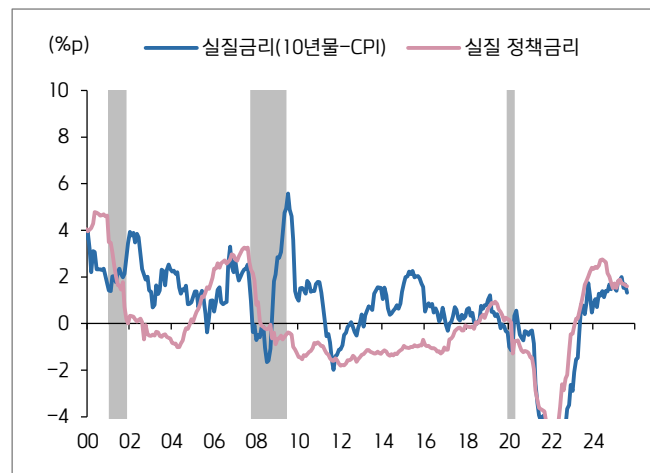
- ▶ 미국 재정 적자 기초가 이어질 것으로 예상됨에 따라 미국 장기채 발행 확대 등에 따른 기간 프리미엄 상승으로 장단기 금리차가 확대될 가능성이 있음. 하지만 높은 물가 수준으로 미 연준이 경기 둔화에 대응하기 어려웠던 2023~2024년과는 다르게 물가가 점차 둔화되는 과정을 겪는다면 미 연준의 대응 여력이 확대될 것. 그 과정에서 미국채 금리 상단은 점차 낮아지게 될 것으로 예상하며, 미 연준의 금리 인하 기대가 작용할 수 있는 상반기까지는 미국채 금리는 하락할 것으로 전망

미국 GDP 대비 재정적자 비중과 미국 장단기금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주1) 점선은 미국 CBO 예측치 / 주2) 음영은 경기 침체기

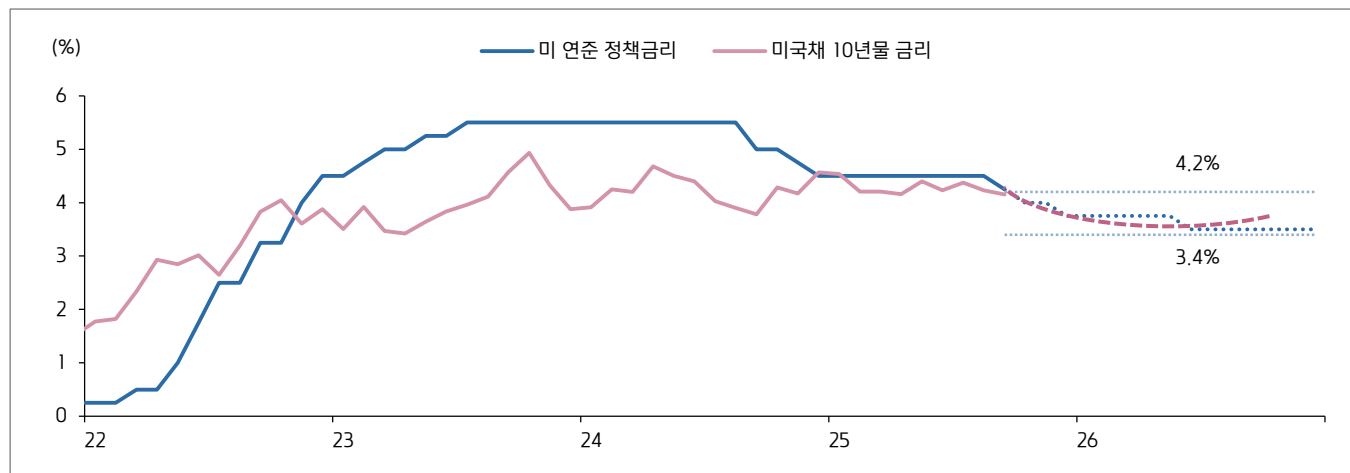
미국 실질 시장금리와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 음영은 경기 침체기

- ▶ 2026년 미국채 10년물 금리의 레인지는 3.4~4.2% 수준으로 좁은 레인지에서 등락을 보일 것으로 예상
 - 미 연준의 QT 종료 및 추가 1회 인하, 부채 리스크 확대 시 미 연준의 대응 가능성 등은 시장금리 상단을 낮추는 요인(2025년 9월 인하 후 인하 폭 기대 조정된 레벨 4.2% 감안)
 - 단, 미 연준의 인하폭이 크지 않다는 점을 고려하면 미국채 10년물 금리의 하단이 미 연준 정책금리(3.50%)를 크게 하회할 가능성은 낮다는 판단임(하단 3.4%)

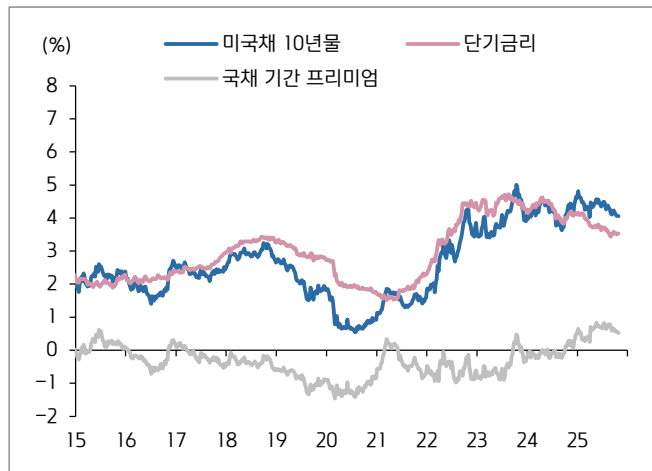
미 연준 정책금리와 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

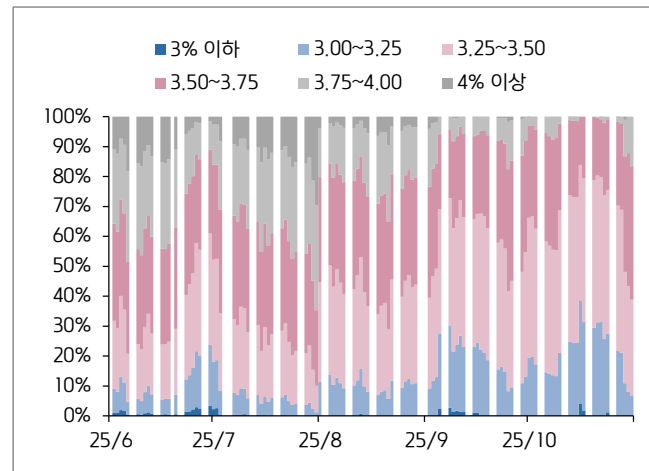
- ▶ 10월 FOMC 이후 미 연준의 12월 인하 기대가 축소되는 과정을 거치고 있는 가운데, 내년 파월 연준 의장 임기 만료 이후 추가 인하 가능성이 열려 있다는 점을 고려하면 상반기 새로운 미 연준 의장 선임 과정에서 시장금리는 하락 압력을 받을 것으로 예상
 - CME Fedwatch, 2026년 3월에는 정책금리가 3.50% 이하일 것으로 60% 가량 선반영 중
연내 2회 인하 후 1분기까지 추가 1.5회 수준의 인하 가능성을 선반영 중
 - 금리 인하를 기 선반영된 금리 레벨이라고 본다면, 단기금리 측면에서의 추가 금리 하락은 제한될 것
금리 하방을 제약하는 요인

미국채 10년물 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

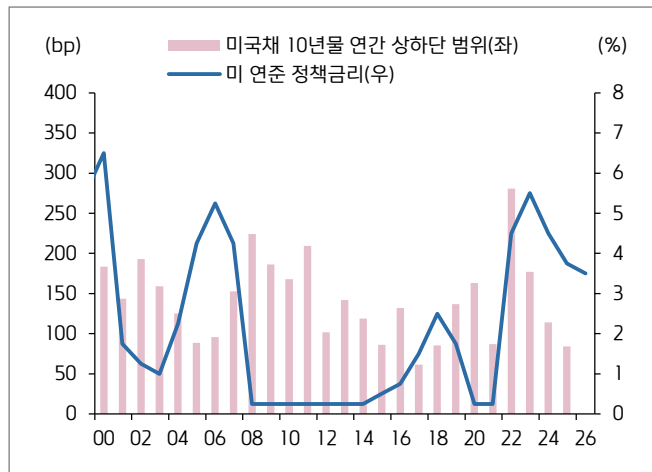
CME Fedwatch 미 연준 2026년 3월 정책금리 전망 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

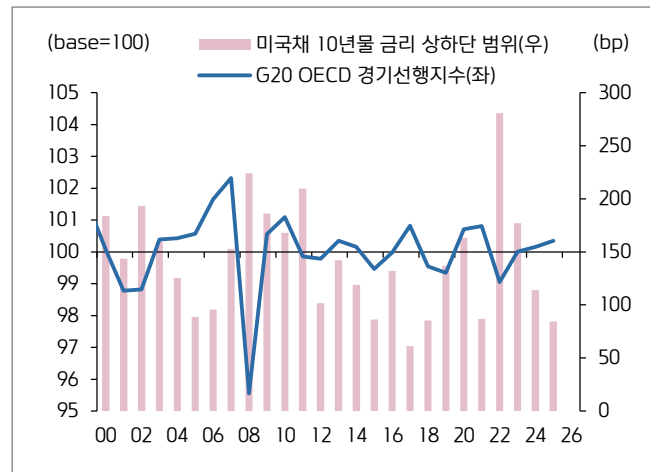
- ▶ 미 연준의 QT 종료와 시장 유동성 긴축에 대한 대응 가능성, 금리 상승을 제약시키는 금융억압 정책에 대한 기대 등을 고려하면 미국채 금리는 상방보다는 하방에 무게
- ▶ 내년 11월 중간선거 등을 앞두고 재정 확대 정책이 계속해서 진행될 것으로 예상하나, 이로 인한 금리 상승은 미 연준의 개입 등을 통해 제한된다고 볼 수 있으며, 미국채 10년물은 3%대 중후반 범위에서 횡보할 가능성이 높다고 전망. 즉, 미 연준의 대응 가능성은 수시로 부각되겠으나, 인하폭은 크지 않다는 점 등을 고려하면 미국채 금리의 상하방이 모두 좁게 유지될 것
 - 과거 경기 변동폭이 크지 않고 미 연준 금리 변화도 크지 않았을 경우 상하단 범위가 100bp 이하였다는 점을 고려할 때, 2026년에도 상하단 범위가 80bp 수준에 그칠 것으로 전망(2025년 상하단 범위 84bp)
 - 경기 개선 속도가 가팔라질 경우 10년물 금리 범위도 확대되겠으나, 완만한 경기 개선과 제한적 수준의 금리 인하 속도라는 점을 고려하면 3.4~4.2% 수준의 좁은 박스권 예상

미국채 10년물 연간 상하단 범위와 미 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

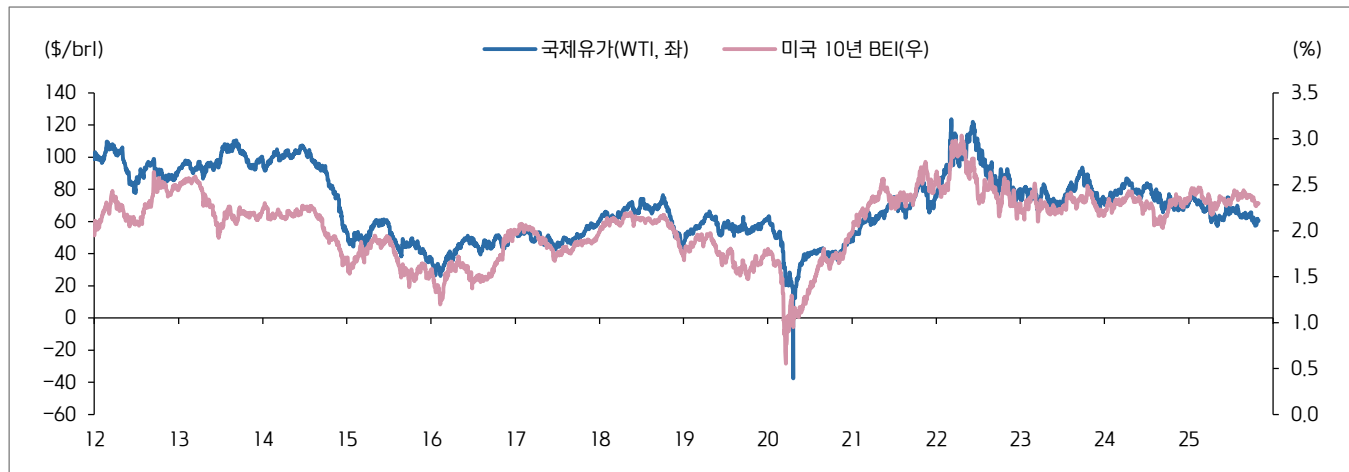
미국채 10년물 연간 상하단 범위와 OECD 경기선행지수



자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 전망의 리스크 요인이 있다면 미 연준에 대한 트럼프의 압박, 즉 정치적 리스크임. 연준의 독립성 훼손 우려가 불거질 경우 미국채에 대한 강한 매도세가 출현할 수 있음. 재정 리스크가 수시로 부각되는 상황에서 매도 심리를 자극시키는 이슈는 시장금리 변동성을 키울 수 있기 때문
 - 파월 연준 의장은 2026년 5월까지 임기. 임기 후 마이런 이사 등의 의견과 같이 3% 이하로 금리를 낮추는 등 급진적인 완화정책 시행 가능성이 대두되는 점은 시장 리스크로 부각될 수 있음
- ▶ 경기 연착륙 과정에서의 과도한 금리 인하는 재차 기대인플레이를 부각시킬 수 있어 이는 결국 시장금리 박스권 등락을 지속시킬 요인
 - 금리 상방: 금리 인하 압력에 따른 기대 인플레이와 자산가격 상승 등
 - 금리 하방: 금리 인하 사이클 유효 인식, 재정 불확실성 완화 및 QT 중단

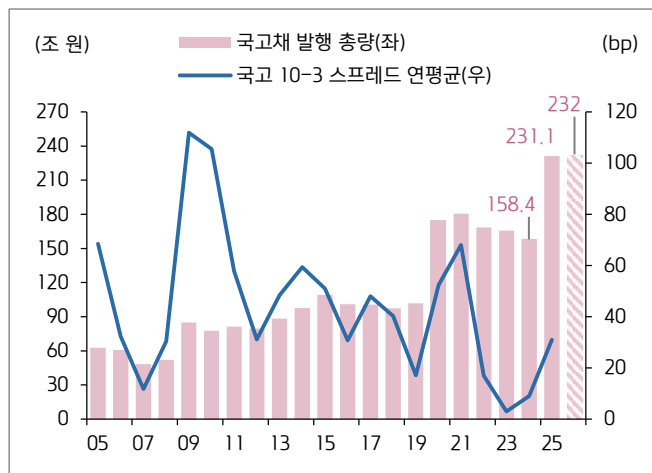
국제유가와 미국 10년 BEI



자료: IMF WEO, 키움증권 리서치센터

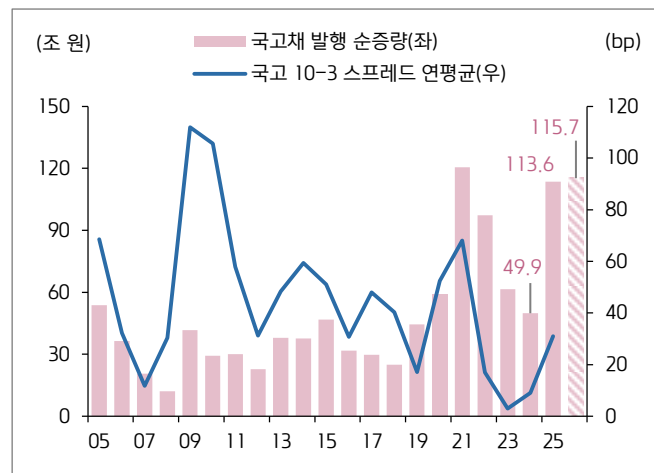
- ▶ 한국 또한 금리 인하 기조가 유지되겠으나, 수시로 공급 리스크가 부각되면서 상방 요인에 노출
 - 2025년 6월 신정부 기조 하에 재정 확장 등을 통해 AI, 반도체로의 투자를 확대하며, 내수 심리 회복을 위한 소비쿠폰 발행도 함께 진행. 이는 수시로 국채 공급 부담을 높일 수 있는 요인
 - 2026년 6월 지방선거 전까지 경기 부양을 위한 추경 편성 가능성도 수시로 언급될 수 있음
- ▶ 그 가운데 정부는 적극적인 지출 구조조정(27조 원)을 통해 2026년 국채 발행량은 2025년 2차 추경 편성까지 포함한 규모와 유사한 232조 원으로 계획. 국고채 순증규모도 올해보다 소폭 증가한 115조 원 수준
- ▶ 국채 발행량이 역대 최대 규모이며, 이에 따라 수시로 공급 확대에 의한 시장 변동성 확대 불안 요인이 상존. 재정 확대 속에 정책금융 확대 시 공급 확대에 의한 채권금리 상승 우려 높아질 것

국고채 총발행과 장단기 금리차 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

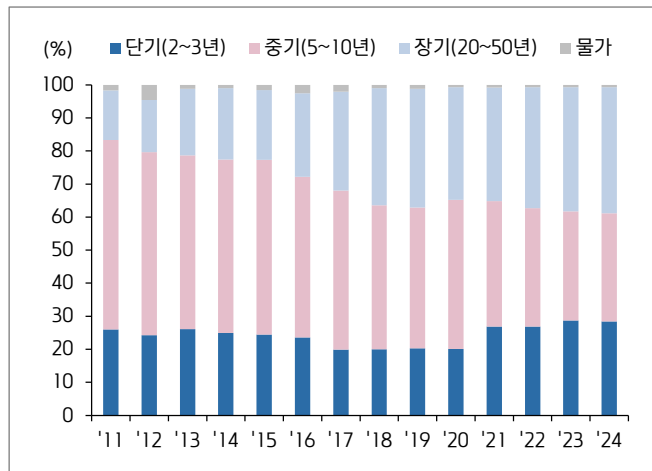
국고채 발행 순증과 장단기 금리차 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편, 한국 정부 또한 높은 금리와 국채 발행 확대 속에 이자 부담이 높아짐. 게다가 장기채 발행 비중을 높게 유지하고 있어 금리 상방 시 리스크에 더 크게 노출
 - 기획재정부는 2025년 1, 2차 추경을 하는 과정에서 장기채 발행 비중 계획을 확대한 바 있음
- ▶ 이를 고려하면 한국 정부는 장기채 발행 비중을 더 확대하기 보다는 오히려 소폭 낮추고 중단기 발행 비중을 소폭 확대하면서 금리 상승 압력을 덜어줄 것으로 예상
 - 연말에 발표될 발행 규모를 둘러싼 불확실성은 여전히 남아있으나, 장기채 중심으로 추가 확대되기 보다는 유지되거나 축소될 가능성에 무게. 최근 미국, 일본 등이 장기금리 상승을 제약시키기 위해 장기채 발행 비중을 조정하고 있는 점을 고려하면 장기채 물량 부담이 더 확대되지 않을 것으로 판단

연간 국고채 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

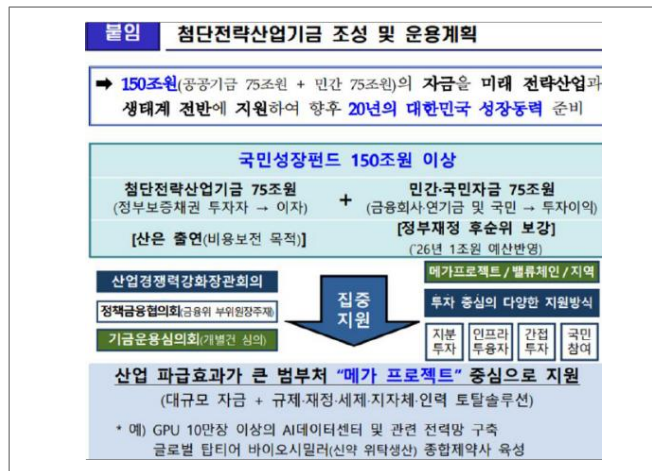
국고채 발행 비중 계획

	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기		중기		장기		
'25년 기존 계획	30 ± 3%		35 ± 3%		35 ± 5%		
'25년 수정 계획	30 ± 3%		30 ± 3%		40 ± 5%		

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 공급 부담이 높은 가운데, 2026년부터 총 150조 원 규모의 국민성장펀드의 주요 기금으로 첨단전략산업 채권 발행을 통해 자금을 조달할 예정. 첨단전략산업기금 75조원 과 민간/국민자금 75조 원으로 총 150조 계획. 2026년 연간 발행한도는 15조 원로 책정되었으며, 2027년 이후로도 15조원 가량씩 발행 한도가 책정될 것으로 예상
 - 첨단전략산업 채권 발행을 통해 반도체, 이차전지, 백신, 디스플레이, 수소, 미래차, 바이오, 인공지능, 방산, 로봇 등 미래전략과 경제 안보에 필요한 10개 산업, 90개 기술에 지원할 계획
- ▶ 정부보증채권의 형태로 발행되는 이 채권은 시장 내 새로운 공급 요인으로, 과거 한전채 발행에 따른 구축 효과가 나타날 수 있다는 우려가 상존

정부의 첨단전략산업 기금 조성 및 운용계획



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

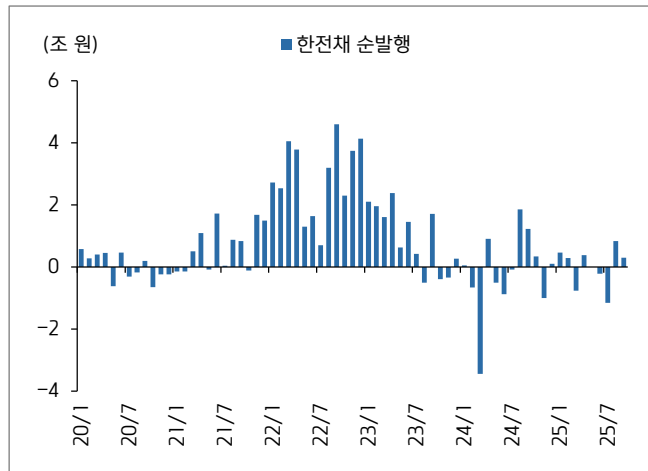
첨단전략산업기금채권에 대한 국가보증동의안

항목	내용
1. 채무자	한국산업은행
2. 채권자	첨단전략산업기금채권의 소유자
3. 발행액	원화기준 15조원 이내
4. 보증액	첨단전략산업기금채권의 원리금
5. 발행방법	공모 또는 사모발행
6. 발행금리	시장금리를 참작하여 별도 결정
7. 상환기간	채권발행일로부터 20년 이내

자료: 국회, 키움증권 리서치센터

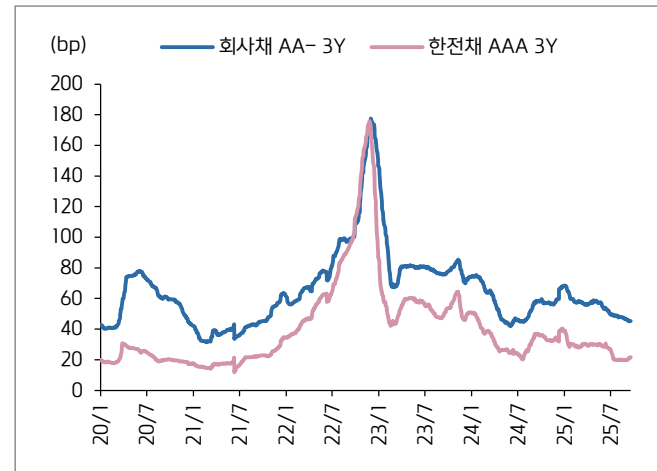
- ▶ 과거 한전채 순발행 확대 당시의 구축효과가 나타날 가능성은 낮음
 - 한전채 순발행 확대 시기에 구축 효과로 인해 한전채 스프레드 확대 속에 여타 섹터 스프레드도 확대되는 등 변동성이 확대된 바 있음
 - 단 당시 시기는 금리 인상기였다는 점에서 금리 상방 요인에 좀더 민감하게 영향을 받았던 시기였음.
더 나아가 당시 2022년 한해 동안만 한전채 순발행이 34조원 규모였다는 점에서 첨단전략산업기금 채권 발행규모와는 차이가 있음

한전채 순발행 규모 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

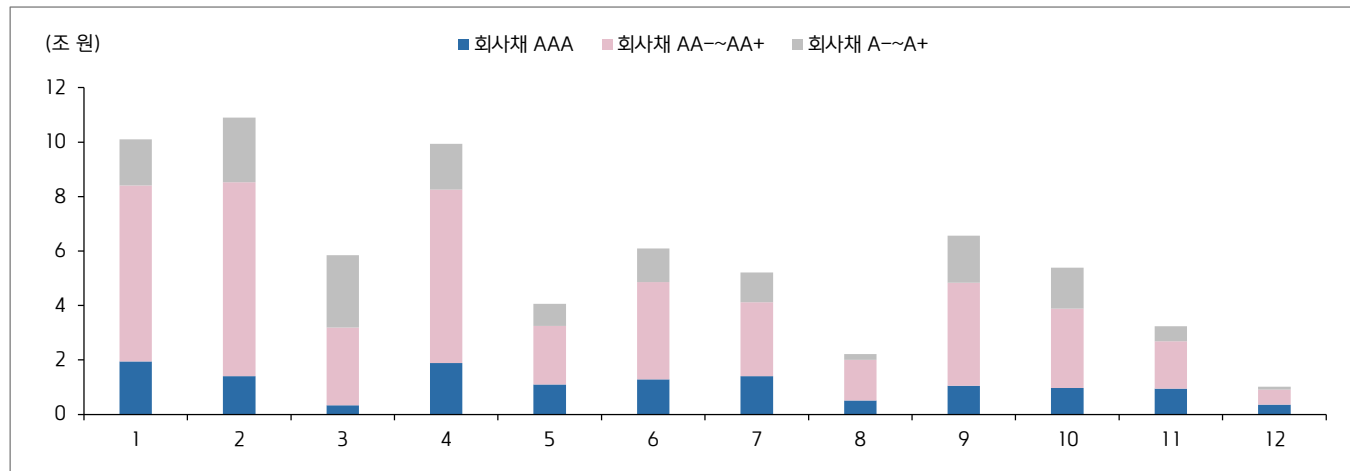
회사채 AA-, 한전채 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 첨단전략산업기금 채권 발행 등 정책금융을 통한 기업들의 자금 확보 정책이 시행된다면, 회사채 물량 부담은 다소 완화될 것으로 예상
- ▶ 2026년에도 상반기 중심으로 만기가 배치되어 있는 가운데, 올해 말부터 첨단전략산업기금 채권이 발행되기 시작한다면 기업들의 유동성 공급 지원이 일부될 것으로 기대. 기업들의 자금 조달 활로가 다양화된다는 점에서 발행시장 공급 부담은 낮아질 것으로 판단

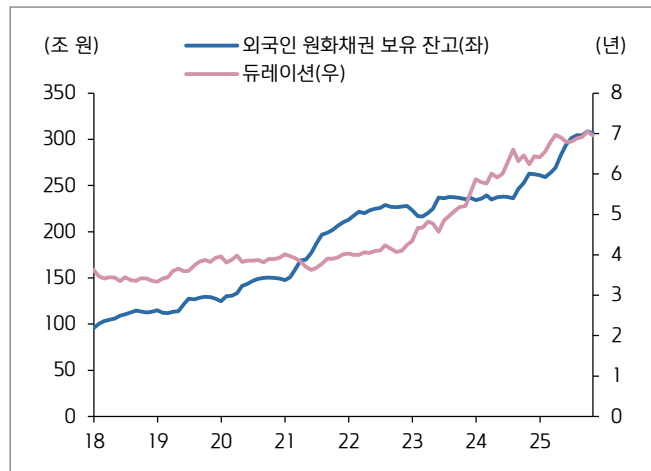
2026년 월별 회사채 만기 도래 일정



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

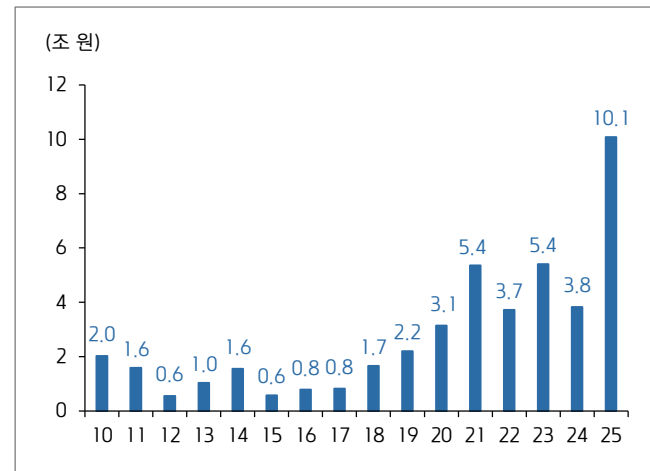
- ▶ 한국 국고채의 WGBI 편입으로 외국인의 중장기 수요가 확대될 것으로 기대되는 점 또한 장기채 매수 요인으로 작용할 것으로 예상. 편입 지연 이슈가 있었지만, 내년 초 이후 집행될 자금 유입은 수급적으로 우호적으로 작용할 것
- ▶ 2026년 4월부터 8개월 간 균등하게 월 9조 원 가량의 외국인 자금 유입 기대. 관련 자금 집행이 연초부터 집행될 것으로 예상된다는 점에서, 상반기 중 수급 여건이 양호하게 작용할 것으로 예상

외국인 원화 채권 보유 잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

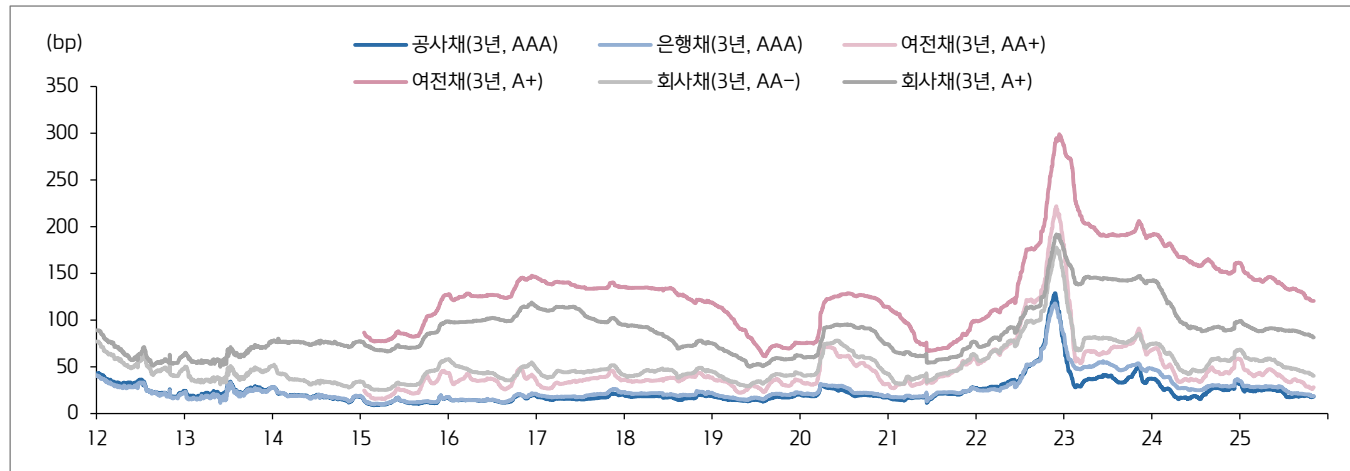
외국인 연평균 순매수 대금 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이에 더해 상반기 중 기준금리 인하까지 더해진다면 상반기 채권시장 투자심리는 긍정적일 것으로 예상하며 이를 고려하면, 1, 2월 중 한은 금리 인하 확인한 이후 회사채 발행 수요 및 투자자 수요 모두 긍정적인 환경일 것으로 기대
- ▶ 다만 등급별, 섹터별 차별화 현상은 지속될 수 있다는 점에서 선별적 투자가 여전히 필요한 시기로 판단

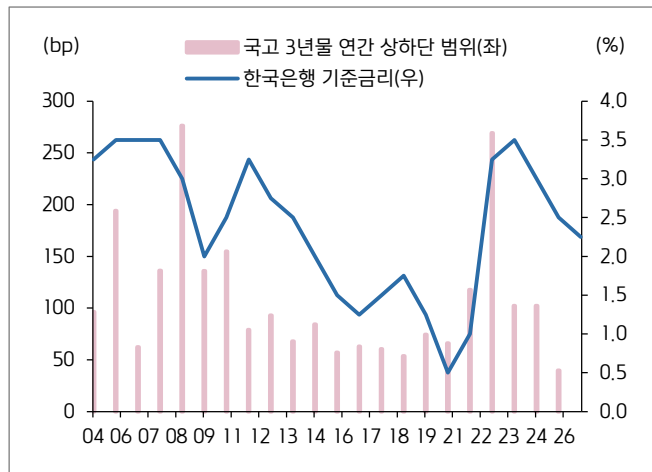
크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

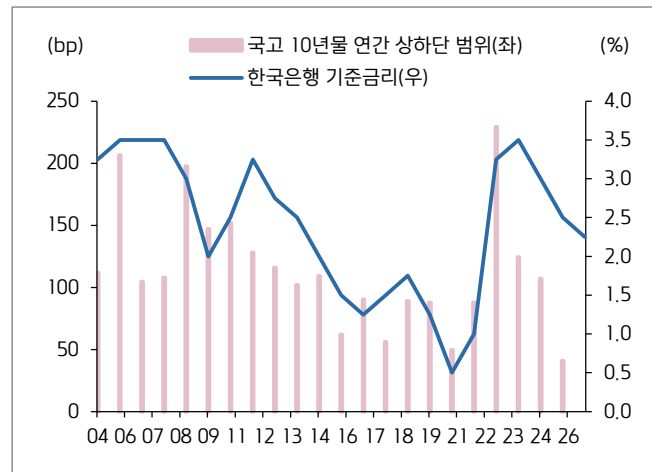
- ▶ 2026년 국고채 금리 또한 2025년과 마찬가지로 상하단이 계속해서 갇히면서 좁은 레인지에서 등락을 보일 것으로 예상
- ▶ 성장 개선에 대한 기대가 작용할 수 있으나, 하반기 들어서는 정책 부재 우려 등에 따라 상승 압력이 크지 않을 것으로 예상. 뿐만 아니라 정책 부재 시, 하반기 들어서는 금리 인하 기대가 재차 높아질 수 있는 구간으로 판단. 이는 시장 금리 하방 요인으로 작용하면서 상하반 요인의 충돌이 시장금리 변동성을 낮추는 요인이 될 것으로 예상
- ▶ 국고채 3년물은 연간으로 2.30~2.70%, 국고 10년물은 2.65~3.05% 예상하며, 미국채 금리와 마찬가지로 상반기 중 하락 후 하반기 들어 횡보 예상. 국고 3-10 스프레드 또한 30~40bp 수준으로 2025년과 큰 변화 없을 것. 공급 우위 경계에 확대 가능성 상존하나, 연간 외국인 장기물 수요 등은 스프레드 확대를 제약시킬 것

국고 3년물 연간 상하단 범위와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 10년물 연간 상하단 범위와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

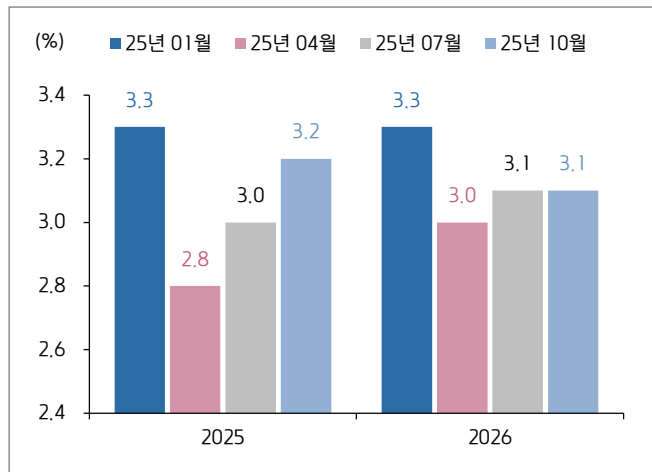


II. 원자재: 따로 또 같이

01. 2026년 원자재 시장 Preview

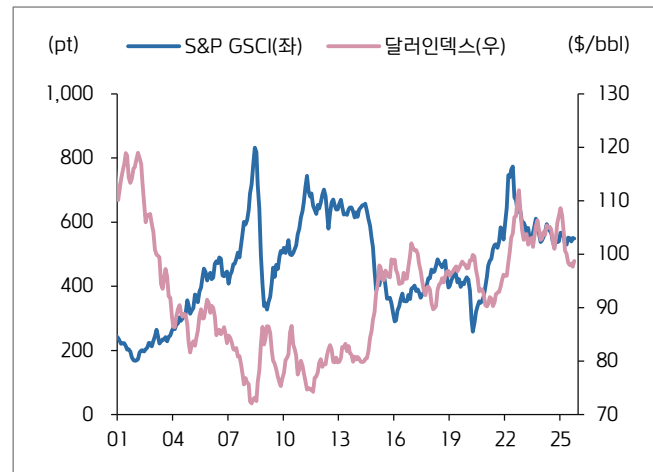
- ▶ 상반기 경기 침체 우려를 높였던 미국발 관세 불안은 미국과 주요국간 협상을 거치면서 진정되는 흐름
 - 최근 IMF는 10월 2025년 글로벌 경제성장률을 3.0%에서 3.2%로 상향 조정했고, 2026년에는 3.1%의 완만한 경제 성장을 지속할 것으로 보고 있음
- ▶ 그러나 여전히 불확실성이 상존하는 만큼 유동성 완화 기조는 이어질 것으로 보이며, 이를 기반으로 원자재 시장에 대한 투자 심리도 개선될 것으로 예상
 - 미 연준의 추가 금리 인하 가능성이 열려 있고, 경기 대응 차원의 정부의 재정지출도 확대될 것으로 보이기 때문
 - 그러나, 산업구조 재편, 에너지 전환 등의 글로벌 추세를 고려했을 때 중장기 수요 전망에 따라 상품 가격의 상승 폭은 달라질 것으로 예상

IMF 글로벌 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P GSCI 지수와 달러인덱스



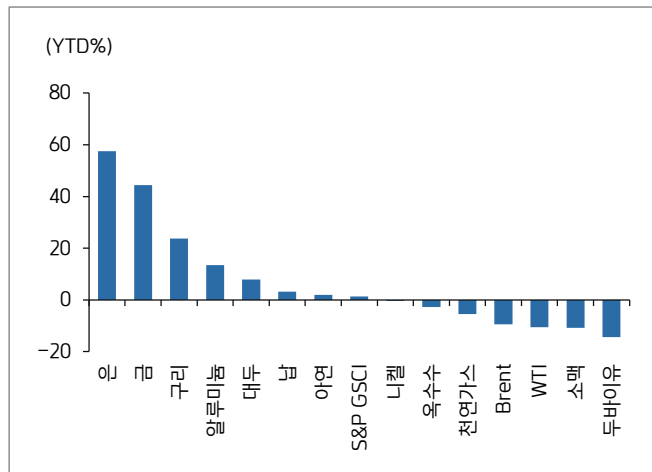
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

2025년 원자재 시장 Review: 품목별 차별화

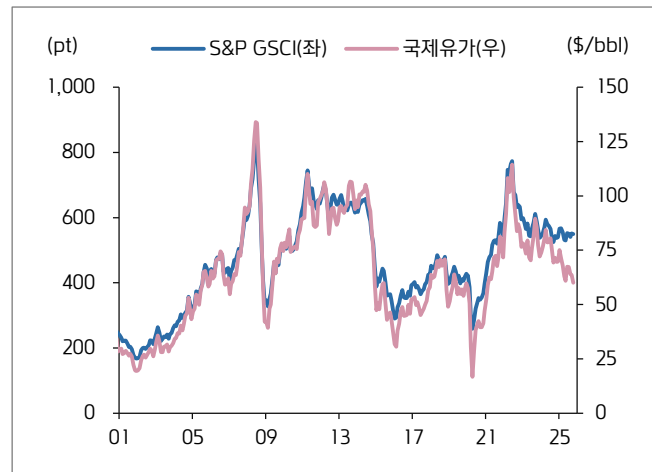
- ▶ 2025년 가장 좋은 성과를 보였던 섹터는 귀금속. 미국의 무역 긴장 등으로 안전자산 수요 이어지는 가운데 미 연준의 추가 금리 인하도 가시화되었기 때문
 - 이러한 흐름 속에서 금 대비 성과가 부진했던 은 가격 강세가 두드러지는 모습
- ▶ 산업금속의 경우 미-중 무역 긴장에도 중장기 수요 기대와 공급 차질 등으로 견조한 흐름
- ▶ 반면, 국제유가는 부진한 흐름 지속. 2025년 중에도 이란-이스라엘 충돌, 러-우 전쟁 지속 등 지정학적 리스크 상존했으나 안정적인 재고여건 하에서 영향력 제한
 - 또한 원유 소비 증가세가 둔화되는 양상을 보이면서 원유 소비 정점에 대한 우려가 높아진 점도 가격 부진에 영향을 준 것으로 판단

주요 상품가격 연초대비 변화(YTD)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가와 S&P GSCI 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03. 중장기 수요 기대와 상품별 가격 차별화

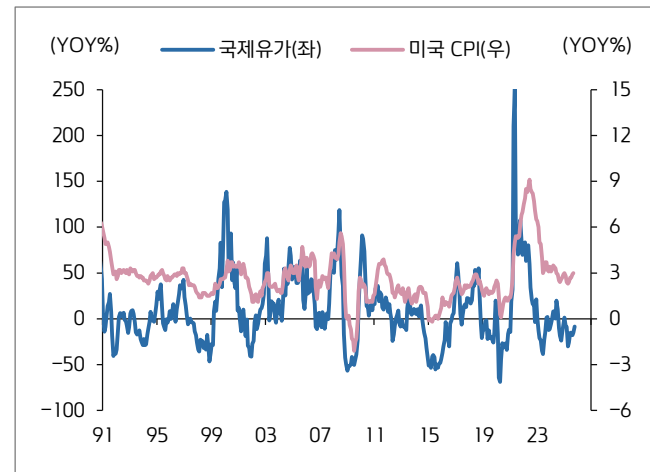
- ▶ 2023년 이후 구리와 원유 가격이 정반대로 움직이고 있다는 점은 중장기 수요 기대에 따라 가격이 차별화될 수 있다는 점을 보여주는 가장 대표적인 사례
- ▶ 구리와 원유의 과거 가격 추이를 살펴보면, 동일한 방향으로 등락을 보였지만, 각 상품의 수요 전망에 큰 차이가 나타나기 시작하면서 가격이 서로 다르게 움직이고 있기 때문
 - 구리는 데이터 센터 등 전력 인프라 구축에 따라 수요가 급증할 수 있다는 기대가 높은 반면, 최근 원유의 경우 소비 정점에 대한 경계감이 부각되는 중
 - 물론, 미국발 관세불안이 급격하게 확대되면서 구리와 원유가 동반 급락세를 보이기도 했지만, 관련 우려가 완화된 이후에도 유가는 약세 흐름 지속

구리와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

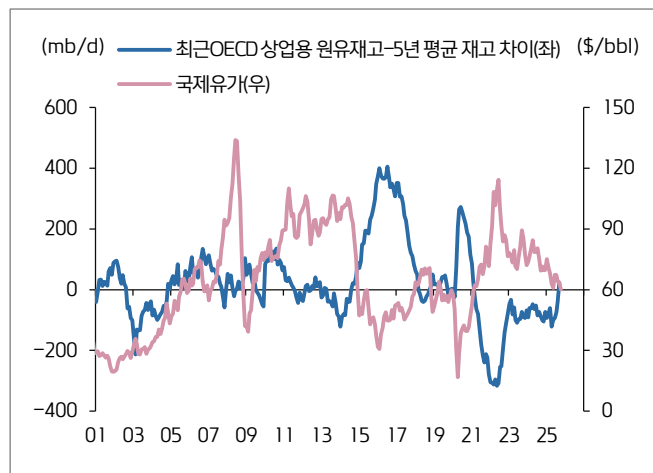
국제유가와 소비자물가지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

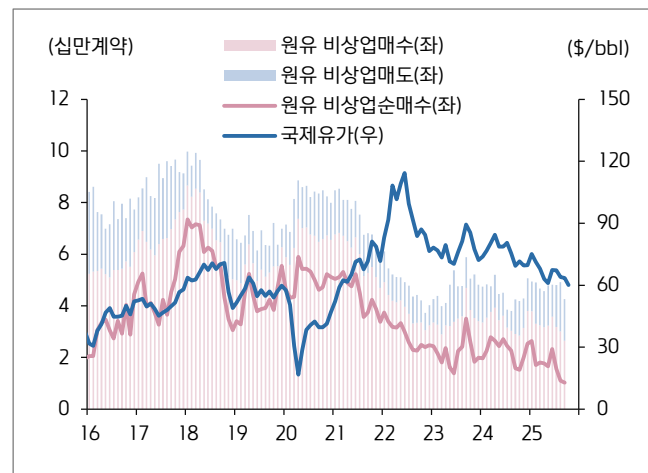
- ▶ 2026년 국제유가는 재고 증가 속도 둔화 속 하방 경직성 강화 예상. 이는 주요 산유국의 증산 둔화에 서 기인 또한 여전히 남아있는 지정학적 리스크, 완화적인 통화 정책 등으로 공급 불안을 자극할 수 있는 이벤트에 따라 단기 변동성은 큰 흐름을 보일 것으로 예상 (WTI 기준 배럴당 \$55~\$75, 연평균 \$66)
- 수요: 완만한 글로벌 경제성장 하에서 2026년 원유 소비 증가세는 이어지나, 규모는 크지 않을 것으로 전망
이러한 흐름 하에서 석유 수요 정점에 대한 경계감도 이어질 것으로 예상
- 공급: OPEC+의 생산 경로 불확실성, 미국 산유량 둔화, 지정학적 리스크 상존 등으로 2025년보다 공급 불확실성이 높은 환경이 형성될 것으로 전망

최근 5년 OECD 상업용 원유재고와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가와 비상업 순매수 추이



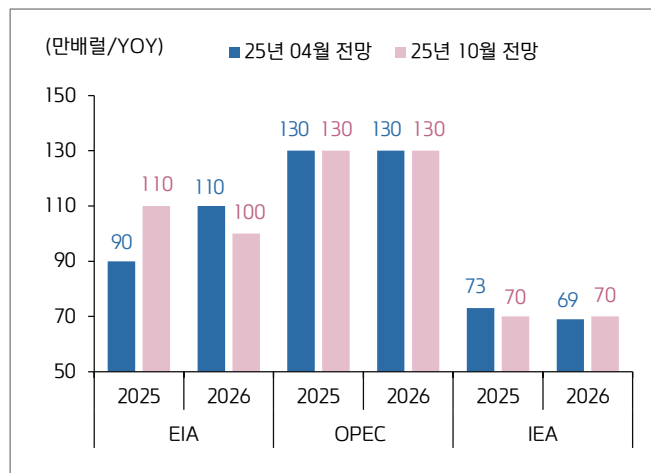
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

주요 에너지기관, 완만한 원유 수요 증가 예상

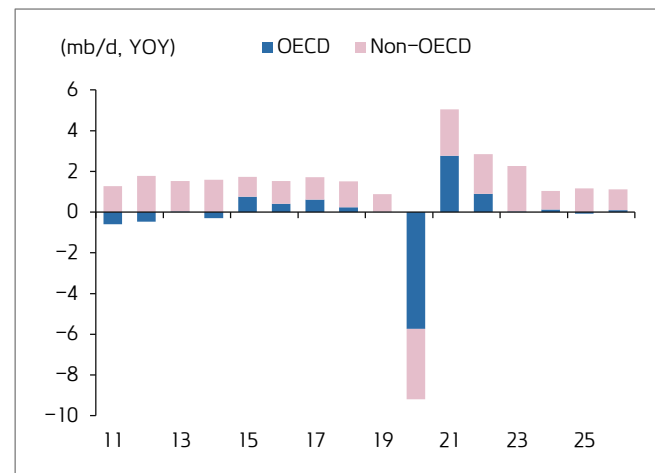
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA), 원유수출입기구(OPEC), 국제에너지기구(IEA)는 2026년 글로벌 원유 소비가 2025년과 유사하게 늘어날 것으로 예상
- ▶ 또한 계속해서 비OECD 국가의 원유 소비가 글로벌 석유 소비 증가를 주도할 것으로 보고 있음
 - 글로벌 원유 소비를 OECD와 비OECD로 나누어 살펴보면, OECD의 원유 수요는 2022년 이후 정체되었으나 비OECD 국가의 소비는 꾸준히 증가

주요 에너지기관별 '25, '26년 글로벌 원유 수요 증가 변화



자료 : EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터

OECD, 비OECD의 원유 수요 추이 및 전망

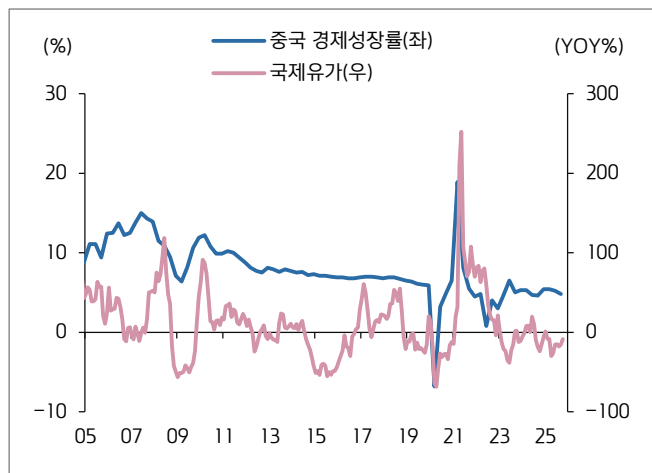


자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터

06. 중국의 경기 여건, 수요 전망의 변수

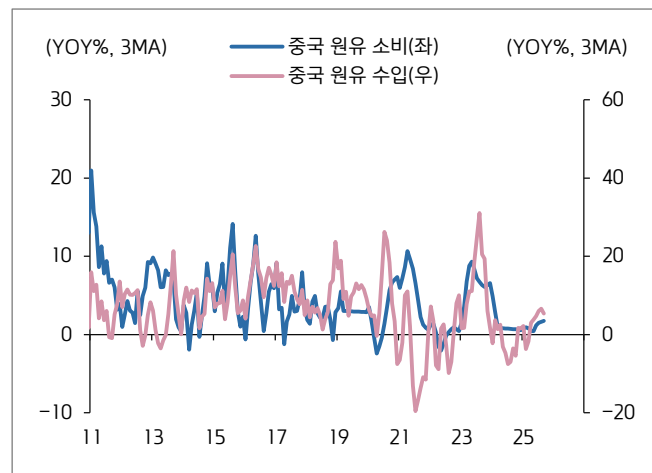
- ▶ 특히 중국과 인도 소비에 주목. 현재 주요 기관 중 OPEC의 2026년 글로벌 석유 수요 증가 전망치가 가장 높으며, 그 이유로 견조한 중국의 소비를 언급
- ▶ 중국의 제조업 PMI는 4월부터 현재까지 기준선(50)을 하회하고 있고, 3분기 경제성장률이 4.8%를 기록하며 이전보다 둔화된 점은 수요 전망에 부담
 - IMF는 중국의 2025년, 2026년 경제성장률이 각각 4.8%, 4.2% 기록할 것으로 전망하고 있으며, 미-중 무역긴장에 대한 경계감이 여전히 남아있다는 점은 수요 불안을 수시로 자극할 수 있는 이슈
- ▶ 그러나 최근 진행된 20기 4중 전회에서 중국은 5% 내외의 금년 성장 목표를 재확인하며 적극적인 재정 부양 기조를 시사. 중국 정부의 부양 정책 기대를 고려했을 때 중국발 수요 불안 확대될 가능성은 낮아 보임

중국 경제성장률과 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

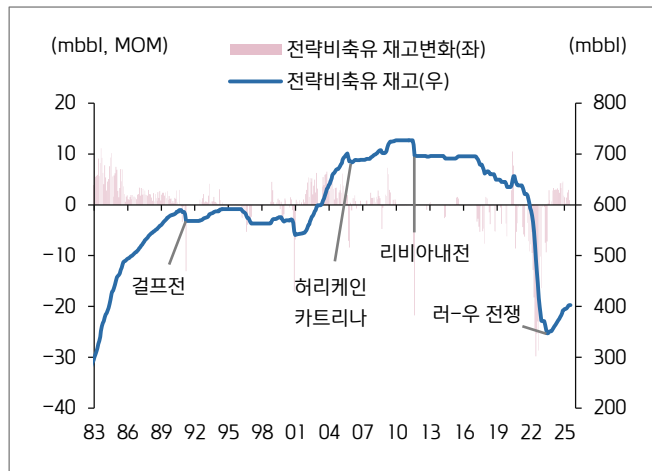
중국 원유 수입 및 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

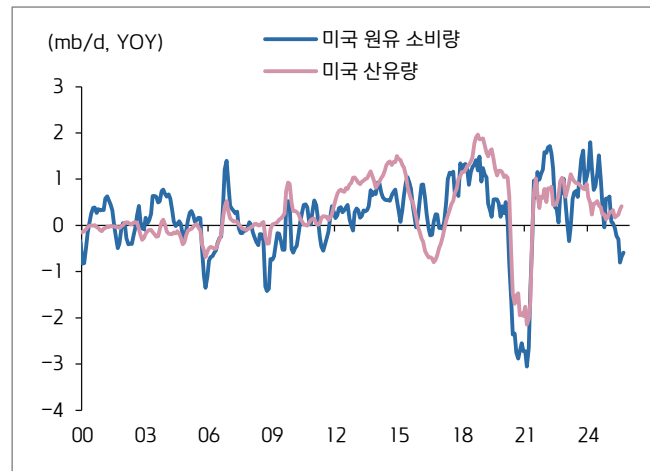
- ▶ 트럼프 미 대통령은 연초 취임연설에서 에너지 안보를 위한 전략비축유 재매입을 언급. 이런 가운데 최근 미국 정부는 100만 배럴 규모의 전략비축유(SPR) 매입을 발표. 현재 미국의 SPR 규모를 고려했을 때 유가 하락 시 미국 정부의 SPR 재매입은 지속될 것으로 예상
 - 2022년 러-우 전쟁에 따른 유가 급등으로 에너지 가격 안정을 위해 대규모 SPR 방출 진행. 이후 바이든 행정부가 2023~2024년 동안 SPR 재매입을 진행했으나, 현재 미국의 SPR 규모는 1990년대보다 낮은 수준
- ▶ 물론 미국의 SPR매입이 수요에 큰 영향을 미치는 요인으로 보기는 어려우나, 수요 관련 불확실성이 높은 상황에서 이를 완충할 수 있는 수단이 될 것으로 전망

미국 전략비축유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

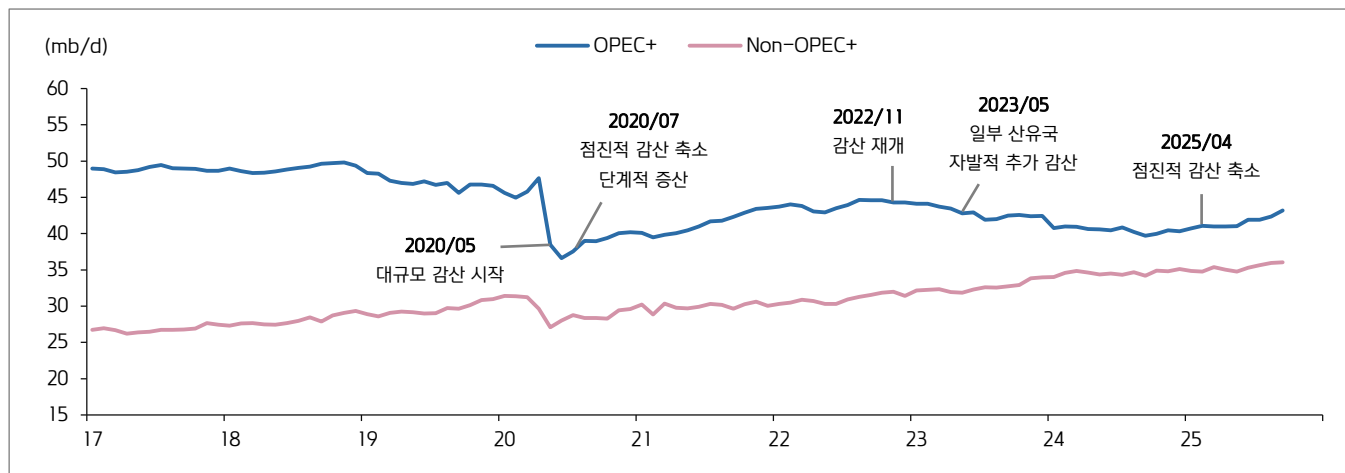
미국 원유 소비량과 산유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편, 수요는 완만하게 늘어날 것으로 예상하나, 공급은 급격하게 늘어날 것이라는 전망이 우세
- ▶ 2025년 글로벌 원유 공급은 OPEC+과 비OPEC+ 산유국이 모두 증산에 나서면서 수요 대비 가파른 증가세 기록. 이는 원유 시장 내 과잉 공급으로 연결
 - OPEC+의 경우 증산에 소극적인 태도를 보여왔던 사우디가 2025년 4월부터 증산을 시작. 이후 5월, 8월에는 계절 수요를 고려해 증산 규모를 상향 조정하는 등 증산에 적극적인 모습을 보이는 중
 - 비OPEC+의 산유량 증가는 미국, 캐나다, 가이아나 등의 산유국이 주도
- ▶ 그러나, 공급 불확실성도 충분히 확대될 수 있는 상황
 - 미국의 원유 생산지표가 둔화되고 있고 OPEC+는 12월 증산 이후 2026년 1분기 산유량 동결을 발표

OPEC+와 비OPEC+의 원유 생산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

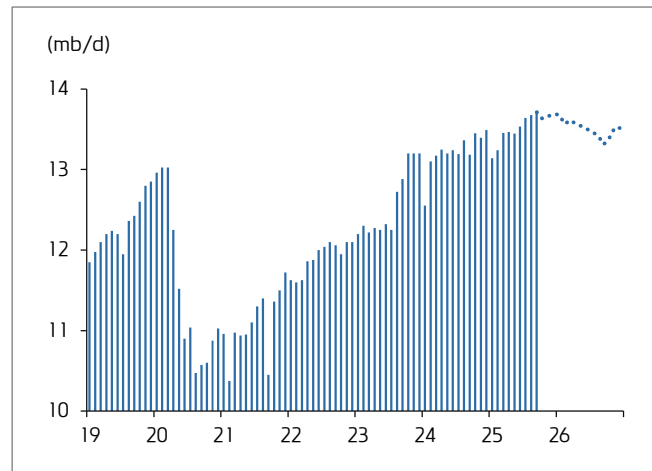
- ▶ 트럼프 행정부의 친화석연료 정책 기조는 미국의 산유량 확대 기대로 연결. 특히, OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안 통과는 이러한 전망을 뒷받침
 - OBBBA 법안 내용을 살펴보면, 친환경 에너지에 대한 세액 공제는 조기 폐지하고 화석연료 개발 규제 완화, 석유·가스 시추에 대한 연방 보조금 유지 등 친화석연료 정책을 담고 있기 때문
- ▶ 그러나, 화석연료에 우호적인 트럼프 행정부의 정책에도 EIA의 미국 산유량 전망치를 살펴보면 미국의 산유량은 2025년 정점을 기록한 후 점진적으로 줄어들 것으로 전망 중
 - 델러스 연은이 발표한 3분기 에너지서베이 보고서를 살펴보면, 해당 법안이 통과되어 연방 정부 소유지에서의 원유 생산이 상당히 늘어날 것으로 보는 기업의 비중은 6%에 불과

미국의 OBBBA 법안 중 에너지 관련 내용

구분	내용
화석연료	- 화석연료 개발 규제 완화 및 확대 : 로열티 인하, 비경쟁 임대 재개, 연간 및 분기별 임대 의무화 등 - 탄소 포집 및 저장(CCS) 기술에 대한 세금 감면을 확대 - 석유·가스 시추에 대한 연방 보조금 유지
풍력·태양광	- 풍력·태양광 발전에 대한 세액공제 조기 폐지 예정(2027년 말) - OBBBA하에서 투자세액공제를 받기 위해서는 2025년 7월 4일부터 건설 시작, 12개월 내 착공, 2027년까지 시설 가동이 완료되어야 함
전기차	- 신차 및 중고 전기차 구매 시 최대 7,500달러까지 제공되던 세액공제 종료(2025년 9월 30일 이후) - 차량 리스 시 세액공제와 기업의 전기 트럭 구입 시 제공되던 인센티브 폐지
에너지 효율	- 주택 및 건물의 에너지 효율 개선 장려 프로그램 대부분 종료 예정

자료: 에너지경제연구원, KOTRA, 키움증권 리서치센터

EIA의 미국 산유량 추이 및 전망



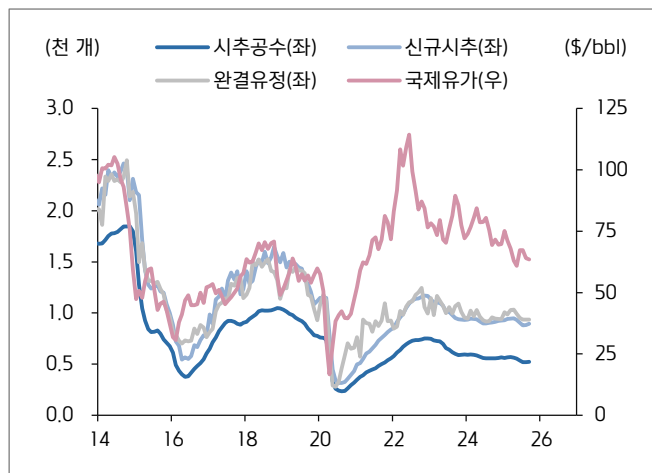
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

미국 산유량, 증산 보다는 현상 유지에 무게를 둘 가능성

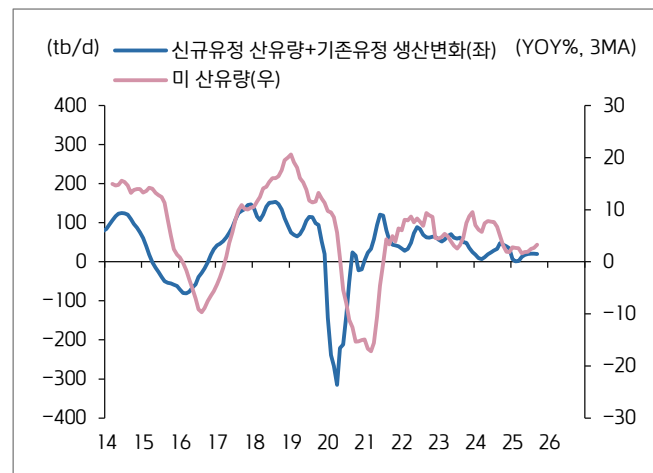
- ▶ 실제로 유가가 악세를 보이면서 미국의 원유 생산관련 선행지표는 모두 둔화
- ▶ 최근 퍼미안 등 주요 지역의 신규 유정당 시추 생산성이 높아지고 있기는 하나 기존 유정의 생산감소를 함께 고려했을 때, 가파른 생산 증가를 기대하기 어려운 상황
 - 델러스 연은의 관할 지역 내 석유 탐사 및 생산 회사 중 하나는 EIA의 낮은 유가 전망으로 인해 시추를 무기한 중단할 것으로 답변
 - 낮은 유가와 최근 언급되고 있는 석유 수요 정점에 대한 우려, 불확실성 등을 고려했을 때 미국 에너지 기업이 적극적으로 원유 생산 확대를 추진하기는 어려워 보임. 이에 현재 산유량을 유지하는 수준의 전략을 취할 것으로 예상

미국 원유 생산 관련 선행지표와 국제유가



자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터

신규 및 기존유정 산유량 변화와 미국 산유량 추이

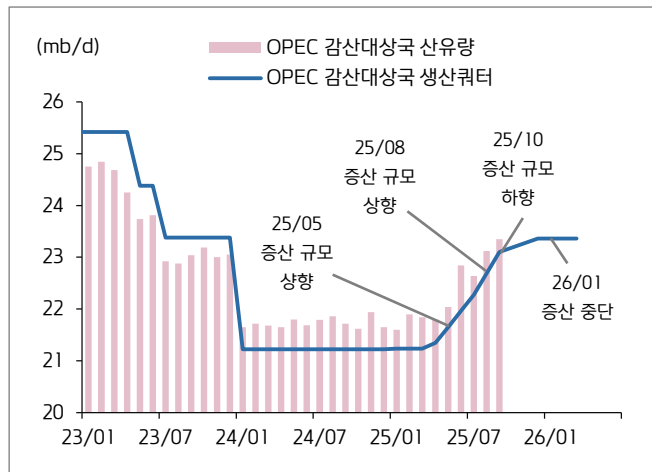


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11. OPEC+, 2026년 1분기 증산 중단 발표

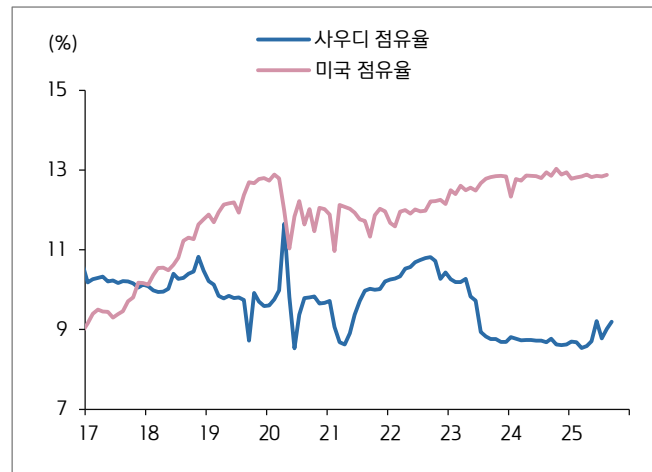
- ▶ 한편, OPEC+는 사우디, 러시아 등 주요 산유국을 중심으로 2025년 4월부터 단계적인 감산 축소를 진행
 - OPEC+ 국가 중 증산에 나선 산유국은 2023년 5월 자발적 감산안을 발표했던 국가들로 한정
- ▶ 이에 2025년 말 OPEC+의 산유량은 2023년 말 수준까지 회복될 예정. 2026년 1분기 이후 OPEC+의 생산 경로가 아직 정해지지 않은 만큼 공급 불확실성이 확대될 가능성
 - 11월 2일(현지시간) 진행된 회의에서 사우디 등은 12월 증산 이후 계절적인 요인을 고려해 2026년 3월까지 증산을 중단할 것으로 발표. 또한 시장 상황에 따라 유연하게 대응하겠다는 입장을 보이며 감산 재개의 가능성도 열어둠

OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 원유 생산에서 미국과 사우디의 생산 비중 변화



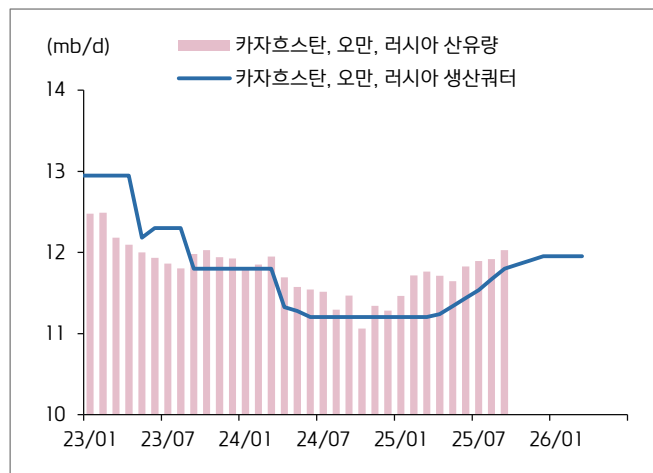
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

OPEC 감산 제외국의 생산 확대가 지속될 가능성은 낮아

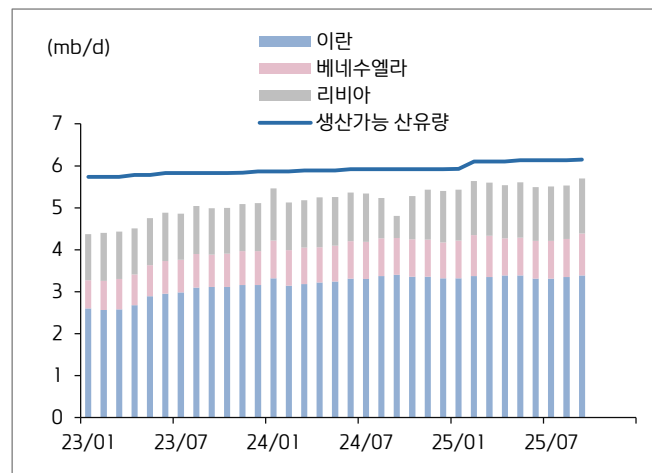
- ▶ 물론 OPEC 내 감산 제외국인 이란, 리비아, 베네수엘라의 산유량도 꾸준히 증가
 - 이는 미국의 베네수엘라 석유 사업 허가에 따른 생산 가능 산유량 확대와 리비아 생산 증가에서 기인
- ▶ 그러나, 이들 국가의 생산 여력을 고려했을 때, 생산 증가가 지속되기는 다소 어려워 보임
 - 현재 리비아와 베네수엘라의 산유량은 생산가능 산유량에 근접. 이란의 경우 약 11%의 생산 여력이 남아 있기는 하나, 최근 UN의 이란 제재 복원, 미국과 핵합의 종료 등의 이슈로 추가적인 생산 확대 가능성은 낮을 것으로 예상

카자흐스탄, 오만, 러시아, 산유량과 생산 쿼터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이란, 베네수엘라, 리비아 산유량 추이



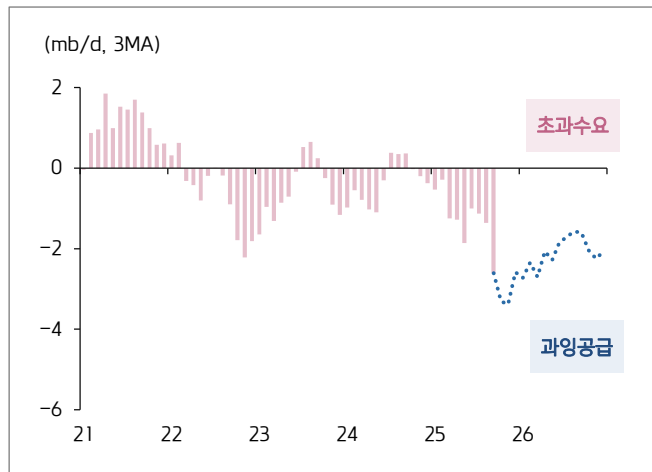
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

수급 전반에 큰 변화 부재하다면, 유가 레인지 변화 가능성 낮을 것

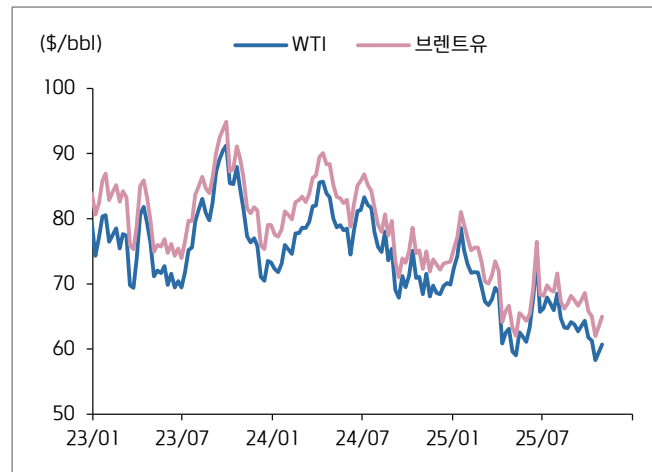
- ▶ 따라서, 미국의 생산 둔화, OPEC+의 증산 중단 등으로 예상보다 주요 산유국의 원유 생산이 부진할 가능성 열어둘 필요. 이 경우, 원유 재고 증가세도 점차 둔화될 것으로 예상
- ▶ 물론, 공급 불안이 유의미한 유가 레인지 변화를 유발하기도 어려워 보임. 완만한 수요 증가, 2025년 원유시장 내 과잉공급을 기반으로 형성된 안정적인 재고 여건을 감안했을 때, 2026년 중 수급 전반에 큰 변화가 발생할 가능성도 낮아 보이기 때문

글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 국제유가 추이



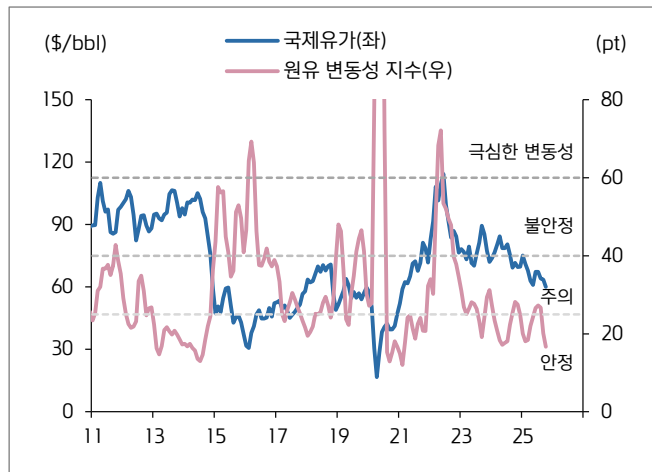
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

지정학적 리스크 지속, 유가의 단기 변동성 확대는 불가피

- ▶ 그러나 유가의 단기 변동성은 수시로 높아질 수 있음. 주요 산유국의 공급이 당초 예상보다 부진한 상황 하에서 지정학적 리스크가 확대된다면, 유가는 공급 불안에 더욱 민감하게 반응할 수 있기 때문
- ▶ 원유 시장이 과잉공급 우려에 집중되면서 유가가 약세를 보였다는 점도 단기 급등 가능성을 높게 보는 이유
 - 물론, 명목유가는 재고 증가에도 불구하고 여전히 코로나19 이전보다 높은 수준을 유지하고 있지만, 인플레이션을 고려한 실질 유가는 코로나19 이전과 유사한 레벨까지 내려와 있는 상황

국제유가와 유가 변동성지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

실질유가와 명목유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

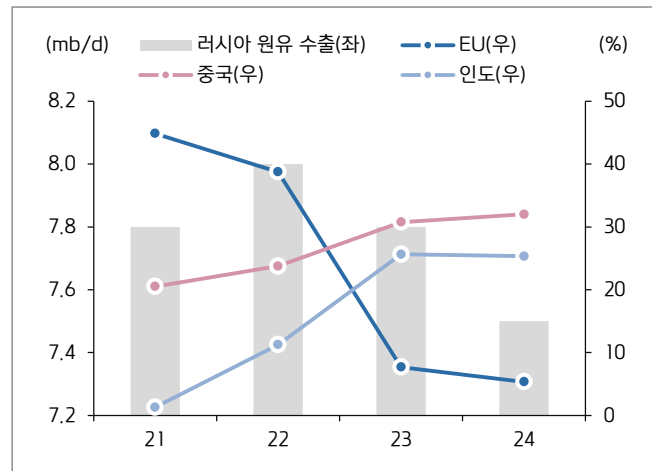
- ▶ 러시아-우크라이나 간 평화 협상이 지연되는 상황 하에서 EU와 미국은 러시아 추가 제재를 발표 이에 서방 국가의 러시아 제재 여파를 확인하는 과정 속에서 공급 불확실성이 확대될 가능성 상존
 - EU는 러시아산 원유 및 석유 제품 수입 가격의 상한을 배럴당 \$60 선에서 \$47.60달러로 인하했으며, 2027년까지 러시아 화석연료 의존도를 낮추기 위한 제재에 합의
 - 미국은 러시아산 원유를 수입하는 국가에 대해 대규모 관세부과를 예고해온 가운데, 최근 미국 재무부는 러시아 석유 회사인 로스네프트, 루코일 제재를 발표. 러-우 전쟁 이후 러시아산 원유 수입을 늘려온 중국과 인도가 미국의 러시아 에너지 제재 발표 이후 러시아산 원유 수입을 중단하거나 이를 대체할 수요처를 찾고 있다는 소식이 보도되고 있음

최근 미국과 EU가 발표한 러시아 제재

구분	내용
기존 제재 현황	- (에너지 자원 분야) 러시아 3대 자원(석유·가스·석탄)에 제재 강화 : 유가 상한제 모니터링 및 2차 제재 강화, 주요 가스전·프로젝트 제재 추가, 주요 에너지·산업·항공 제재, 러시아산 알루미늄·구리·니켈 수입 금지 등 - (금융 분야) 미국의 2차 제재 대폭 강화 조치('23.12)로 우호국을 통한 자금 결제 차단 노력 및 제3국 연루 은행 추가 제재, G7과 EU는 역대 러시아 동결 자산을 활용한 우크라이나 지원 단행
추가 제재	- 미국 : 러시아 최대 석유회사인 로스네프트, 루코일과 이들 기업이 직접 및 간접적으로 50% 이상 소유하는 모든 자회사에 대한 제재 발표 : 미국 내에 있거나 미국인이 소유 및 통제하는 해당 기업의 자산을 동결하고 미국 기업이나 개인은 해당 기업과 거래 금지 - EU : EU 집행위원회는 2027년까지 러시아산 석유와 가스 수입 중단 등 러시아 에너지 의존도 종식을 위한 로드맵 발표 및 입법화 예고 : EU는 제재 회피 및 위반 행위에 대한 대응을 강화하고, 2027년까지 잔여 러시아산 석유 수입을 회원국별 이행 계획을 통해 점진적으로 축소

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EU, 인도, 중국의 러시아산 원유 수입 비중 변화

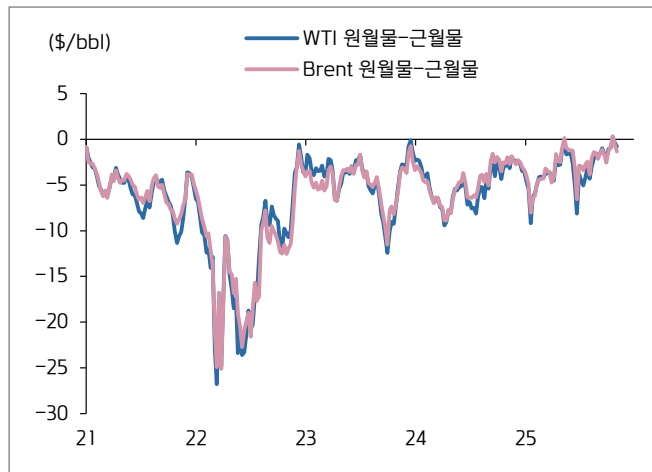


자료: IEA, 키움증권 리서치센터

16. 유동성 확대, 원유의 투기적 수요에 영향

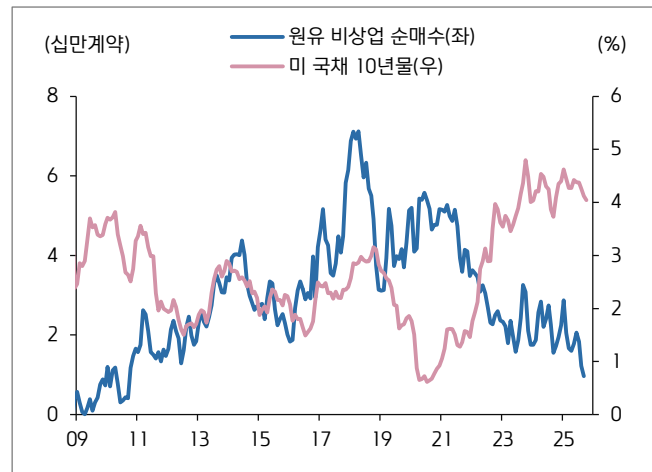
- ▶ 완화적인 금융 여건도 유가의 단기 급등에 영향을 줄 것으로 예상. 다른 자산군과 비교했을 때 원유는 부진한 가격 흐름을 보였던 만큼, 이슈 발생 시 단기적으로 자금이 유입될 수 있기 때문
- ▶ 특히 최근 원유 선물의 기간구조가 콘탱고로 전환된 점을 감안, 현재 원유시장 내 투자심리는 과잉공급 우려에 집중. 이는 유가가 공급 불안에 더욱 민감하게 반응할 수 있다는 점을 시사
 - 2025년 5월에도 OPEC+의 증산 규모 확대, 미국의 관세정책 등으로 원유 선물의 기간구조가 콘탱고로 전환되었으나, 이후 이란-이스라엘 충돌로 공급 불안이 높아지면서 유가가 급등했고, 기간구조도 백워데이션으로 돌아갔던 사례 존재

최근 WTI와 브렌트유의 원월물-근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

원유 비상업순매수와 미국 10년물 채권금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17. 귀금속 전반에 집중되는 관심

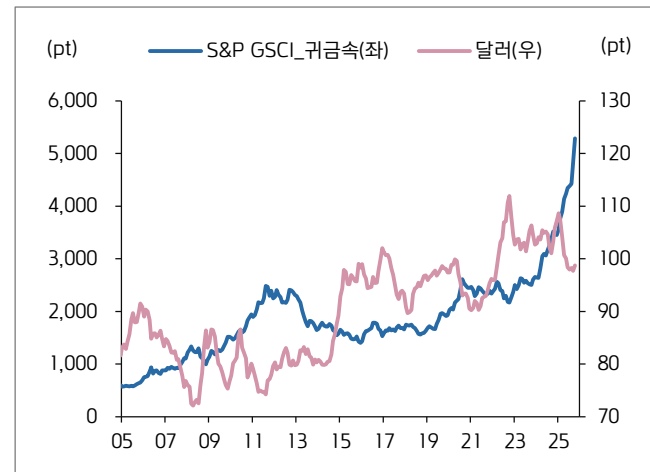
- ▶ 금에 대한 구조적인 수요가 지속되는 가운데 실질금리의 추가 상승도 제한되며 금 투자 수요 유입
이를 기반으로 2025년 금은 온스당 4,000달러 선을 넘어서며 역사적 고점을 기록
- ▶ 또한 금 가격의 상승 요인 중 하나가 미 연준의 금리 인하였던 만큼 부진했던 은 가격도 상승
- 특히 은은 2025년 중 금 보다 가파른 상승세를 보였음. 이는 금 가격이 상승하는 동안 은 가격은 크게 오르지 못하면서
은은 금보다 저평가되었다는 인식이 영향을 준 것으로 판단
- ▶ 2026년 중 금리인하, QT종료 등 미 연준의 완화적인 통화정책 스탠스가 지속될 것이라는 전망이 우세한 만큼
미 연준의 금리 인하가 종료되는 시점까지는 귀금속 전반에 대한 관심이 이어질 것으로 예상

미국 소비자물가와 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러화와 S&P GSCI 귀금속 지수



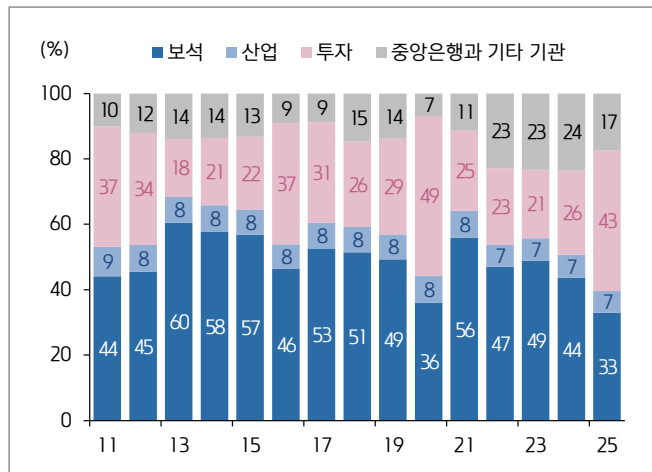
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18.

2025년 금 가격 강세 요인과 지속가능성 점검

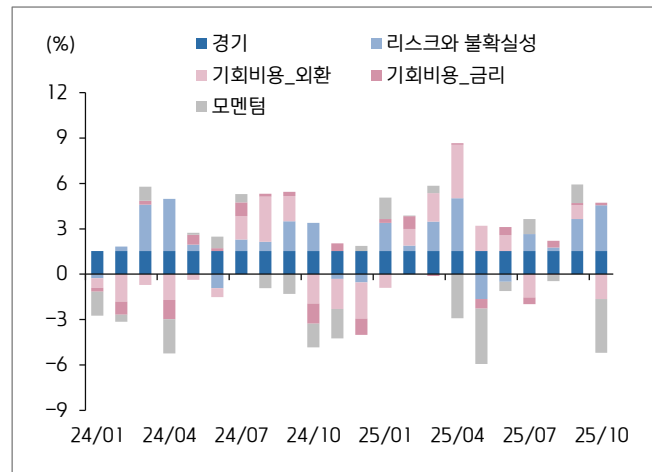
- ▶ 2025년 3분기까지의 목적별 금 수요 비중을 살펴보면, 2024년 대비 투자 수요 비중이 크게 늘어났다는 점을 확인. 이는 골드바, 금화 등 실물 금 수요가 꾸준히 유입되는 가운데 ETF를 통한 투자 수요도 강하게 유입되었기 때문
 - '25년 들어 ETF 등 투자 상품을 통한 금 투자가 유입되면서 '24년 전체 금 수요에서 26%를 차지했던 투자 수요는 '25년 43%로 비중 확대, 중앙은행의 금 매입은 24%에서 17%로 축소
- ▶ 연초부터 현재까지 금 투자 수요를 자극한 요인을 살펴보면 달러 약세와 불확실성을 들 수 있음

금의 목적별 수요 비중



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

금 가격 변동 요인 분해



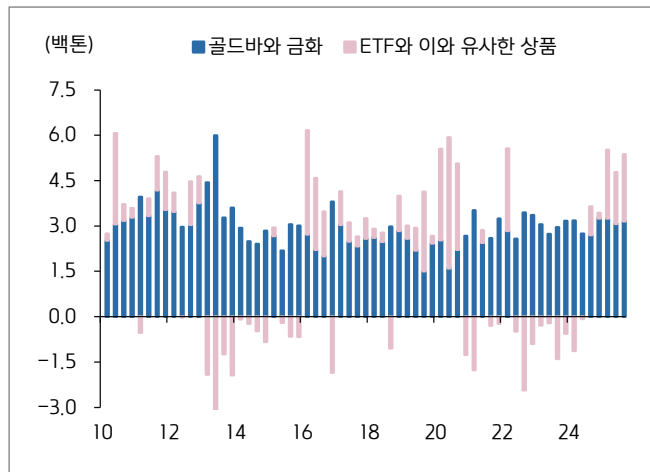
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

19.

금 가격 조정과 변동성 확대는 불가피해 보이지만...

- ▶ 물론 단기적으로 금 가격이 역사적 고점을 재차 넘어서기는 어려울 것으로 전망. 10월 FOMC 이후 파월 미 연준의장이 추가 금리 인하에 대해서 신중한 태도를 보이는 등 다소 매파적인 스탠스를 보였기 때문
- ▶ 미 연준의 금리 인하 기대는 최근 금 가격의 가파른 강세 요인으로 작용해온 만큼 미 연준의 통화정책 전망에 따라 차익 실현 매물이 출회될 것으로 예상
 - 현재 금은 실질 가격을 기준으로 역사적 고점을 계속해서 넘어서고 있어 가격 부담이 높은 상황
 - 또한 최근의 가격 상승은 실물보다 ETF를 활용한 금 투자가 확대된 결과. ETF를 통한 금 투자는 실물 투자 대비 가격 변화에 민감하게 대응할 수 있다는 점을 고려했을 때 예상보다 빠른 자금 유출이 발생할 가능성도 존재

투자 목적 금 수요 변화



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

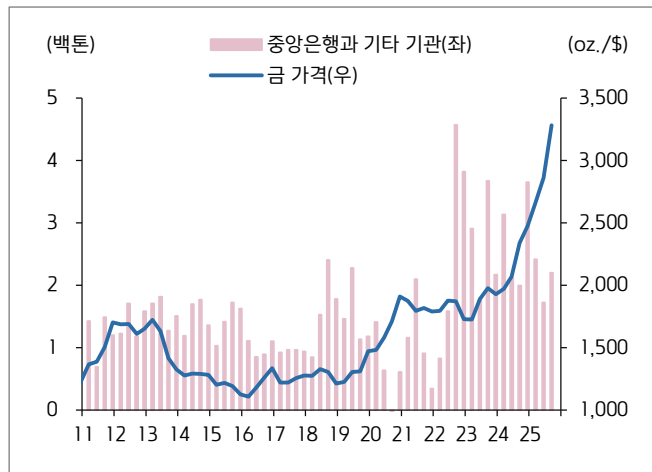
금의 명목 가격과 실질 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

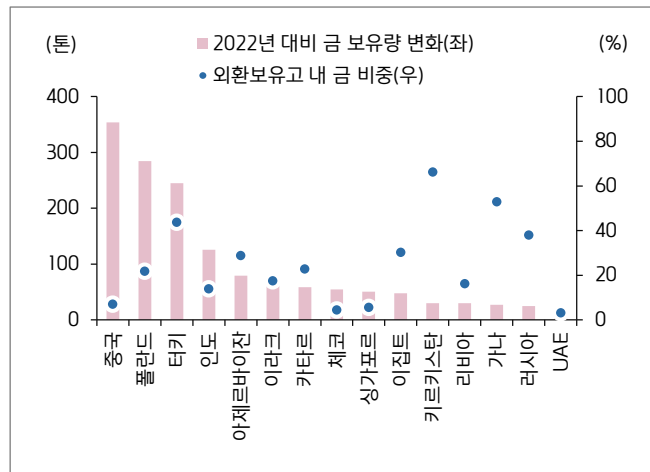
- ▶ 그러나 일부 국가의 탈달러화 기조나 지정학적 리스크 등 2022년 이후 금 수요를 주도했던 배경에 변화 부재 이를 고려했을 때, 금 가격 하락 시 최근 주춤하고 있는 중앙은행의 매수세가 재개될 것으로 전망
 - 2025년 세계금협회(World Gold Council, WGC)가 중앙은행을 대상으로 진행한 설문조사 결과를 살펴보면, 여전히 중앙은행의 금 매수 의지가 강하다는 것을 확인 할 수 있음
- ▶ 최근 3년간 금 매입을 주도해온 국가인 중국의 경우 대규모 매입에도 불구하고 여전히 금 비중이 7%에 불과하고 금 매입 이유로 위안화 국제화 추진 등을 언급한 만큼 추가 매입 여력 존재
 - 중국, 러시아 등 미국과 마찰이 발생하고 있는 국가들은 2011년부터 금 매입을 시작. 특히 러-우 전쟁 이후 미국의 경제 재제가 강화되면서 이를 등을 피하려는 국가들을 중심으로 달러 결제 시스템의 대안을 찾으려고 노력 중

최근 중앙은행 금 매입 동향



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

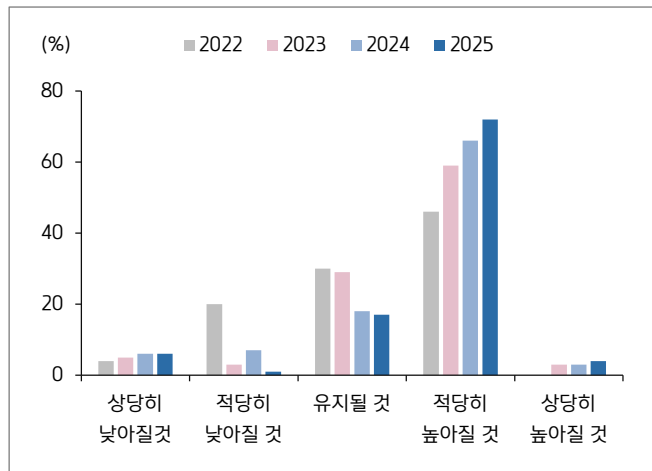
2022년 대비 금 매입 상위 국가들의 금 보유량 변화



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

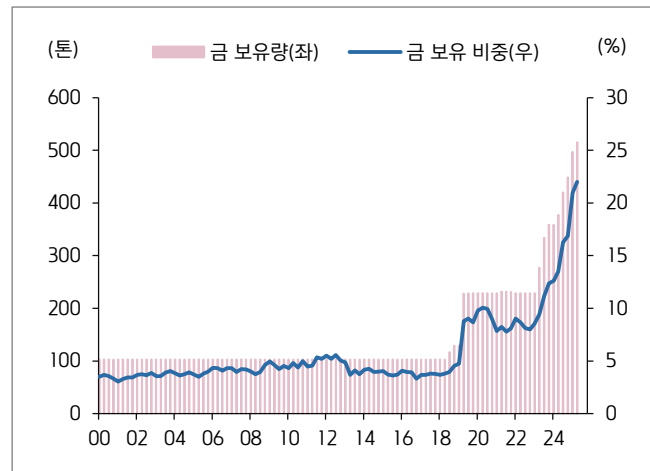
- ▶ 또한 러-우 전쟁 이후 높아진 동유럽 지역의 정세 불안도 중앙은행 금 매수에 영향. 폴란드 중앙은행의 금 보유량 변화를 살펴보면, 2022년 러-우 전쟁 이후 본격적으로 시작되었다는 점을 확인할 수 있음
 - 폴란드 중앙은행 총재는 재앙적인 사건으로 부터 경제를 보호하기 위해 금이 필수적이라고 언급했으며, 폴란드는 최근 외환보유고 내 금 비중 목표를 20%에서 30%로 확대
 - 또한 체코, 헝가리 등 다른 동유럽 지역의 중앙은행도 금 매입에 나서고 있음
- ▶ 2025년 트럼프 미 대통령이 러-우 종전의 가능성을 언급해왔으나, 오히려 러-우의 군사적 충돌은 확대되는 양상. 이에 트럼프 대통령도 러시아에 대한 추가 규제를 단행. 이 과정에서 서방국가와 비서방국가 간의 대립이 빠르게 해소되기는 어려워 보이며, 각국 중앙은행의 금 매입 기조 지속 예상

5년 후 총 외환보유고에서 금의 비중 변화에 대한 서베이 결과



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터
 주: 2025년의 경우 총 71개의 중앙은행을 대상으로 서베이 진행

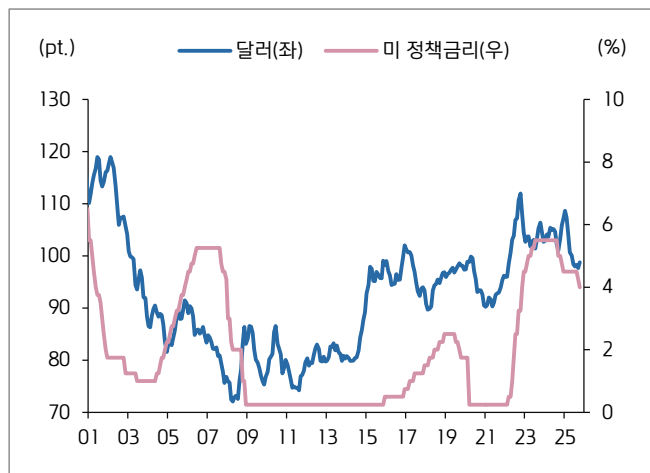
폴란드 중앙은행의 금 매입 추세



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

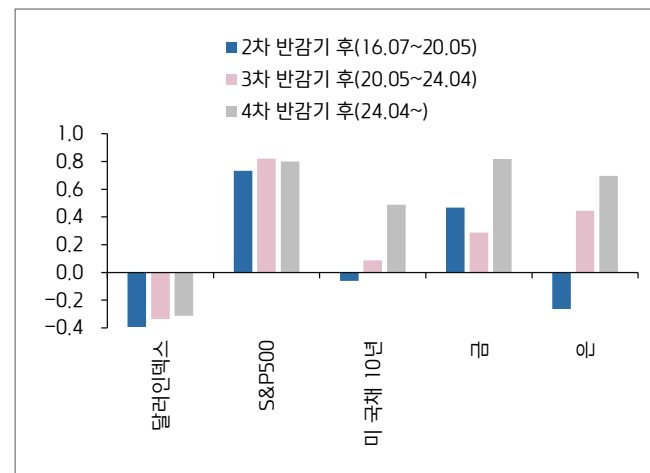
- ▶ 한편, 인플레이션이 안정된 상황이나, 여전히 코로나19 이전보다 높은 레벨을 유지. 이에 완화적인 통화정책 기조 하에서 물가에 대한 경계감은 수시로 높아질 수 있음
 - 인플레 우려는 달러 등 법정화폐를 대체할 수 있는 자산에 대한 관심을 높이는 배경으로 작용
- ▶ 최근 미 연준의 금리 인하 이후 비트코인과 금, 은 간 양의 상관관계가 강화되는 양상. 금과 비트코인이 안전자산과 위험자산으로 구분되기도 하지만, 두 자산은 달러의 대안이라는 공통점도 존재

미국 정책금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 주요 자산간 상관관계 변화



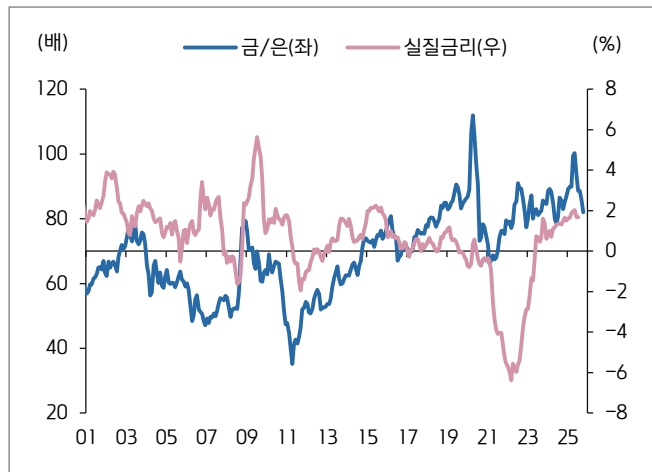
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

23.

실질금리 변화와 금/은 비율의 하락

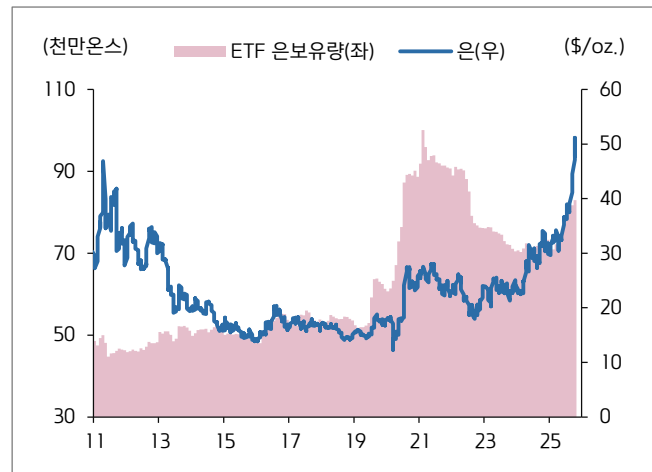
- ▶ 최근 은 가격의 가파른 상승은 실질금리 약세를 동반. 이에 미 연준의 금리 인하 사이클이 이어질 것이라는 전망 하에서
- ▶ 이를 감안해보면 유동성이 풍부해지는 환경 하에서 금, 은, 비트코인의 동행성은 수시로 발생할 수 있음
 - 2·3분기 중에도 재고가 5년 평균 수준을 하회한다면, 미국 천연가스와 대비 반등폭이 미미했던 유럽 천연가스 가격도 빠르게 반등할 가능성이 높음

실질금리와 금/은 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
실질금리 = 미국 10년물 국채금리 - 미국 소비자물가 상승률

은과 ETF 은보유량

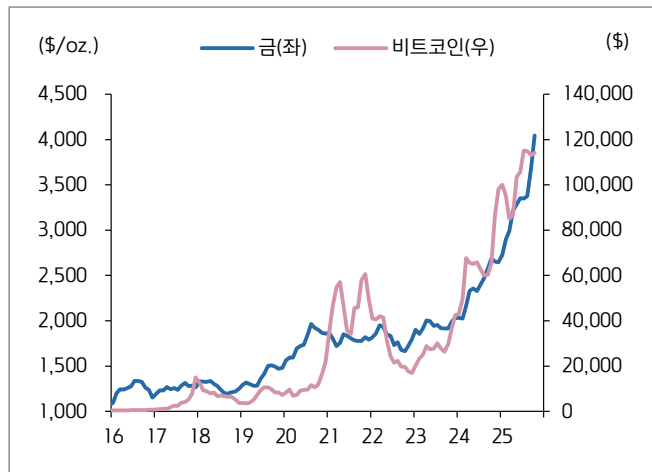


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

24. 불확실성이 지속되는 여건, 금 선호 지속

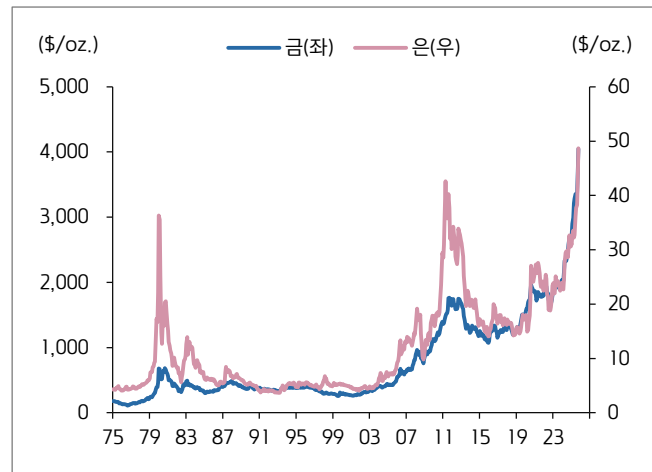
- ▶ 다만, 2026년 상반기 말로 갈 수록 미 연준의 금리 인하 사이클 종료 시점을 두고 불확실성 확대될 것으로 전망
이 과정에서 금과 은, 비트코인의 동행성도 약화될 것으로 예상
- ▶ 물론 미 연준의 금리 인하 종료는 금에도 부담이나, 미 연준의 통화정책 불확실성이 투자심리 위축으로
연결되는 경우 은과 비트코인 가격의 약세가 금보다 더 가파르게 진행될 가능성 존재
 - 앞서 언급했듯이, 금 가격 하락 시 중앙은행 매수세를 기대해볼 수 있으나, 비트코인과 은은 이러한 수요처 부재

금과 비트코인 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

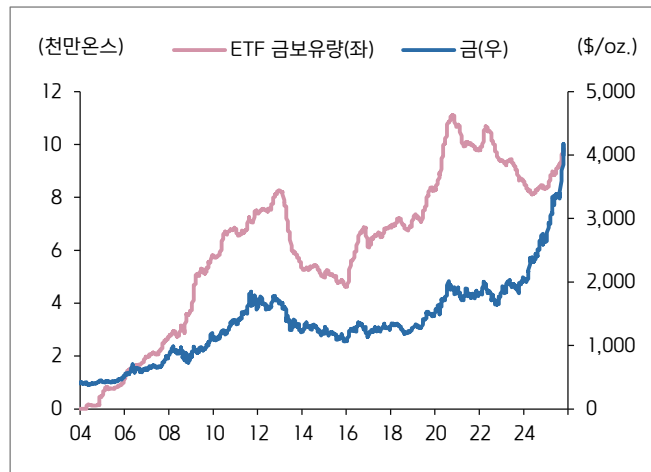
금과 은가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

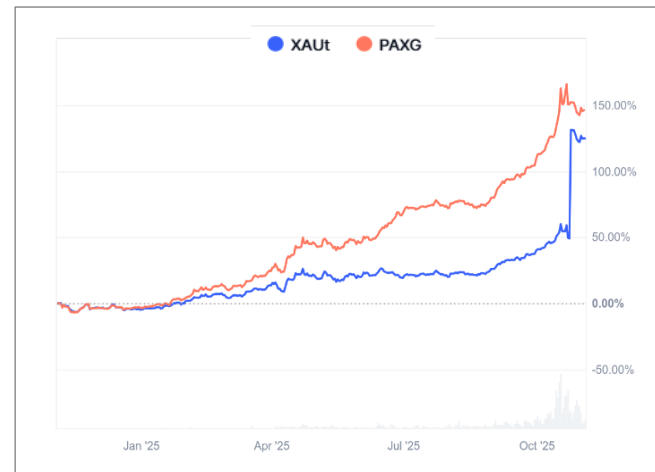
- ▶ 더욱이 자산토큰화에 대한 관심이 높아지면서 금에 대한 새로운 투자 방법이 추가 되었다는 점도 금 시장 확대에 영향을 줄 것으로 예상. 금 ETF 출시되면서 금 거래가 용이해지고 이는 거래 활성화로 연결되었기 때문
 - PAX Gold, Tether Gold 등 금을 담보로 발행되는 토큰이 발행되기 시작했고, 최근 주요 토큰화 금의 시가총액도 빠르게 늘어나고 있음
 - WGC도 최근 디지털화된 금의 미래에 대한 보고서를 발간. 디지털화를 통해 투명성과 신뢰성을 높이고, 이를 통해 투자자의 접근성 향상을 기대해 볼 수 있을 것으로 분석. 또한 DeFi(Decentralized Finance) 상에서 토큰화된 금을 통해 안정적인 수익을 창출할 수 있는 만큼 새로운 세대의 투자자 유치도 가능할 것으로 전망
- ▶ 토큰화 금 시장 규모가 아직 미미한 만큼 가격 흐름에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 관련 시장이 확대될수록 금 시장의 유동성 확대 차원에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

금과 ETF 금 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PAX Gold(PAXG)와 Tether Gold(XAUT)의 시가총액



자료: Coinmarketcap



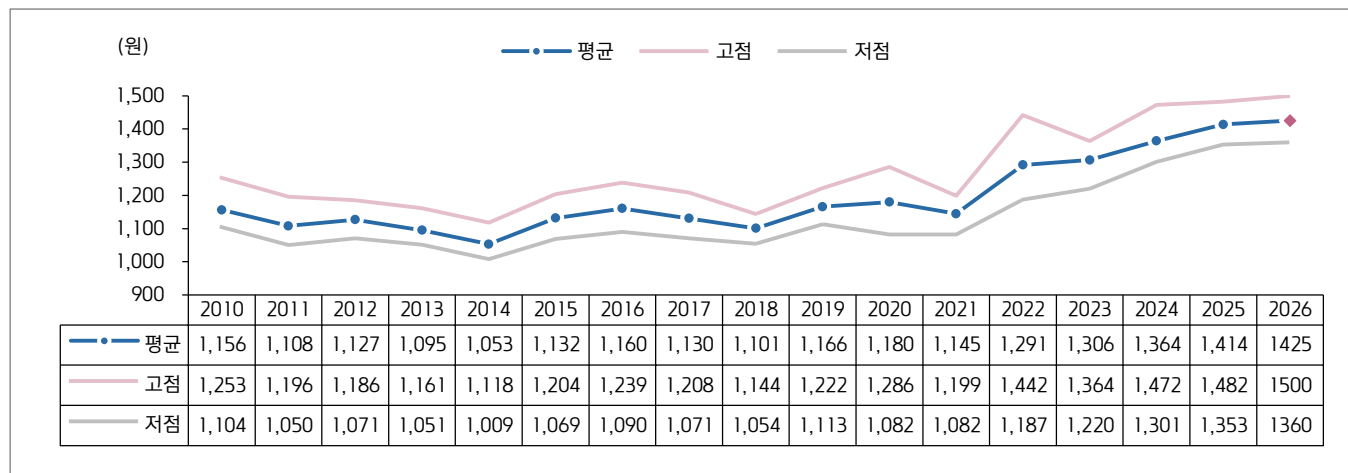
III. FX: 자본흐름이 이끄는 환율 상승 국면

01.

달러/원 환율, 구조적 요인 속 점진적 상승 흐름 형성

- ▶ 한국의 구조적 저성장 기조와 해외 투자 수요 확대가 맞물리며, 달러/원 환율은 점진적으로 높은 평균 수준을 형성하는 추세
- 내국인의 해외 투자 확대는 장기적으로 외화 수요를 증가시키는 요인으로 작용
 - 경상수지의 구조적 축소 가능성은 외환 유입 압력을 완화시키며, 이에 따라 환율 결정 구조가 경상수지 중심에서 자본수지 중심으로 전환하는 모습
 - 이 과정에서 달러/원 환율은 글로벌 금리 및 유동성 변화에 더 민감하게 반응하는 체계로 변화 중

달러/원 환율 추이

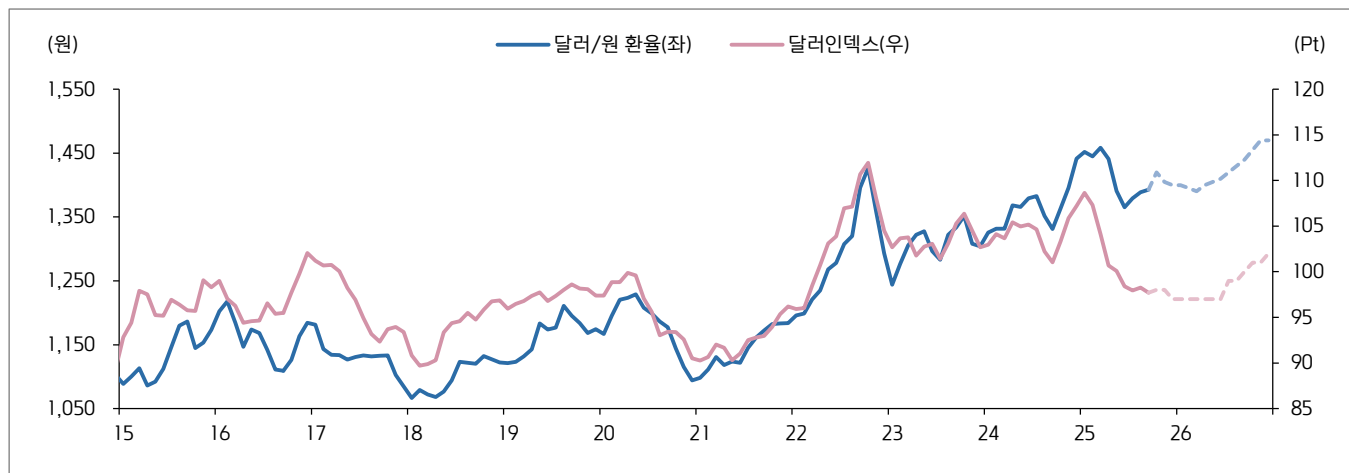


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2025년은 10/23 기준, 2026년은 당사 전망치

- ▶ 2026년 달러/원 환율 전망: 연간 1,360~1,500원 범위 내에서 완만한 상승세를 보일 것으로 예상
 - 분기별 평균 환율: 1분기 1,395원 → 2분기 1,410원 → 3분기 1,430원 → 4분기 1,465원
- ▶ 달러화는 완만한 U자형 경로를 그릴 전망
 - 상반기: 연준 추가 금리 인하 기대와 단기적인 유로화 강세 등이 달러 약세 요인으로 작용
 - 하반기: 금리 동결, 양호한 경기 흐름, 미국 중간선거 불확실성 부각이 달러 수요를 확대시며 완만한 반등세로 전환
- ▶ 달러/원 환율, 1분기 저점을 형성한 이후 완만한 상승세로 전환될 전망
 - 달러 약세와 국내 증시 강세, WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입 기대가 원화 강세 요인으로 작용
 - 1분기 이후 완만한 상승 전환 예상, 대미 투자 확대 및 구조적 해외투자 증가가 상시적인 달러 수요를 유발하며 환율은 점진적인 상승 압력을 받을 것으로 전망

달러/원 환율과 달러인덱스 추이와 전망 경로



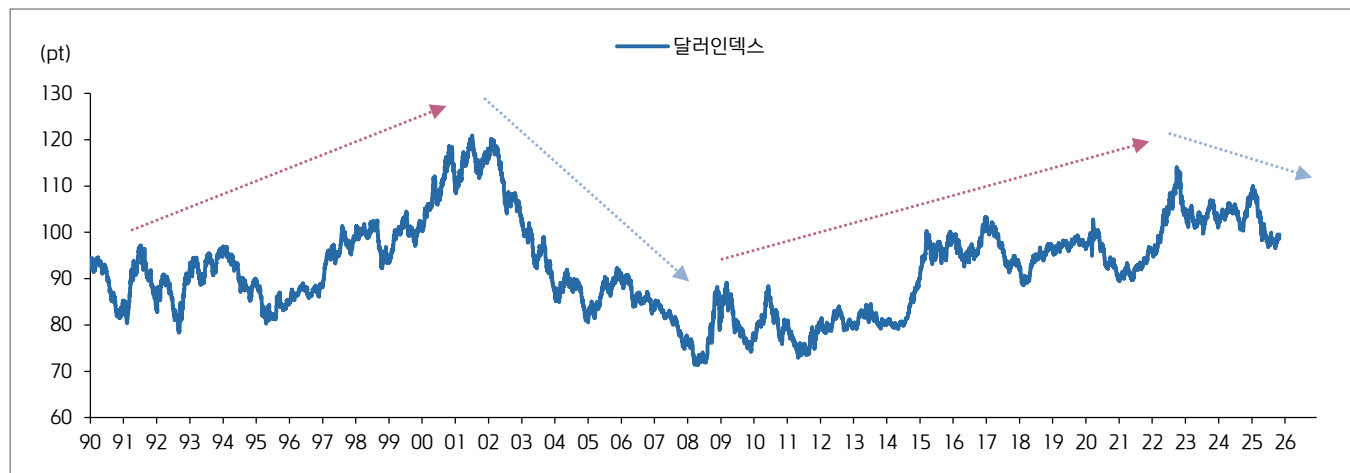
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 당사 전망치

03.

미 재정불안이 초래한 비정상적 달러 약세 국면

- ▶ 달러인덱스는 2022년 이후 구조적 약세 구간에 진입, 고점과 저점이 점진적으로 낮아지는 하향 안정 추세
- ▶ 다만, 이번 달러 약세는 과거(2002년~2008년) 구간과는 성격이 상이
 - 2000년대 초반 약세는 IT버블 붕괴 이후 회복기에 나타난 '리스크온(Risk-on)'형 약세로, 글로벌 경기 동조화, 금리차 축소, 신흥국 성장, 유로화 부상 등이 주요 요인
 - 반면 2022년 이후의 달러 약세는 고물가·고금리·재정팽창이라는 특수 환경 속에서 발생한 '재정리스크 동반형·신뢰 훼손형 약세'로 미국의 재정적자 확대, 부채한도 불확실성, 신용등급 하락 등이 복합적으로 작용
 - 그 결과, 금리가 높음에도 달러와 미 국채가 동시에 약세를 보이는 비정상적 구조로 전개
 - 이에 원화 역시 달러 약세 국면에서도 과거만큼의 강세를 보이기 어려운 환경으로 판단

달러인덱스 장기 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

달러 약세의 성격 변화 – 경기순환에서 신용리스크로

- ▶ 2002년형 달러 약세는 경기와 성장의 균형 조정 국면에서 나타난 정상적 사이클형 약세로 평가
 - 달러 고평가 → 금리차 축소 → 자본분산 → Risk-on → 신흥국·원자재 시장 호황 → 점진적 달러 약세
- ▶ 2022년형 달러 약세는 재정 신뢰 약화와 신용 프리미엄 확대가 내재된 구조적 약세로 구분
 - 재정적자 확대와 부채 누증 → 국채 공급 증가 → 신용등급 하락·이자비용 급증 → 달러 신뢰 약화 → 금·유로 강세와 국채 약세 → 재정리스크 동반형 달러 약세로 전개
- ▶ 달러 패권적 지위는 여전히 유지되고 있으나, '무결점 안전자산'으로서의 인식은 약화
 - 향후 달러 약세 지속 여부는 재정수지 개선 신호, 금리 구조 정상화, 글로벌 신뢰 회복 여부에 달림

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)

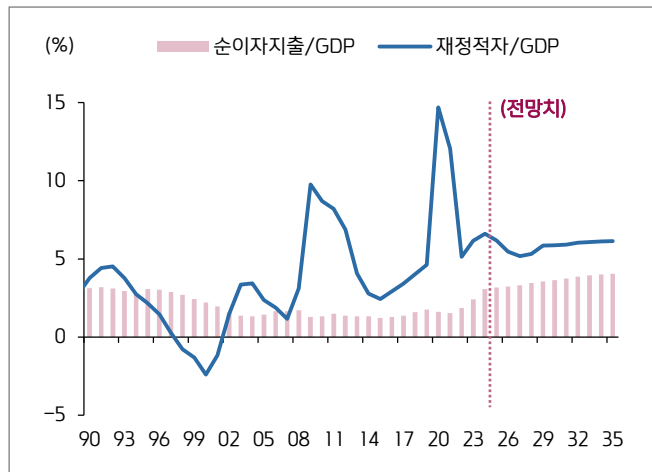
자료: 키움증권 리서치센터

05.

달러, 약세 구간 속 상반기 하락·하반기 완만 반등

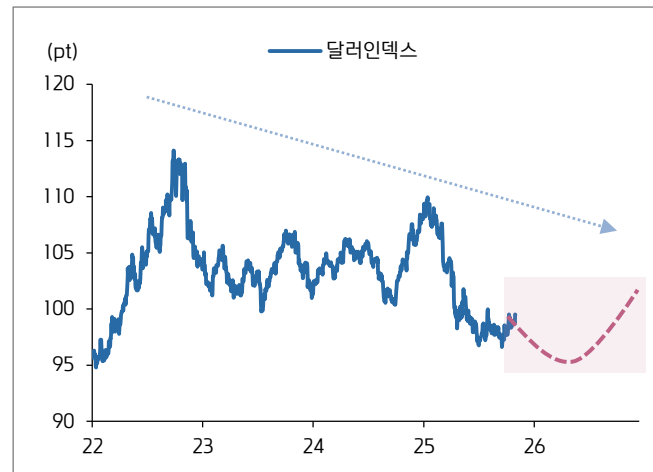
- ▶ 달러는 2022년 고점을 정점으로 약세 국면에 진입, 완만한 하락세를 이어가는 모습
 - 미국의 재정수지 적자(GDP 대비 5% 이상)가 장기화되면서, 재정 불안이 더 이상 달러 강세 요인이라기보다 국채금리 상승, 신뢰 약화 요인으로 작용할 가능성
- ▶ 2026년 달러화는 추세적인 약세 흐름 속에서도 상·하반기 차별화된 경로를 보일 전망
 - 상반기: 연준 금리 인하 기대와 독일 등 유럽 경기 개선에 따른 유로화 강세가 달러 약세 요인으로 작용
 - 하반기: 금리 동결 기조와 양호한 미국 경기, 중간선거 불확실성 부각으로 달러 수요가 확대되며 완만한 반등세로 전환될 가능성

미국 재정수지/GDP와 순이자지출/GDP 추이



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

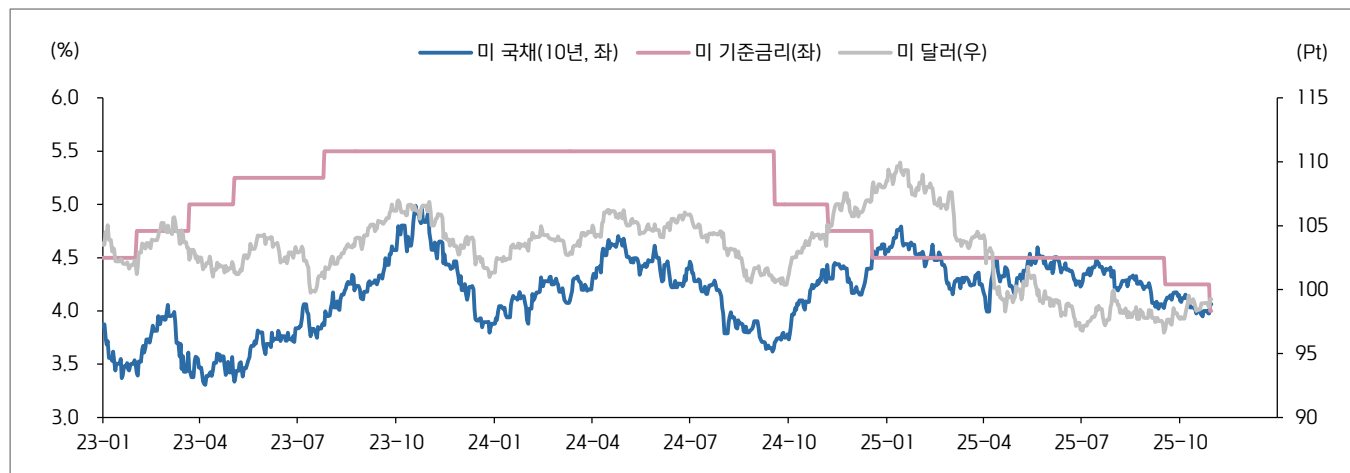
달러인덱스와 2026년 전망 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 분홍 박스 내 점선은 2026년 당사 달러 경로 전망

- ▶ 연준은 2025년 세 차례(9월, 10월, 12월) 금리 인하 이후, 2026년에 상반기에 한 차례 추가 인하를 단행하고 하반기에는 금리 동결 기조를 유지할 것으로 전망
 - 2026년은 QT 종료를 통해 국채 수급 불안이 완화될 경우, 단기적으로 장기금리가 하락 전환하고 달리는 금리 흐름에 맞춘 완만한 약세가 가능할 전망
 - 다만, 하반기에는 금리 동결 기조와 양호한 경기 흐름이 재부각되며 달리는 완만한 반등세로 전환될 가능성이 높음

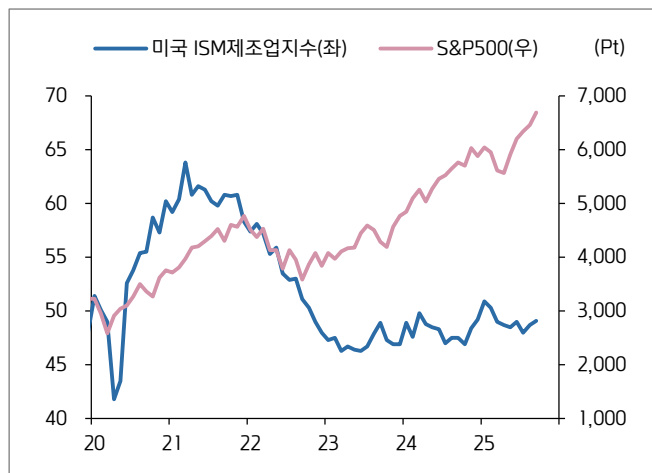
미국 기준금리와 국채금리(10년), 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

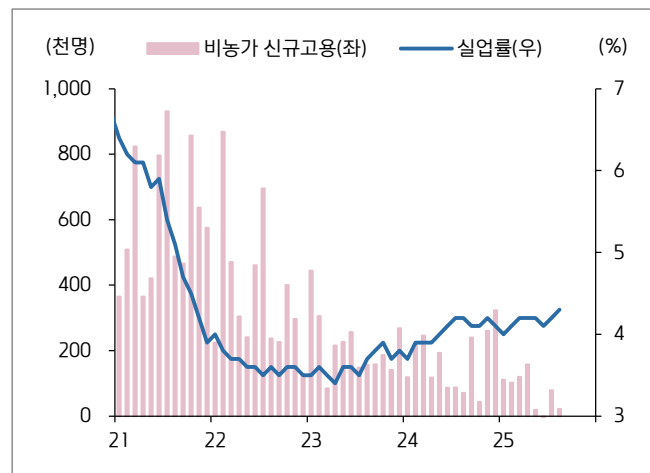
- ▶ 미국이 K자형 성장 국면에 진입한 점을 감안할 때, 연준은 금리 인하 기초를 유지하되 속도는 점진적일 전망
 - 과도한 완화는 자산시장 과열을 초래해 실물 회복의 지속성을 저해할 수 있기 때문. 이에 연준은 금리 인하와 병행해 양적긴축(QT) 종료 및 유동성 공급 프로그램을 조합한 '속도 제어형 완화' 정책을 활용할 가능성이 높음
 - 기준금리는 2026년 3.25~3.50% 수준까지 인하된 이후, 연준이 동결 기초를 유지하겠지만, 시장에서는 추가 금리 인하 기대가 일부 잔존할 것으로 예상

미국 ISM제조업지수와 S&P500 주가지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비농가 신규 고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08.

QT 종료, 국채금리 상승 완화 및 유동성 개선 역할

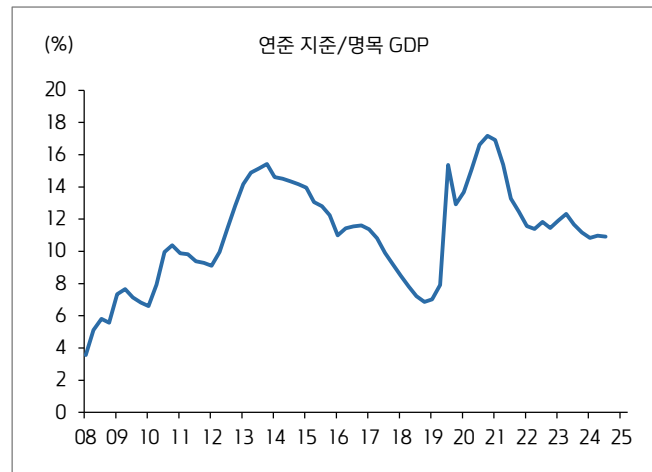
- ▶ 연준은 10월 FOMC에서 2025년 12월부터 양적긴축(QT)을 종료하겠다고 발표
 - 과거 2019년에도 레포금리 급등 등 단기자금시장 불안이 확산되자, 연준은 QT 종료와 기준금리 인하를 통해 정책 기조를 전환한 바 있음
 - 뉴욕 연은 보고서(2024년 4월)에 따르면, QT 종료 시점은 지급준비금/명목GDP 비율의 하락(12%→11%→10%)에 따라 '테이퍼링 → 종료 → 대차대조표 재확대'로 이어질 가능성이 높다고 평가
- ▶ QT 종료는 미국 국채금리 상승 압력을 완화하고, 국가 부채의 이자 부담과 금융시장 내 자금 조달 여건을 개선하는 완화적 정책 전환 요인으로 작용할 전망

미국 연준 지급준비금과 역레포 잔고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 연준 지급준비금/명목GDP



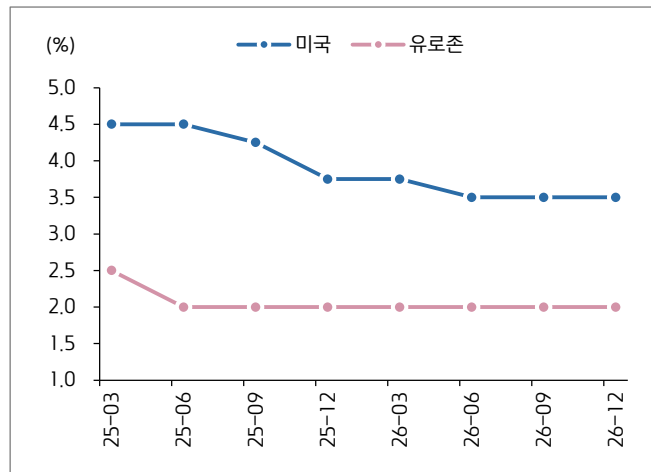
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09.

미국 완화 전환 vs 유럽 동결 기조, 금리차 확대 구도 형성

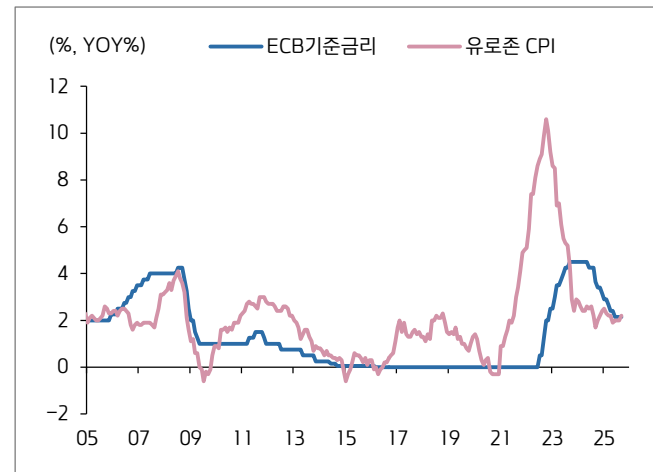
- ▶ ECB는 기준금리 동결 기조를 유지할 것으로 예상되며, 이에 따라 상반기 중 유로존과 미국 간 금리 차는 소폭 축소될 가능성
 - ECB는 리파이낸싱 금리를 2.15%까지 인하한 이후, 중립금리(1.75~2.25%) 수준에 근접함에 따라 추가 인하 여력이 제한적인 상황
 - 반면 연준은 2025년 12월 기준 3.75% 수준까지 금리를 인하한 뒤, 상반기 중 한 차례 추가 인하를 단행할 전망

미국과 유로존 금리 인하 전망 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 2025년 3분기 이후는 Bloomberg 주요 IB 중간값

ECB 기준금리와 유로존 소비자물가 상승률 추이



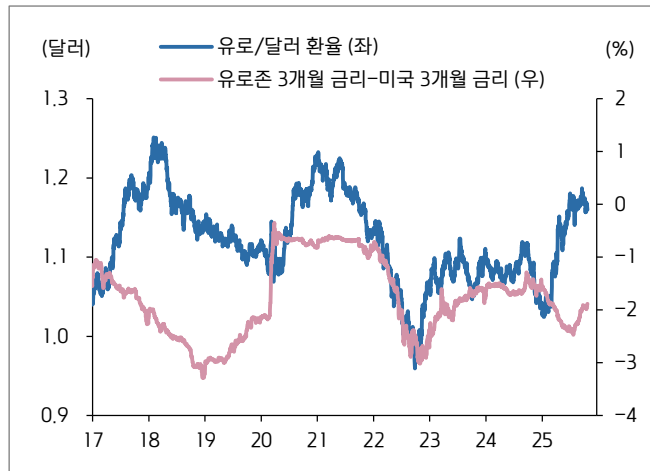
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

유로화, 상반기 강세 후 하반기 제한적 흐름 전망

- ▶ 유로화는 상반기 초반, 미국과 유로존 간 금리차 축소와 독일을 중심으로 한 경기 회복 기대에 힘입어 자금 유입이 확대되며 강세를 보일 전망
 - 특히 독일 제조업 회복세와 유럽 경기 개선 기대가 맞물리며 단기적으로 유로화 매수세가 강화될 가능성
- ▶ 그러나 유로존은 재정 불안 누적으로 인해, 유로화 강세가 하반기까지 이어지기는 어려울 것으로 예상
 - 독일은 상대적으로 재정여력이 충분하지만, 프랑스(재정적자/GDP -5.5%)와 이탈리아(부채비율 130% 후반)는 정치 불안과 ECB의 채권매입프로그램(PEPP)에 대한 높은 의존도로 인해 재정 건전성 리스크에 수시로 노출 가능
- ▶ 하반기에는 연준의 금리 동결 기조와 유로존 재정 불확실성 재부각으로, 유로화 추가 강세는 제한될 전망

유로달러와 유로존과 미국 금리 차이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로존 국가별 재정수지/GDP와 정부부채/GDP

	재정수지/GDP(%)				
	유로존	독일	프랑스	이탈리아	스페인
2024	-3.1	-2.7	-5.8	-3.4	-3.1
2025	-3.2	-2.5	-5.4	-3.3	-2.7
2026	-3.4	-3.4	-5.8	-2.8	-2.5
	정부부채/GDP(%)				
	유로존	독일	프랑스	이탈리아	스페인
2024	87.2	63.5	113.1	135.3	101.6
2025	87.8	64.4	116.5	136.8	100.4
2026	88.9	66.0	119.6	138.3	98.7

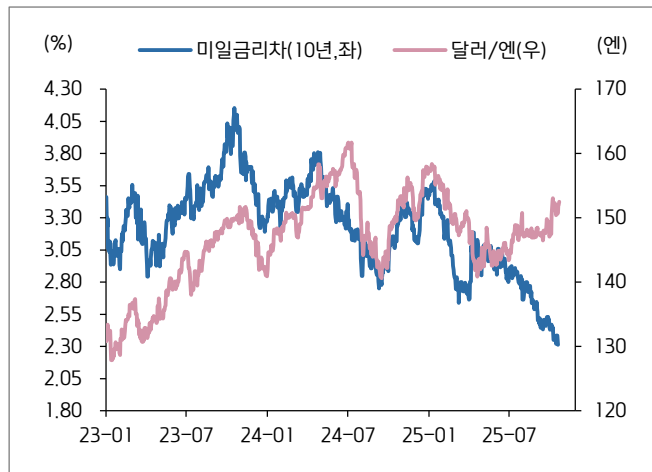
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

11.

성장 기대와 재정 불안 공존, 제한적 엔화 강세

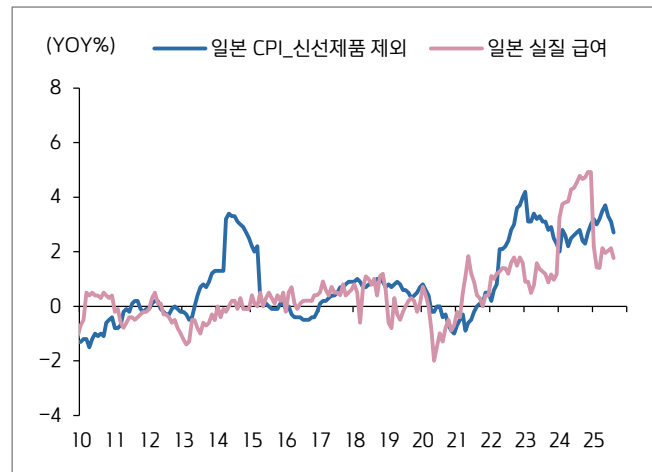
- ▶ 상반기에는 달러 약세와 연준의 금리 인하로 미·일 간 금리차 축소되며, 엔화의 일시적 강세가 나타날 전망
 - 연준의 완화적 기조가 이어지는 가운데, 글로벌 달러 약세 흐름이 엔화 매수 심리를 자극할 가능성
- ▶ 다만 일본은행의 점진적 긴축 기조가 금리차 축소 폭을 제한함에 따라, 엔화 강세는 완만하고 단기적 수준에 머물 가능성 존재
 - 신임 총리의 확장적 재정과 완화적 통화정책은 단기적으로 성장 기대를 높이는 요인으로 작용하지만, 동시에 재정건전성 우려를 자극하며 일본은행의 점진적 금리 인상 전망을 강화할 가능성 존재
 - 소비자물가 및 임금 상승세 둔화가 동반될 경우 일본은행의 긴축 속도를 제약하는 요인으로 작용할 전망

달러/엔 환율과 미일 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 CPI와 일본 실질급여



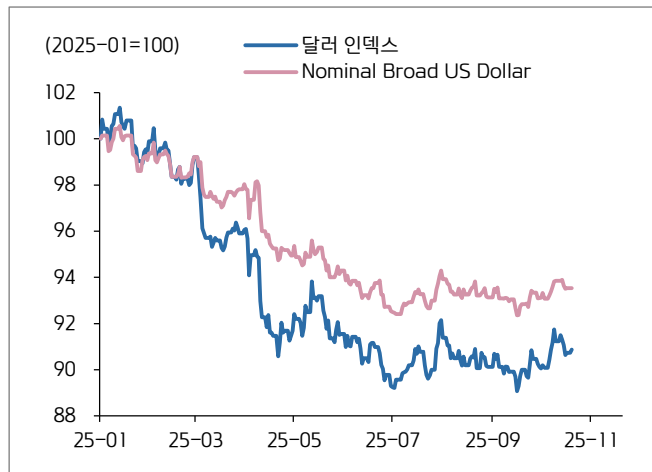
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

성장 모멘텀 회복과 재정 개선 기대, 달러 안정 기반 강화

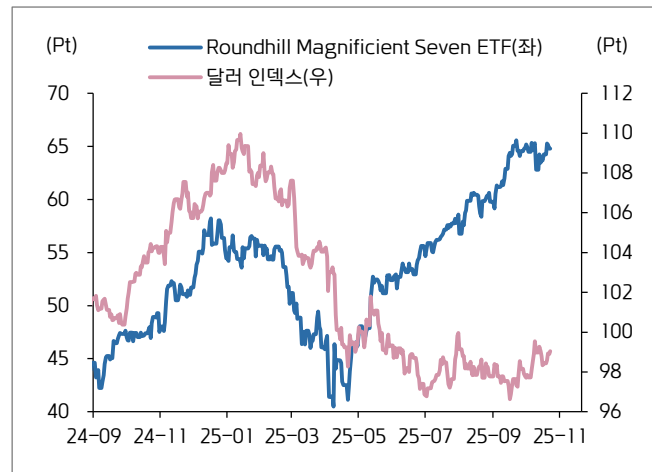
- ▶ AI·반도체 중심의 투자 기대 확산으로 미국으로의 자금 유입이 지속되고 있으며, 이는 미국 성장 모멘텀을 지지하는 동시에 재정 불안 완화 시 달러 반등 가능성을 높이는 요인으로 작용
 - 기술주 ETF로의 자금 유입은 AI 투자 중심의 성장 기대를 반영하며, 달러와 기술주의 동조화 흐름 재개 가능성을 시사
- ▶ 2025년 관세 정책은 일시적으로 달러 신뢰를 약화시켰으나, 2026년에는 관세 수입 확대와 재정 개선 기대가 이어진다면 달러 안정 및 반등 여력 강화 요인으로 작용할 가능성 존재
 - 기축통화 지위, 에너지 자립, 기술 혁신력은 달러의 구조적 약세를 완화하는 핵심 기반으로 평가

달러인덱스와 연준의 무역가중치 달러지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. 달러 가치: 정책 의도와 시장 현실의 괴리

- ▶ 트럼프 2기 행정부는 저금리와 달러 약세를 선호하는 정책 기조를 재확인하고 있으며, 연준에 대한 금리 인하 압박과 감세·재정지출 확대 가능성이 공존하는 국면
 - 경기 부양을 위한 감세와 인프라 중심의 재정 확대 정책이 병행될 경우, 단기적으로는 달러 약세 압력이 강화될 수 있음
 - 다만, 재정적자 확대에 따른 국채 공급 증가와 연준의 통화정책 여력 제약을 감안할 때 달러 약세의 폭은 제한될 전망

트럼프 2기 약달러 선호 vs. 강달러 가능성

	약달러 정책 의도(트럼프 2기)	강달러 발생 가능성(시장, 현실 요인)
통화정책 방향성	연준에 금리 인하 압박 완화적인 통화정책 선호 달러 약세 유도 발언 반복	연준의 독립성 유지 시 금리 동결 인플레이션 지속 시 금리 추가 인상 여지
재정 정책	감세 + 인프라 투자 확대 재정적자 확대 → 약달러 압력 요인	재정적자 확대 → 국채 발행 급증 → 금리 상승 → 달러 수요 증가
무역 전략	관세 부과 + 약달러 조합으로 수출 경쟁력 강화 목표	무역 마찰 심화 시 글로벌 리스크 확대 → 달러 안전자산 수요 증가
외환시장 개입 의도	공개적으로 "달러 강세 너무 강하다"고 발언 美 재무부의 입장 변화 가능성은 있음	시장 기반 환율 체계 유지 → 실제 개입 효과는 제한 G7 환율 조작 비판 가능성
글로벌 자금 흐름	관세, 세금 및 기타 모든 형태의 해외 수입을 징수하는 임무를 맡은 새로운 부서인 대외수입청(External Revenue Service) 설립 계획, 미국 자산으로의 자금 유입 속도 둔화	글로벌 금리차 확대 → 미국 자산으로 자금 유입 증가 미국 관세 불확실성 해소와 성장 회복 기대 시 미국 자산으로 자금 유입

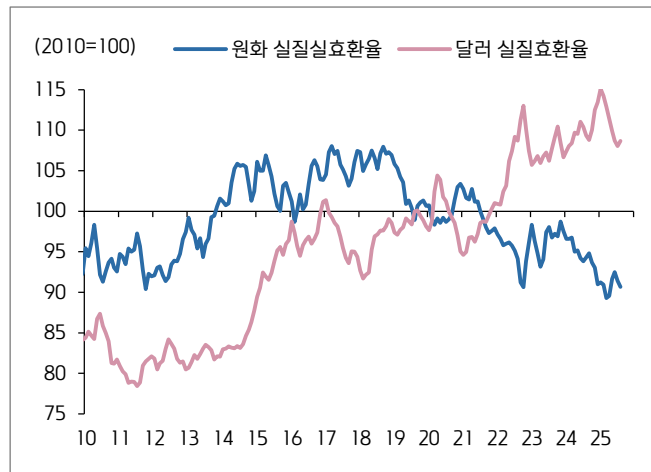
자료: 키움증권 리서치센터

14.

원화 실질가치 저평가, 단기 기술적 반등 여력 존재

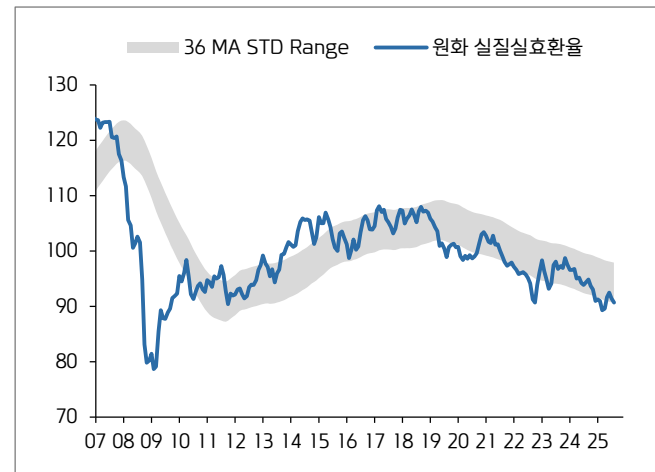
- ▶ 원화 실질실효환율(REER)은 장기 평균을 크게 하회하며, 실질가치 기준으로 저평가 상태
 - 2025년 9월 기준 원화 REER은 90.57로, 이는1994년 이후 장기 평균(약 101.2)을 뚜렷하게 밑도는 수준
 - 이는 원화의 실질 가치가 역사적 평균 대비 저평가되어 있음을 시사
- ▶ 달러 약세 압력과 원화 실질실효환율의 저점 인식이 맞물리며, 단기적으로 원화의 기술적 반등 여력이 존재
 - 관세 정책 불확실성 완화와 달러 실질가치 조정이 병행될 경우, 저평가된 원화 가치의 일부 회복이 가능할 전망

원화와 달러 실질실효환율 (REER)



자료: BIS, 키움증권 리서치센터

원화 실질실효환율



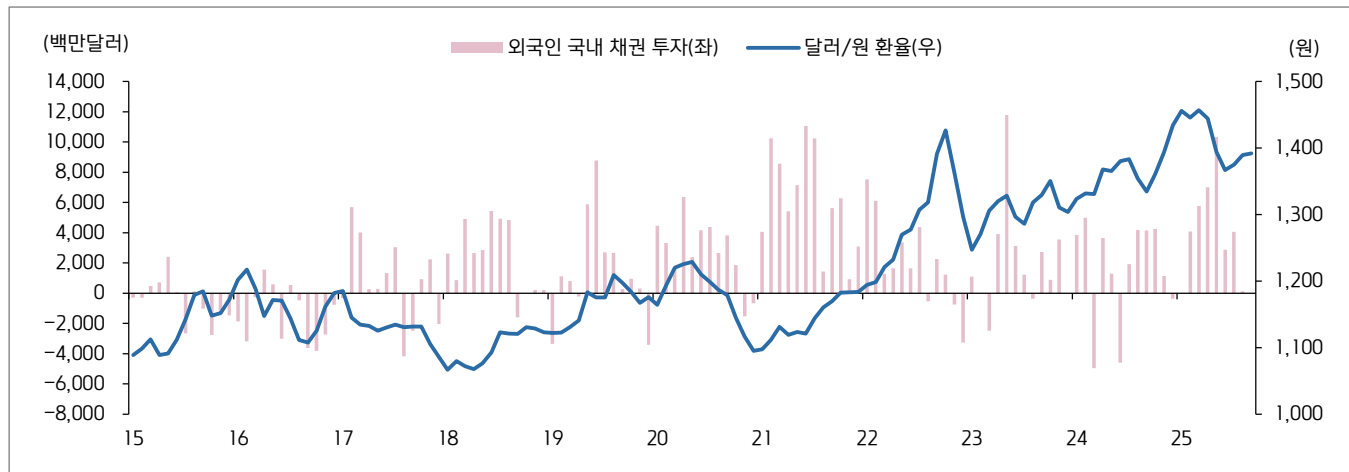
자료: BIS, 키움증권 리서치센터

15.

WGBI 편입, 외환·채권시장 안정의 단기 긍정 요인

- ▶ WGBI 편입(2026.4월)은 한국 국채시장의 대외 신인도를 제고하며, 외국인 자금 유입 모멘텀으로 작용할 전망
 - 지수 편입을 계기로 외국인의 장기채권 투자 확대가 예상되며, 이는 원화 가치 안정과 금리 상승 압력 완화에 우호적으로 작용할 것으로 기대
 - 유입 자금의 성격 또한 과거 단기 재정거래성 자금이나 공적자금 중심의 일시적 유입과 달리, 민간 장기투자자 중심의 안정적 자금 흐름으로 구분
- ▶ WGBI 편입은 외환시장 안정성과 금융시장 신뢰 제고에 기여하는 단기 긍정 요인으로 평가
 - 중장기적으로는 국채시장 유동성 및 해외 투자기반 강화를 통해 한국 금융시장의 글로벌 위상 제고 효과도 기대

한국 증권투자 수지 중 외국인 국내 채권 투자와 달러/원 환율 흐름



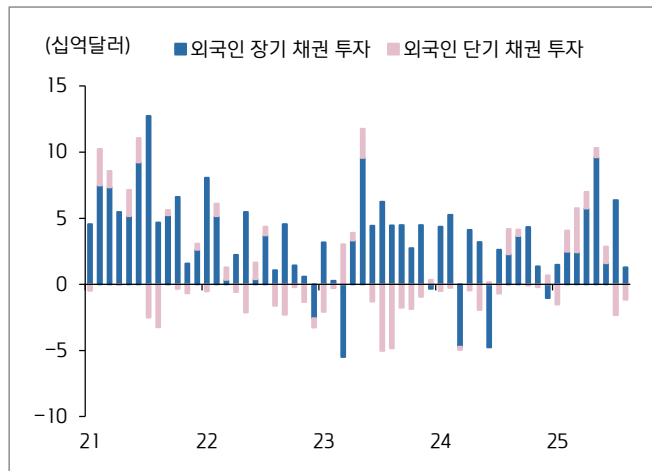
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

16.

외국인 장기물 중심 국채 투자 확대, 안정적 자금 유입세 강화

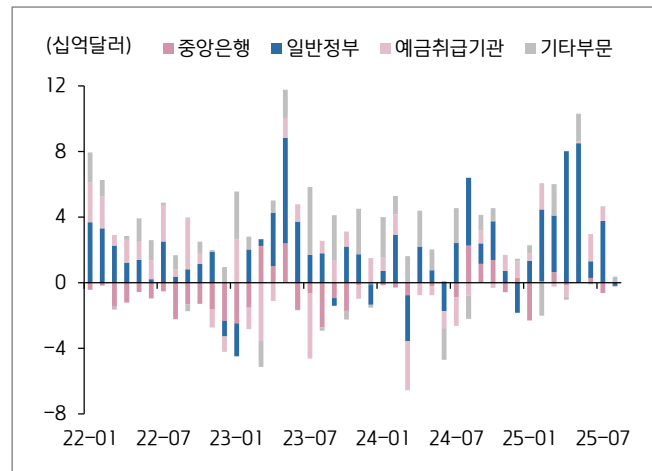
- ▶ 외국인 국내 채권투자가 단기물보다 장기물을 중심으로 확대되며, 국채 중심의 안정적 자금 유입세 전개
 - 국채 중심 유입 확대: 2023년 196억 달러 → 2024년 112억 달러 → 2025년(8월 누적) 303억 달러로 큰 폭 증가
 - 투자 성격 변화: 장기물 위주의 국채 매수세가 꾸준히 이어지는 반면, 회사채 등 기타 채권 투자는 부진한 흐름 지속
 - 2025년 월평균 일반정부(국채 등) 관련 채권 투자액: 38억 달러('24년 9억 달러)로 4배 이상 확대
 - 이는 외국인의 장기물 선호 강화와 함께 국채시장 신뢰 회복세를 반영하며, 국내 금리 안정 및 외환시장 완충 요인으로 작용
- ▶ 외국인의 장기물 중심 자금 유입은 환율 안정성과 국채시장 유동성 제고에 기여
 - 단기 투기성 자금이 아닌 장기 포지션 기반의 유입 구조로 전환되면서, 대외 충격에 대한 완충력 점진적으로 강화

외국인 국내 채권 투자 (단기, 장기)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

투자 대상별 외국인 국채 채권 투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 자본시장연구원 분석에 따르면, 한국의 WGBI 편입으로 약 500~600억 달러 규모의 신규 자금 유입이 예상되는 원화 절상 압력으로 작용할 전망
 - 자금 유입 규모: 국내시장 내 WGBI 예상 비중(약 2%)과 지수 추종 자금 규모를 감안할 때, 총 500~600억 달러가 12~18개월간 단계적으로 유입될 것으로 추정 → 월평균 약 28~50억 달러 수준의 순유입 예상
 - 환율 및 시장 효과: 매월 50억 달러의 신규 자금이 1년간 유입될 경우, 달러/원 환율은 약 1.1%~6.2% 하락(원화 절상) 효과가 발생할 가능성
 - 유입 규모(500~600억 달러)는 현재 외국인 채권 보유 잔액의 약 1/3에 해당하며, 이는 국내 외환시장 안정 및 통화절상 압력 강화 요인으로 작용 가능

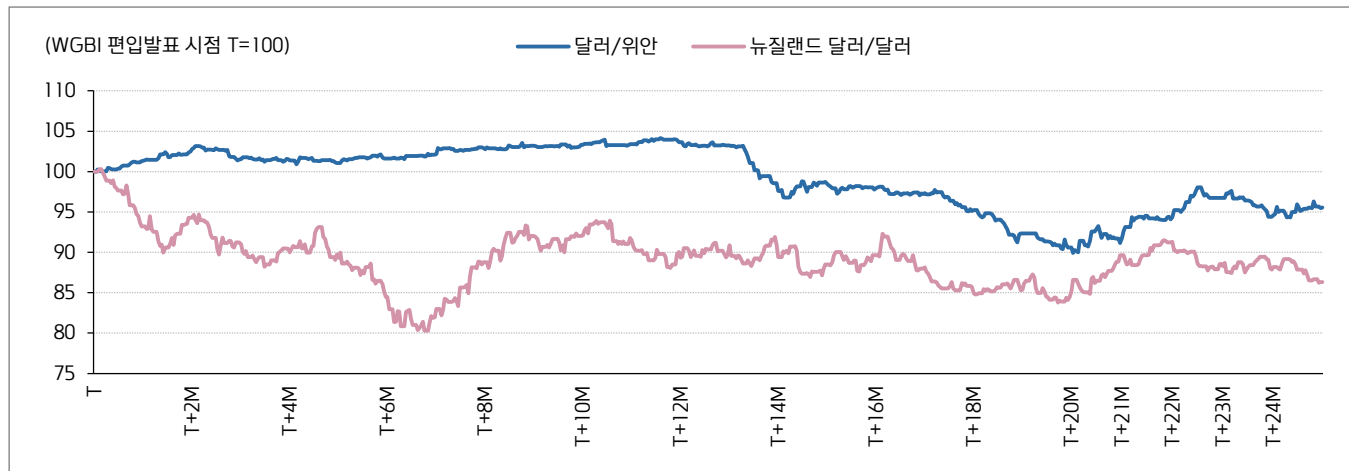
WGBI 편입에 따른 경제적 영향 추정

항목	추정치	비고
WGBI 한국 비중	2%	WGBI 시가총액(25조달러) 대비 한국 국내시장 규모(524억달러) 비중
총유입액	500~600억 달러	WGBI 추종자금 2.5~3조달러 가정
월별 유입액	28~50억달러	편입기간 12~18개월 가정
국채수익률	-25~-70bp	조세재정연구원(2021) 국채발행에 따른 금리 효과 추정치 반영
달러/원 환율	-1.1%~-6.2%	증권투자자금 유입에 따른 환율변화 추정모형에 따른 추정계수 반영

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ WGBI 편입은 외국인 자금 유입을 통해 단기적으로 원화 강세요인으로 작용할 전망이지만, 장기적인 통화 절상 효과는 제한적일 것으로 평가
 - 외환시장의 높은 변동성과 중앙은행의 시장 개입 관행을 고려할 때, 편입 효과를 정량적으로 예측하기는 어려움
 - 과거 사례에서도 편입 직후 단기 강세 이후 일정 기간 후 재약세로 전환되는 패턴이 반복
 - * 중국 위안화 : 2021년 10월 WGBI 편입 후 단기 절상 → 수개월 내 절하 전환
 - * 뉴질랜드 달러 : 2022년 11월 편입 후 유사한 흐름
- ▶ WGBI 편입은 일시적인 자금 유입을 통한 환율 안정 효과를 제공하지만, 지속적인 통화 가치 상승으로 이어지기엔 구조적 제약이 존재 → 수익률·정책금리 변화에 따라 자금 유출 가능성도 상존

WGBI 편입 발표 이후 환율 추이 : 중국, 뉴질랜드



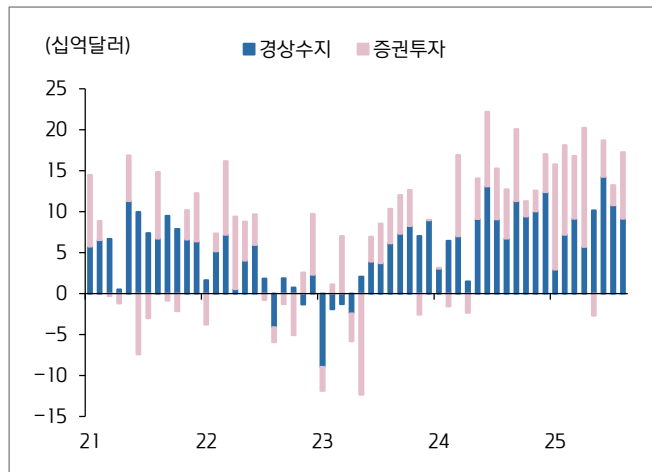
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19.

경상흑자 지속에도 자본 유출 확대, 환율 안정 효과 약화

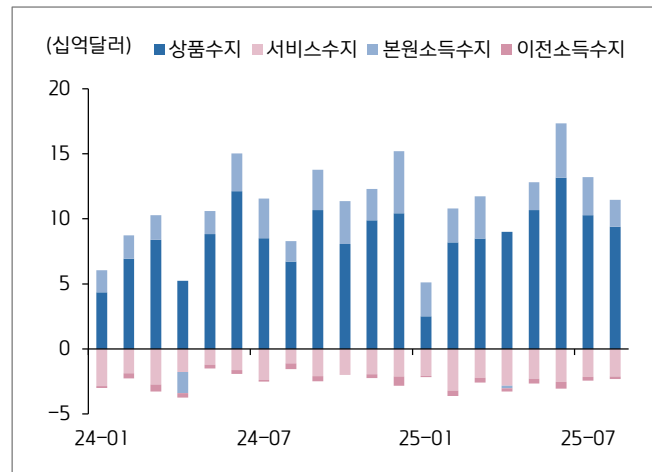
- ▶ 한국의 경상수지 흑자 기조는 유지되고 있으나, 해외투자 확대에 따른 자본 유출이 빠르게 증가하며 달러 수요가 확대되는 양상
 - 경상수지: 2023년 328억 달러 → 2024년 990억 달러 → 2025년(8월 누적) 693억 달러
 - 증권투자(해외투자): 2023년 82.9억달러 → 2024년 503억 달러 → 2025년(8월 누적) 583억 달러로 급증
- ▶ 반도체 수출 호조로 상품수지 흑자 기조는 유지되겠지만, 대규모 해외투자 및 대미 투자 확대로 자본 유출 압력이 지속될 전망. 이에 경상수지 흑자의 환율 안정 효과는 점차 약화될 가능성
 - 외환시장은 수출흑자보다 자본 흐름이 더 큰 영향을 미치는 구조로 전환 중

한국 경상수지와 증권투자수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

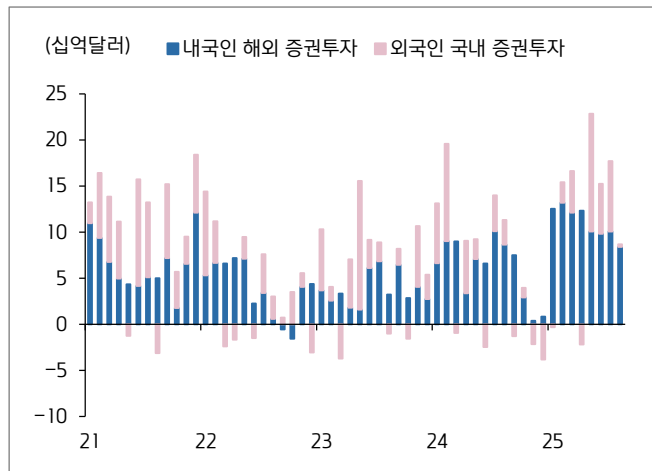
한국 상품수지와 서비스수지, 본원소득수지, 이전소득수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

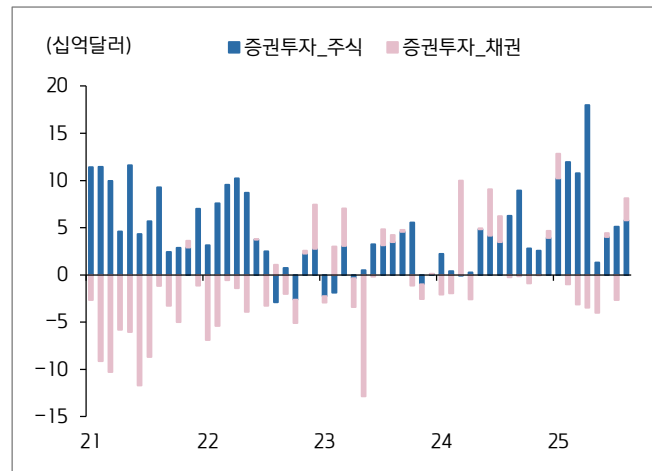
- ▶ 한국 내국인의 해외 주식투자 급증으로 증권투자 유출 규모가 확대되는 추세
 - 2025년(1~8월) 주식 부문 증권투자 유출은 671억 달러로, 전년 동기(215억 달러) 대비 456억 달러 증가
 - 이는 내국인의 해외 주식 투자(633억 달러)가 급증한 반면, 외국인의 국내 주식 투자(-38억 달러)가 감소한 데 기인
- ▶ 반면, 채권 부문 증권투자는 -88억 달러로, 전년 같은 기간(109억 달러) 대비 순유입으로 전환
 - 2025년(1~8월) 기준 내국인의 해외 채권투자 253억 달러, 외국인 국내 채권투자는 342억 달러를 기록하며 순유입
- ▶ 내국인의 해외 투자 확대는 주식 부문을 중심으로 글로벌 자산 분산 및 고수익 추구 흐름을 반영하며, 국내 외환 수급 측면에서는 달러 수요 압력으로 작용

한국 내국인 해외 증권투자와 외국인 증권투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 증권투자 중 주식과 채권



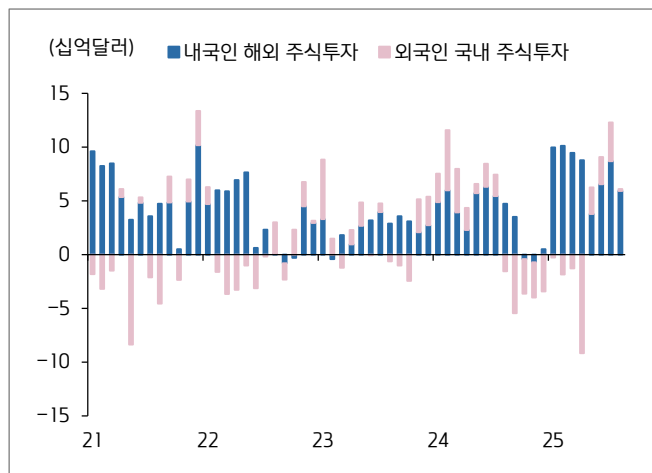
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

21.

비은행 주도의 해외투자 확대, 달러 수요의 구조적 전환

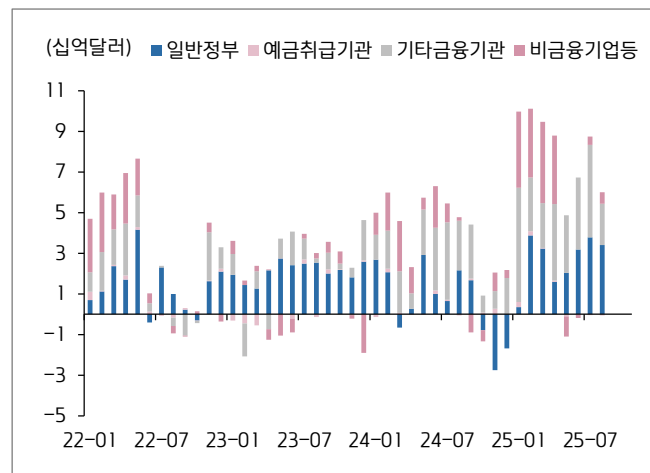
- ▶ 해외 주식투자의 주체에서 비은행 금융기관 비중이 커지며 구조적 달러 수요가 확대되는 추세
 - 2023년 기준 해외 주식투자 비중은 일반정부 58%, 기타금융기관(비은행)16% 였으나 2025년 8월 누적 기준으로는 일반정부 34%, 기타금융기관 43%로 비중이 역전
 - 2025년 월평균 해외주식투자 규모는 기타금융기관 34억 달러('24년 20억)로 확대되며 보험·증권사 등 비은행 금융기관의 해외투자 확대가 구조적 달러 수요를 견인하는 핵심 요인으로 작용
- ▶ 비은행 부문의 자산 다변화 전략은 장기 자금 유출을 확대시키고, 외환시장의 달러 수급 불균형 요인으로 작용할 가능성. 이는 단기적인 자금 흐름 변화보다 구조적 달러 수요 확대 국면에 진입했음을 시사

한국 내국인 해외 주식투자와 외국인 국내 주식투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

경제주체별 내국인 해외 주식 투자



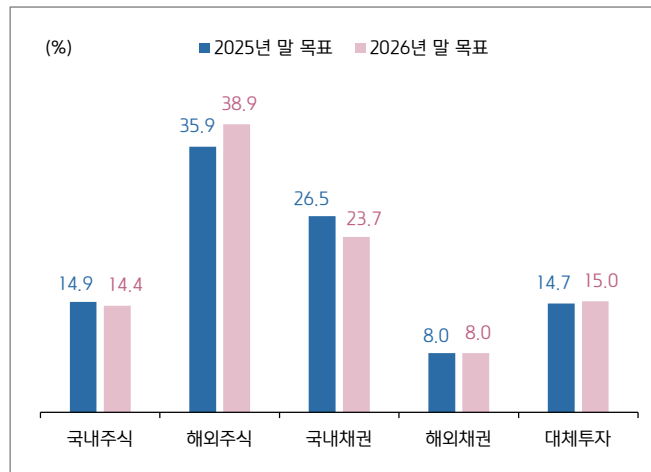
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

22.

연기금 해외투자 확대, 원화 약세의 구조적 배경

- ▶ 국민연금의 해외 투자 확대가 경상수지 흑자에도 불구하고 달러 수요를 높이며, 원화 약세 요인으로 작용
 - 2026년 계획 기준: 해외 주식투자 +14.7%(68.2조 원), 해외 채권투자 +6.0%(6.2조원) 증가 예정
 - 대체투자를 제외할 경우, 국내 투자 비중 38.1%, 해외 투자 비중 46.9%로 해외 편중이 한층 확대
 - 경상수지 흑자가 지속되고 있음에도, 내국인(특히 연기금)의 해외투자 확대가 상시적 달러 수요를 유발하며 외환시장 내 구조적 수급 불균형 요인으로 작용. 이러한 흐름은 단기적 환율 변동이 아닌 중장기적 원화 약세 압력 요인으로 평가

국민연금 목표 포트폴리오 자산군별 비중 비교



자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

2025, 2026년 말 예상 국민연금 기금 포트폴리오

구분		2025년 말 금액 (억 원)	2026년 말 금액 (억 원)	증감 (억 원)	증가율 (%)
주식	주식	654.9	728.1	73.2	11.2
	국내	192.1	197.1	5.0	2.6
	해외	462.8	531.0	68.2	14.7
채권	채권	444.7	432.8	-12	-2.7
	국내	341.6	323.5	-18.2	-5.3
	해외	103.1	109.3	6.2	6.0
대체투자		188.9	205.3	16.4	8.7
금융 부문 총계		1,288	1,366	77.7	6.0

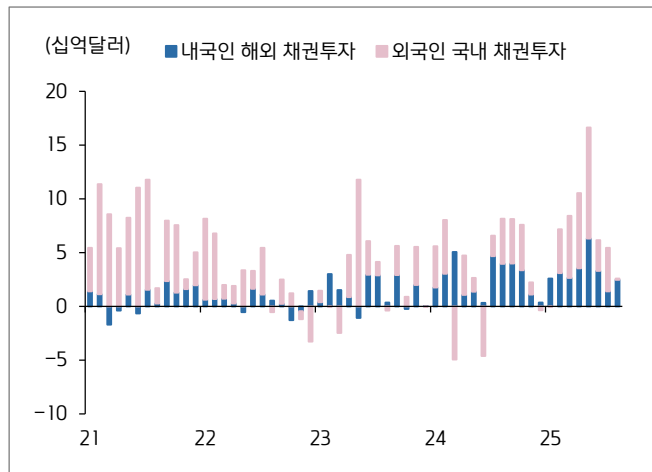
자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

23.

정부 중심에서 민간 중심으로, 달러 자금 흐름의 구조적 변화

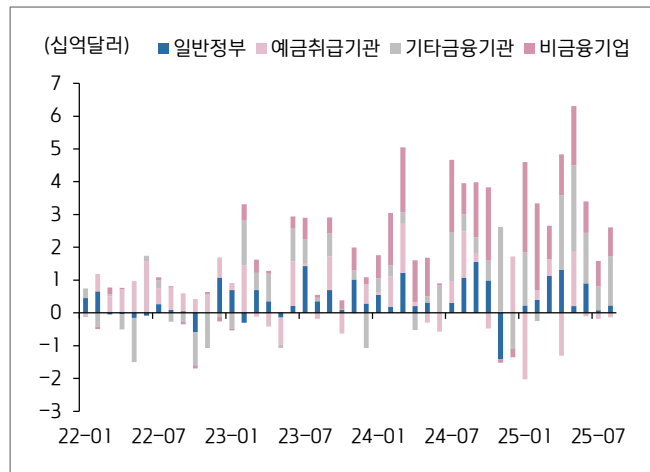
- ▶ 내국인의 해외 채권투자는 정부 중심에서 비은행·비금융기업 중심으로 이동, 달러 자금 수요의 민간화가 빠르게 진행 중
 - 2025년 1~8월 누적 해외 채권 투자 규모는 253억 달러로, 전년 동기 대비 40억 달러 증가에 그쳐 증가세는 둔화
 - 경제주체별 비중 변화: 2023년 일반정부 35%, 기타금융기관 25%, 비금융기업 24%
 - 2025년(8월 누적) 일반정부 18%, 기타금융기관 40%, 비금융기업 48%로 민간 중심 구조로 전환
 - 월평균 기준: 해외채권 투자 32억 달러('24년 25억), 외국인 국내채권투자 43억 달러('24년 16억)로 모두 확대
 - 민간의 해외채권투자 확대가 외화 수요를 분산시키며 달러 수급 구조를 점진적으로 변화시키는 흐름으로 전개
- ▶ 정부가 주도하던 외화 조달·투자 구조가 민간으로 이전되며 외환시장 자금 흐름이 다극화되는 모습. 이는 달러 수급의 안정성은 높이지만, 통화정책의 파급력은 약화시키는 구조적 변화로 평가

내국인 해외 채권투자와 외국인 국내 채권투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

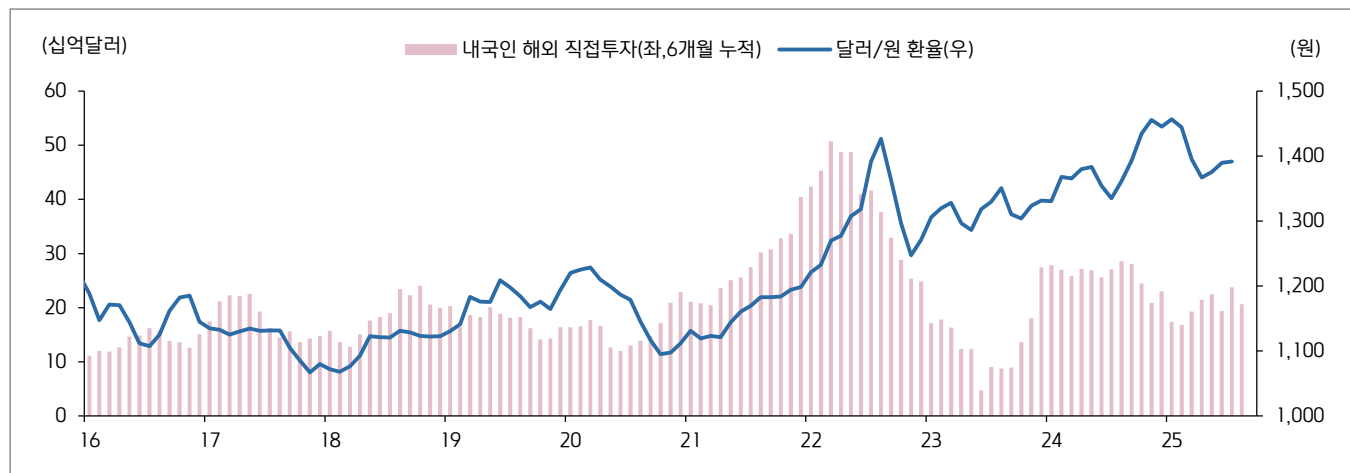
경제주체별 내국인 해외 채권투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부 대미 투자(약 3,500억 달러) 추진으로 외화자금 유출 압력이 확대되며, 국내 자금 수급 불균형 요인 부상
 - 내국인의 해외투자 흐름에 더해 대미투자 자금이 추가되면서 외환 및 달러 수요가 급증할 가능성 존재
- ▶ 한미 무역협상을 통해 대미 현금 투자에 따른 불확실성은 완화되었으나 구조적인 달러 수요 압박 요인은 잠재
 - 대미 현금투자 상한(연간 200억 달러) 설정으로 단기적 대규모 달러 유출 우려는 완화
 - 2,000억 달러 규모의 대미 현금투자가 다년간 단계적으로 집행되고, 사업별로 유연하게 조정될 수 있다는 점은 급격한 자금 유출 및 외환보유액 감소 위험을 완충하는 요인
 - 다만, 정부 투자와 별개로 자동차·반도체·배터리 등 민간 기업의 직접 대미 투자가 병행될 예정이어서, 중기적으로 원화 약세 압력으로 작용할 가능성이 상존

증권투자수지 중 내국인 해외 직접투자자와 달러/원 환율



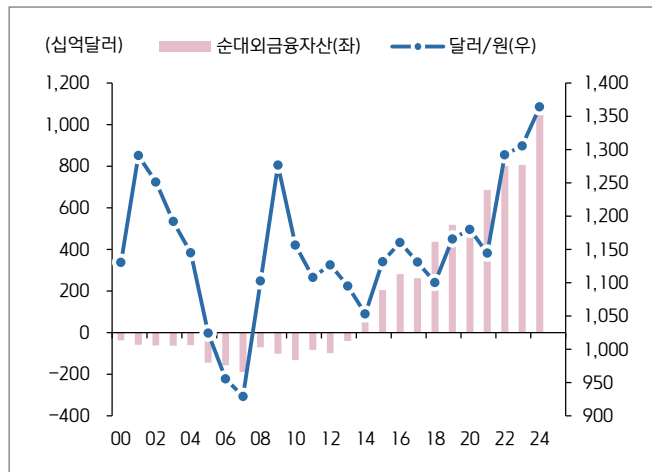
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

25.

미국 자산 투자 확산, 원화 약세 압력 속 완충력 공존

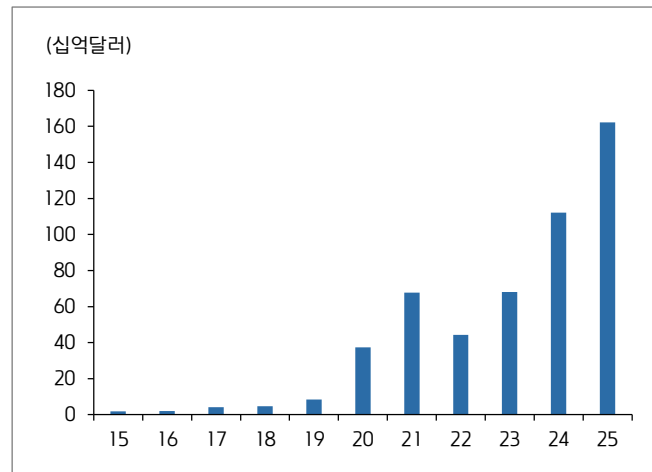
- ▶ 미국 자산으로의 자금 유출이 지속될 경우, 달러/원 환율의 평균 수준은 점진적으로 우상향할 가능성
 - 한국 수출의 대미 경기 민감도가 높아지는 가운데, 자본수지의 환율 영향력이 확대되는 추세
 - 미국 주식시장 반등 시, 내국인의 해외 증시 투자 확대가 원화 약세 요인으로 작용할 가능성
 - 반면, 순대외금융자산의 지속적 확대는 외화 유동성 리스크를 완화하며, 외국인 자금 이탈 시에도 내국인 자금 유입이 변동성을 완충하는 역할을 수행
- ▶ 자금 유출 압력과 자산 축적이 공존하는 구조적 전환기 속에서, 원화의 중장기 흐름은 완만한 약세 속 안정적 조정 국면으로 전개될 가능성

한국 순대외 금융자산과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

증권예탁결제원, 미국 주식 보관 금액

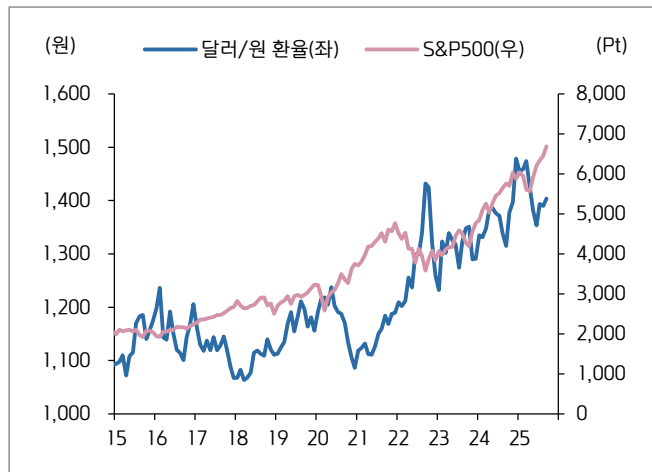


자료: 증권예탁결제원, 키움증권 리서치센터

주: 2025년은 10월 기준

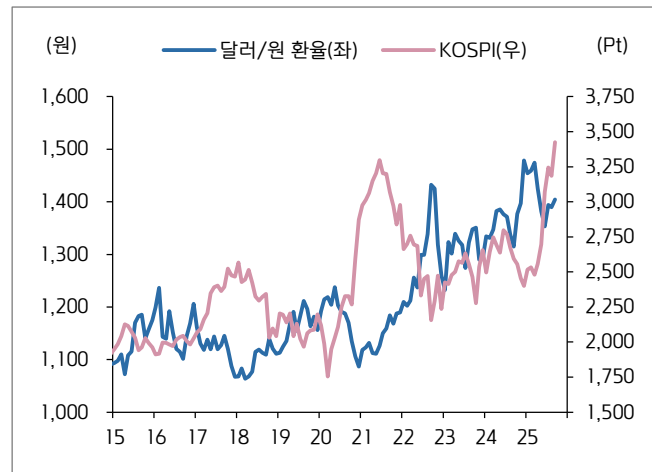
- ▶ 과거 뚜렷했던 코스피 상승과 달러/원 환율 하락 간 역상관 관계가 최근 들어 약화되는 추세
 - 한국의 수출 비중이 중국에서 미국으로 이동하면서, 미국 경기 흐름에 대한 민감도가 높아짐
 - 달러 약세는 원화 강세 요인으로 작용할 수 있으나, 대미 수출 둔화 우려는 오히려 국내 증시에 부담 요인으로 작용
 - 대미 수출 확대는 원화 강세 요인이지만, 내국인의 해외투자 증가와 달러 강세가 병행될 경우 달러/원 환율이 상승(원화 약세)으로 전환될 가능성도 존재
- ▶ 환율과 증시의 연동성은 과거보다 복합적 구조로 변화
 - 단순한 '위험선호 → 달러 약세 → 코스피 상승'의 구도는 약화되고 있으며, 글로벌 자금 흐름·수출 구조·투자 패턴이 함께 작용하는 다차원적 상관 구조로 전환 중

달러/원 환율과 S&P500 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

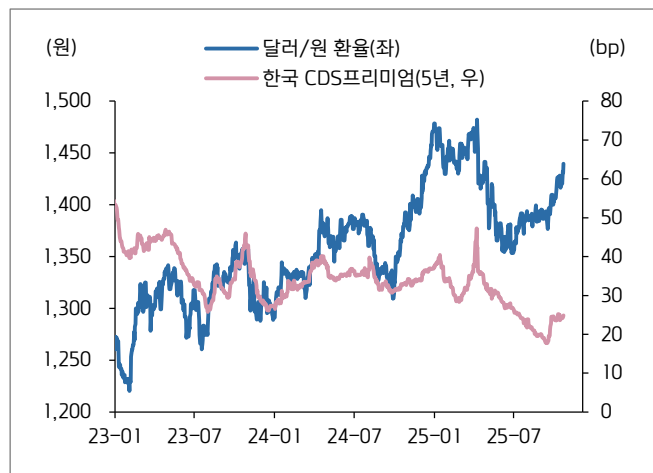
달러/원 환율과 KOSPI 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국 CDS프리미엄이 하향 안정화되고 있음에도 달러/원 환율은 상승세를 지속
이는 환율 상승 압력이 펀더멘털이나 신용 여건보다는 수급 요인에 더 크게 기인하고 있음을 시사
 - 원화-위안화 간 상관관계가 점진적으로 완화되면서 대외 수요 중심의 성장 요인이 환율에 미치는 영향력이 과거보다 약화된 상황
 - 외화유동성 부족 우려가 크지 않기 때문에, 달러/원 환율이 높은 수준을 유지하더라도 외환·금융위기로 이어질 가능성은 제한적
- ▶ 달러/원 환율의 주요 결정 요인이 거시 펀더멘털에서 해외 투자 및 자금 흐름 중심으로 이동
 - 향후 자본유출입, 해외투자, 기관·개인 자금 재배분이 환율 방향성의 핵심 변수로 작용할 전망

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

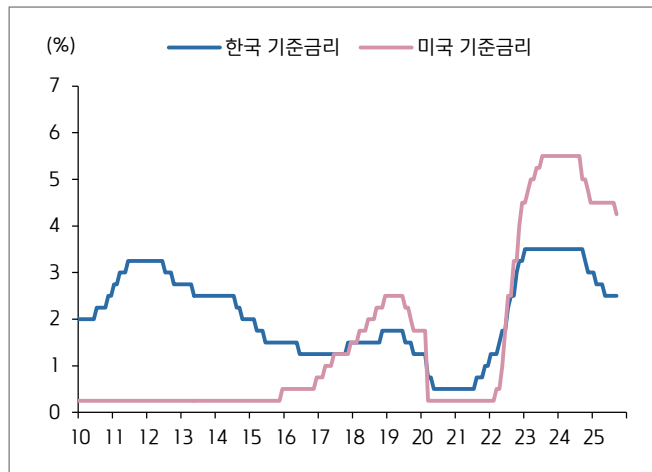
달러/원 환율과 달러/위안 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

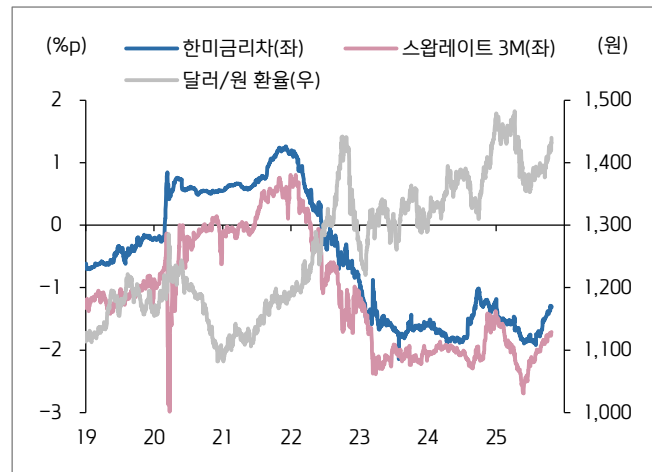
- ▶ 2026년 상반기까지 한·미 기준금리 역전 폭은 축소될 전망
 - 한국과 미국은 각각 2026년 상반기 중 한 차례 금리 인하가 예상되며, 연말 기준금리는 한국 2.25%, 미국 3.25~3.50% 수준으로 전망
 - 이에 따라 한·미 금리차는 현재(2025년 10월) 200bp → 125bp로 축소될 것으로 예상되며 금리 역전 폭 축소는 환헤지 비용 완화 요인으로 작용할 전망
- ▶ 단기적으로는 환헤지 비용이 일부 완화되었지만, 한·미 금리차 역전이 조기에 해소되기 어렵고, 달러/원 환율이 점진적 상승 추세를 유지할 경우 환헤지 비용 부담은 여전히 높은 수준에서 유지될 가능성
 - 저금리·저성장 구조가 고착된 한국의 금리 여건도 중장기 환헤지 비용 완화 폭을 제한하는 요인으로 작용할 전망

한국과 미국 기준금리 추이



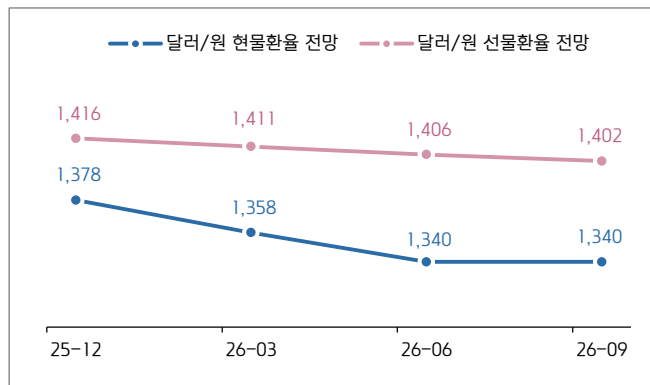
자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

한미 금리차와 스왑레이트(3개월), 달러/원 환율 추이



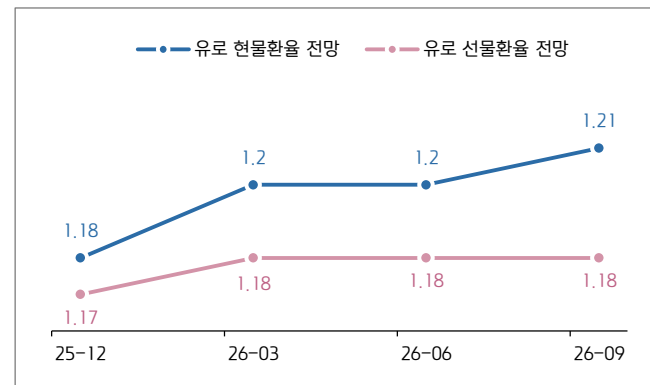
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원, 현물과 선물 환율 전망치



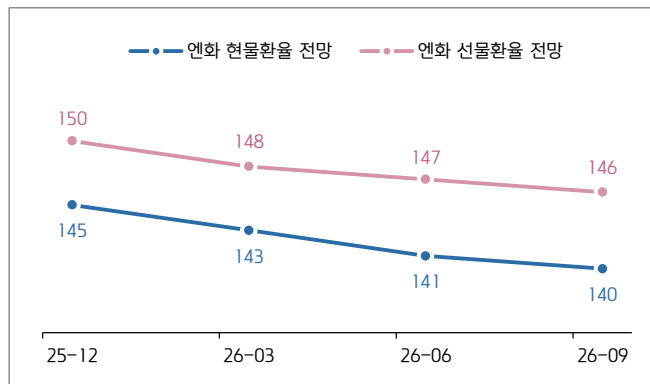
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 현물과 선물 환율 전망치



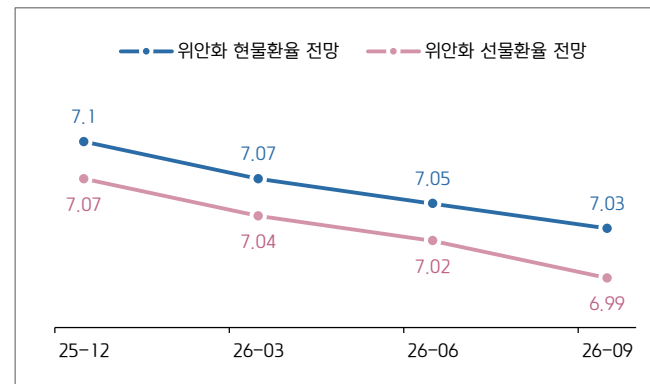
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 현물과 선물 환율 전망치



자료: Bloomberg 전망치, 키움증권 리서치센터

위안/달러 환율 현물과 선물 환율 전망치



자료: Bloomberg 전망치, 키움증권 리서치센터

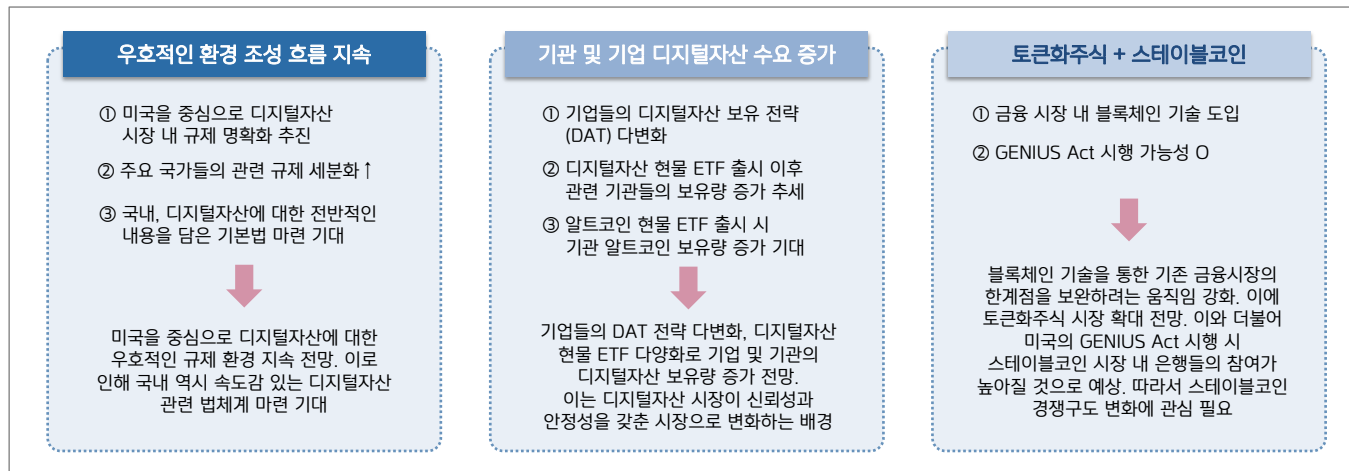


IV. 디지털자산: 우호적인 환경 속 제도권 참여 확대

01. 2026년 디지털자산 시장 전망

- ▶ 미국을 중심으로 디지털자산 규제 명확화 등 우호적인 규제 환경 지속 예상. 이에 따라 기업 및 기관의 디지털자산 보유량 확대 전망
- ▶ 특히 금융기관의 경우 기존 금융 시장 내 블록체인 기술 도입, 자산토큰화, 스테이블코인 발행 등을 통해 디지털자산 시장 내 역할 확대 예상
- ▶ 이에 따라 주식 시장에 블록체인을 도입하는 ‘토큰화주식’ 시장의 확장이 전망되며 GENIUS Act 시행을 앞둔 스테이블코인 시장은 은행 참여 확대로 규모 확장과 경쟁 구도 변화 주목

2026년 디지털자산 시장 내 주요 전망



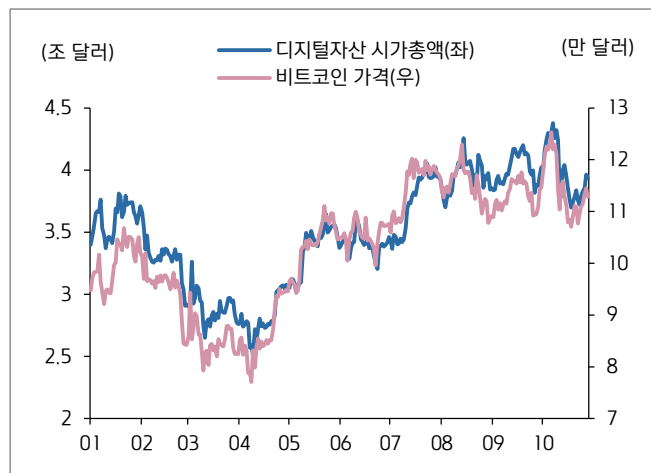
자료: 키움증권 리서치센터

02.

되돌아보는 2025년 디지털자산 시장

- ▶ 2025년 디지털자산 시장은 트럼프 2기 행정부의 친화적인 디지털자산 정책에 힘입어 전반적으로 긍정적인 흐름이 유지
 - 7월 미국 하원에서 디지털자산 관련 법안 논의하는 주간인 크립토위크(Crypto Week) 진행
 - 연준의 금리인하 및 이에 대한 기대감도 디지털자산 시장에 우호적인 요인으로 작용
- ▶ 특히, 7월 미국의 스테이블코인 규제(GENIUS Act) 추진이 본격화되면서 이더리움 · 솔라나 등 블록체인 생태계 강화가 예상되는 알트코인이 성장. 이에 따라 비트코인 중심의 쏠림 현상 일부 완화

2025년 디지털자산 시가총액과 비트코인 가격 변화



자료: Bloomberg, Coingecko, 키움증권 리서치센터

2025년 Fear&Greed 변화



자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터

03.

디지털자산, 단기 조정 국면

- ▶ 미결제약정은 2024년 4월 이후 꾸준히 증가하며 지난 10월에 역사상 가장 높은 수준에 도달. 이에 비트코인 가격 하락에 따른 강제 청산 규모도 확대되며 디지털자산 시장 약세 흐름
- ▶ 미결제약정 잔량이 아직 높은 수준이라는 점에서 디지털자산 시장 변동성 확대 및 약세 흐름이 지속될 가능성 존재. 다만, 해킹 등과 같은 디지털자산 시장 내 부정적인 이슈가 발생하지 않는 한 과도한 하락 가능성은 낮다고 판단
- ▶ 오히려 규제 마련 등의 우호적인 환경 조성 and 금융시장과 디지털자산 시장 융합이 가속화되고 있다는 점에 주목할 경우 현재 조정은 단기적이며, 장기적으로는 긍정적인 전망 유지 필요

비트코인 가격과 미결제약정 변화



자료: CryptoQuant

- ▶ 지난 7월 미국 하원에서 암호화폐 주간 이후, 디지털자산을 적극 수용할 것이라는 내용이 담긴 미국 백악관의 '디지털자산 전략 보고서' 전문 공개
 - 암호화폐 주간(Crypto week): 2025년 7월 14일 부터 18일까지 진행된 가상자산 관련 3대 법안 심의 및 표결 주간으로, 스테이블코인 규제(GENIUS Act), 디지털자산 시장 구조(Clarity Act), 중앙은행 디지털화폐 금지(Anti-CBDC Act) 등의 핵심 법안이 논의
- ▶ 이러한 상황 속에서 미국 의회에서는 디지털자산에 대한 법안 발의 및 논의가 지속. 이를 종합해보면, 2026년에도 미국을 중심으로 디지털자산 시장에 우호적인 규제 환경 조성은 이어질 것으로 전망

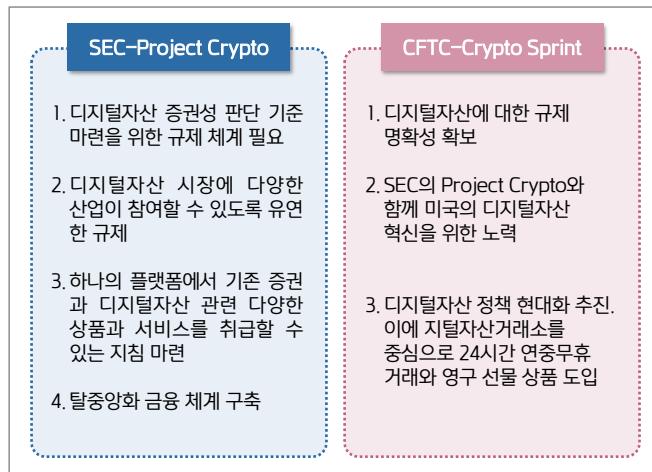
미 의회(119대) 내 Crypto 관련 발의 법안 리스트

법안명칭	목적	주요 내용	현황
Digital Asset Market Clarity Act of 2025	규제 명확화	• 디지털자산에 대한 규제 체계를 수립하며, 디지털상품(digital commodities)은 블록체인을 통해 가치를 창출하는 디지털자산으로 정의 • 상품선물거래위원회(CFTC)는 디지털상품 거래소, 브로커, 딜러 등을 포함하여 디지털상품 거래에 대하여 전반적으로 규제할 것 • 일정 요건을 충족하는 디지털상품의 경우 증권거래위원회(SEC) 등록 요건에서 면제	하원 통과 상원 논의 진행
End Crypto Corruption Act of 2025	시장 안정화	• 기존 미국 법 개정을 통해 대통령, 부통령, 의회의원, 상원에서 승인된 직위에 임명된 사람들이 특정 금융 상품을 발행하거나 후원 또는 지지하는 것을 금지	상원, 법안 제시
Crypto ATM Fraud Prevention Act of 2025	이용자 보호	• Crypto ATM을 통한 사기 피해를 줄이기 위하여 ATM 운영자에게 사기 가능성에 대한 명확한 경고 문구 제시 등을 의무화	상원, 법안 제시
American Homeowner Crypto Modernization Act of 2025	규제 명확화	• 주택담보대출 심사 과정에서 가상자산 거래소와 연계된 중개 계좌에 보유하고 있는 디지털자산의 가치를 고려하도록 의무화 하는 법안	하원, 법안 제시
Stop Trump in Crypto Act of 2025	시장 안정화	• 대통령, 부통령, 의회 의원 등 고위 공직자와 그 직계 가족이 디지털자산을 이용해 사적 이익을 취하거나 시장을 조작하는 행위 방지	하원, 법안 제시
Anti-CBDC Surveillance State Act	CBDC 금지	• 연방준비은행이 중앙은행 디지털화폐(디지털 달러)를 발행하는 것을 금지 • 통화정책을 시행하기 위해 디지털화폐를 사용하거나 시험, 연구, 제작하는 것을 금지	하원 통과 상원 논의 진행

자료: Congress.gov, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 백악관의 '디지털자산 전략 보고서'는 미국 증권거래위원회(SEC)와 상품선물거래위원회(CFTC)의 디지털자산 관련 관할권 및 감독권 명확화의 필요성 강조
- ▶ 이에 두 기관은 디지털자산 규제 마련을 위한 프로젝트를 추진. 또한, 두 프로젝트 추진 과정에서 중복 규제 방지 등을 목적으로 협력을 강화할 것이라고 언급. 따라서 디지털자산 관할권 다툼에 따른 사법 리스크는 제거
 - 미국 증권거래위원회(SEC), 디지털자산의 증권성 판단 지침과 유형별 규제 기준을 제시하고 관련 기업의 혁신적 활동을 지원하는 것을 목표로 프로젝트 크립토(project Crypto) 발표
 - 미국 상품선물거래위원회(CFTC), 가상자산 시장 규제 명확화, 거래 활성화를 위한 프레임워크를 구축할 것을 목표로 크립토 스프린트(Crypto Sprint) 발표

SEC의 Project Crypto · CFTC의 Crypto Sprint



자료: SE, CFTC, 키움증권 리서치센터

SEC-CFTC 공동 협력 성명문 발표

SEC and CFTC Staff Issue Joint Statement on Trading of Certain Spot Crypto Asset Products

FOR IMMEDIATE RELEASE | 2025-110

Washington D.C., Sept. 2, 2025 — Staff of the Securities and Exchange Commission (SEC) and the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) today issued a [Joint Statement](#) regarding the trading of certain spot crypto asset products. This Joint Statement clarifies staff's views that SEC- and CFTC-registered exchanges are not prohibited from facilitating the trading of certain spot commodity products. The joint effort exemplifies how staff of the two agencies can coordinate to promote trading venue choice and optionality for market participants.

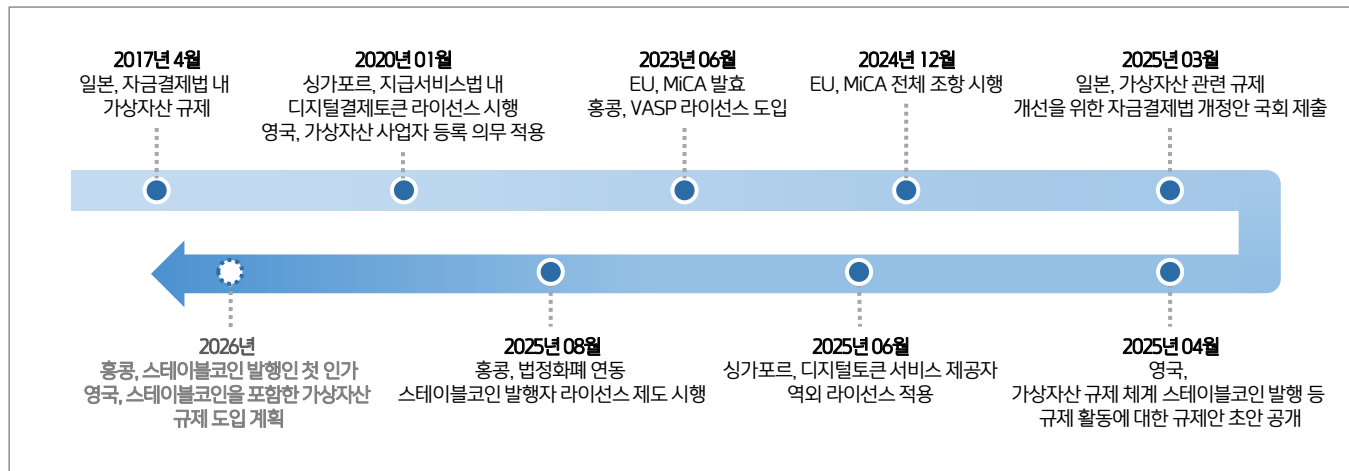
"Today's joint staff statement represents a significant step forward in bringing innovation in the crypto asset markets back to America," said SEC Chairman Paul Atkins. "Market participants should have the freedom to choose where they trade spot crypto assets. The SEC is committed to working with the CFTC to ensure that our regulatory frameworks support innovation and competition in these rapidly evolving markets."

"Under the prior administration, our agencies sent mixed signals about regulation and compliance in digital asset markets, but the message was clear: innovation was not welcome. That chapter is over," said CFTC Acting Chairman Caroline D. Pham. "By working together, we can empower American innovation in these markets and build on President Trump's collaborative approach to making America the crypto capital of the world. Today's joint agency statement is the latest demonstration of our mutual objective of supporting growth and development in these markets, but it will not be the last."

자료: SEC

- ▶ 미국 외 주요 국가들 역시 디지털자산 규제 체계를 명확화 하는 것에 집중
- ▶ 실제로 일본, EU 등의 국가는 이미 구축된 디지털자산 규제 체계에서 최근의 스테이블코인 블록체인 인프라 등의 세부 내용을 담는 개정안에 대한 논의 진행
 - 일본의 경우 2017년 디지털자산에 대한 규제를 처음 마련하였으나, 지난 8월 스테이블코인 등 디지털 결제 수단에 대한 규제를 명확화 하기 위하여 자금결제법 개정안 추진중
- ▶ 한편, 홍콩 등의 국가에서는 스테이블코인에 대한 규제를 지난 8월에 시행하였으며, 영국은 2026년 디지털자산 최종 규제안 발표를 예고

글로벌 주요 국가의 디지털자산 관련 규제 타임라인



자료: FSA, GOVUK, FCA, 자본시장연구원, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

07. 글로벌 추세에 따라가는 한국

- ▶ 국내 역시 디지털자산에 대한 전반적인 규제가 부재한 상황. 이에 정부 역시 규제 마련 필요성을 강조하고 있으며, 금융당국은 디지털자산 규제에 대한 정부안을 발표할 예정이라고 언급
 - 이재명 정부 국정운영 5개년 계획안 내에도 디지털자산 생태계 구축, 관련 제도 정비 등의 내용이 포함
- ▶ 따라서 2026년에는 국내 역시 디지털자산에 대한 실질적인 규제 마련과 관련된 적극적인 논의가 진행될 것으로 전망

새정부 국정운영 5개년 계획안 내 디지털자산 생태계 구축 포함

분류	주요 내용	
과제목표	• 디지털자산 규율체계 마련 및 디지털자산 현물 ETF·토큰 증권 관련 제도 정비 • 블록체인 산업 경쟁력 강화를 위한 혁신로드맵과 '블록체인기본법' 마련	
주요 내용	디지털자산 규율체계 마련	• 디지털자산 상장·공시, 사업자 유형별 영업 행위 규제 마련 등을 통한 건전한 시장기반 조성 - 스테이블코인의 발행·유통 관련 이용자 보호, 글로벌 정합성, 통화·외환정책에 미칠 영향 등을 고려하여 스테이블코인 규율체계 신속 마련
	디지털자산 관련 상품 제도화	• 금융·디지털자산 시장간 연계에 따른 리스크, 실물경제 영향, 투자자 편의 등을 감안하여 현물 ETF 도입 추진 - 이에 더해 분산 원장 기반의 효율적인 계좌 관리, 스마트 컨트랙트 활용이 가능한 토큰증권의 발행·유통 제도 도입
	블록체인산업 지원 강화	• 블록체인 생태계의 안정적 성장 지원을 위해 「블록체인산업 경쟁력 강화방안」(혁신로드맵), 「블록체인기본법」 마련 - 디지털자산 혁신 서비스를 자유롭게 테스트할 수 있는 환경을 조성하고 기업 성장을 위한 지역 인프라를 확충하여 블록체인 특구 실효성 제고 추진
기대효과	• 건전한 디지털자산·블록체인 생태계 조성을 통해 디지털자산 산업 성장 및 투자자 편의 제고 • 통화의 디지털화 추세에 선제적으로 대응하고, 송금 등 지급결제 편의 향상	

자료: 국정기획위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 현재 국회에는 스테이블코인을 포함한 디지털자산과 관련된 7개의 법안이 발의된 상황
 - 지난 6월 민병덕 의원이 디지털자산기본법을 발의. 이후 미국에서 GENIUS Act 법안이 제정되면서 지난 7월과 8월 스테이블코인에 대한 내용을 담은 3가지 법안이 연이어 국회에 발의되었고, 9월과 10월에는 스테이블코인을 포함한 디지털자산에 대한 전반적인 내용을 담고 있는 기본법 3개가 추가로 발의
- ▶ 법안들은 디지털자산에 대한 정의, 디지털자산업의 유형과 인가 라이선스, 스테이블코인 정의와 발행인 요건 등의 공통된 내용 확인. 따라서 7개의 법안의 내용을 종합한 단일안 마련 추진

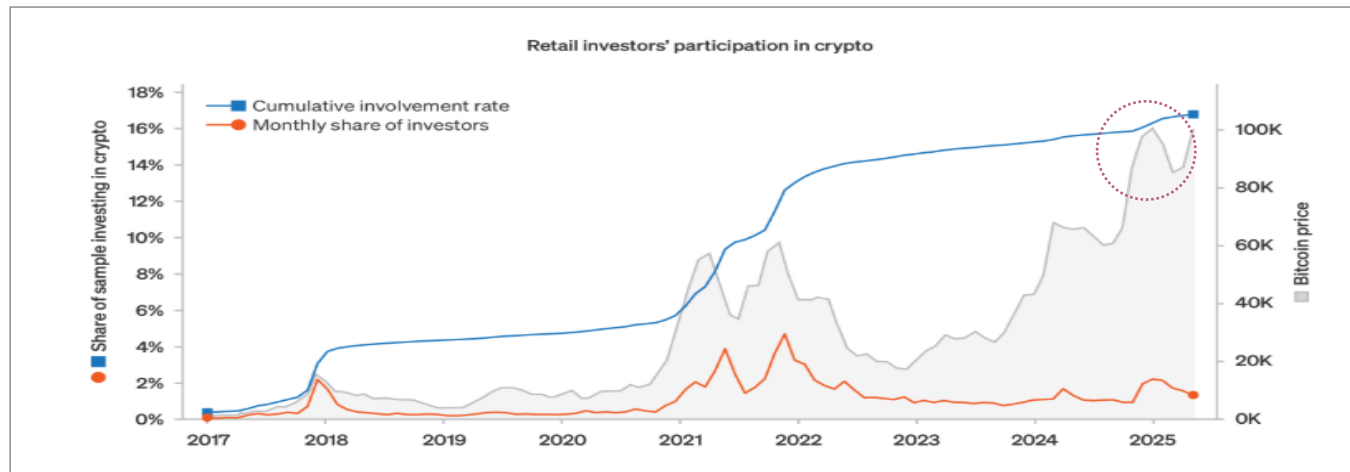
국회에 발의된 디지털자산 관련 법안 리스트 및 주요 내용

구분	법안명	법안 목적 및 주요 내용
디지털자산 체계 전반에 대한 내용을 담은 법안	디지털자산 기본법	• 디지털자산 개념을 정의하고, 사업자 유형별 인가·등록·신고 및 감독체계 구축 • 발행·공시·거래지원 절차의 투명성 확보, 투자자 보호와 산업 진흥 도모
	디지털자산시장의 혁신과 성장에 관한 법률안	• 디지털자산과 디지털자산업에 관한 법률관계를 명확히 하여 이용자 권익을 보호하고 산업의 건전한 성장과 시장 혁신을 제도적으로 뒷받침
	디지털자산 시장 통합 법안	• 디지털 기술의 특성 등을 반영하여 디지털자산 상품 개념 정의, 해당 산업과 관련된 업종·업무 유형에 대한 진입 등의 규제를 통해 산업 활성화 토대 마련
	디지털자산 육성 기본법안	• 디지털자산에 대한 개념 정립, 디지털자산업 유형에 따른 인가·등록제 도입, 투자자 보호체계 및 자율규제기구 기반 구축 등 기본법적 틀 마련
스테이블코인에 대한 규제 내용을 담은 법안	가치고정형 디지털자산을 활용한 지급 혁신에 관한 법률	• 특정 화폐에 연동되어 가치를 고정하는 디지털자산에 대한 법적 지위 명확화, 이용자 보호 체계 등을 마련하여 디지털자산 지급 혁신과 관련 시장의 신뢰도 제고
	가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안	• 가치안정형 디지털자산은 특정 법정통화에 연동되도록 설계된 자산으로, 이들에 대한 구체적인 요건 마련
	가치안정형 디지털자산 발행업 등에 관한 법률안	• 스테이블코인 발행인의 등록 요건과 준비금 보관·관리 의무, 발행·상환 절차와 공시 의무 명확화

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

- ▶ 디지털자산 제도화가 글로벌 추세인 만큼, 그간 규제 미비에 따른 리스크 문제로 접근이 어려웠던 기업 및 기관이 디지털자산 시장 진출을 가속화하는 모습
- ▶ 그에 반하여 개인 투자자의 유입 속도는 둔화되는 흐름. 이는 디지털자산 현물 ETF 출시 등에 따라 직접 디지털자산을 보관하지 않아도 투자할 수 있는 기회가 생겼기 때문으로 판단
 - 20년~21년 가격 상승 당시 개인 투자자 활동이 급격하게 증가된 것이 확인되는 반면, 24년~25년은 비트코인 가격이 역사적 고점을 기록하였음에도 개인 투자자 유입 속도는 둔화

가상자산 시장 내 리테일 신규 투자자 활동 둔화



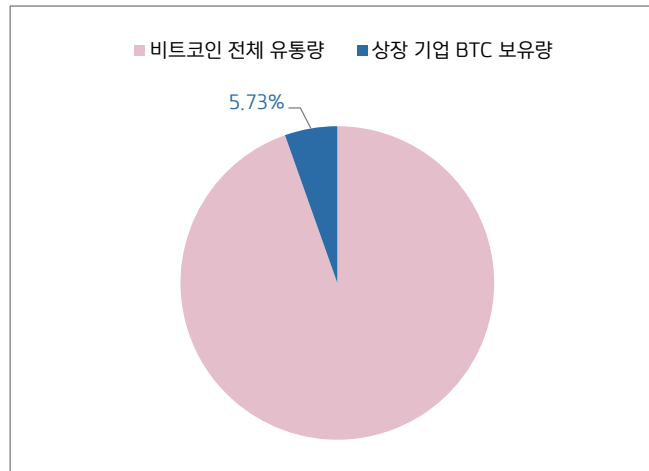
자료: JP모건체이스

10.

기업, 투자자산으로서 디지털자산을 바라보다

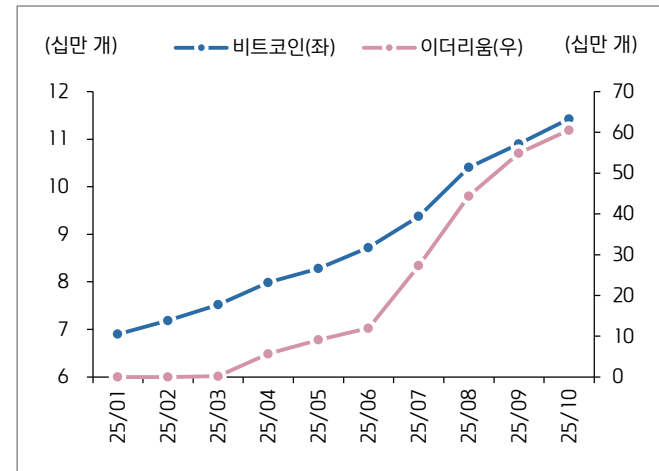
- ▶ 기업은 디지털자산을 하나의 투자 자산으로서 보유하는 전략인 DAT(Digital Assets Treasuries)을 통해 관련 시장에 접근
 - DAT의 가장 대표적인 기업으로는 스트래티지(Stratge)가 있으며, 동사는 2020년 8월부터 비트코인을 꾸준히 매입
 - 일본의 메타플래닛의 경우 2024년 4월 비트코인을 처음 매입하고, 아시아의 스트래티지가 될 것이라고 언급
 - 지난 5월과 7월에는 샤프링크(SBET)와 비트마인(BMNR)이 이더리움을 기반으로 한 DAT 전략 채택을 선언
- ▶ 다만 이전에는 기업의 DAT 전략이 비트코인으로 제한되는 모습이었으나 최근 이더리움으로 확대. 더 나아가 이더리움 외 알트코인으로 확장되기 시작

비트코인 전체 유통량 중 상장 기업 보유량 비중



자료: Coinmarketcap, BitcoinTREASURIES, 키움증권 리서치센터

상장 기업의 비트코인 및 이더리움 누적 보유량

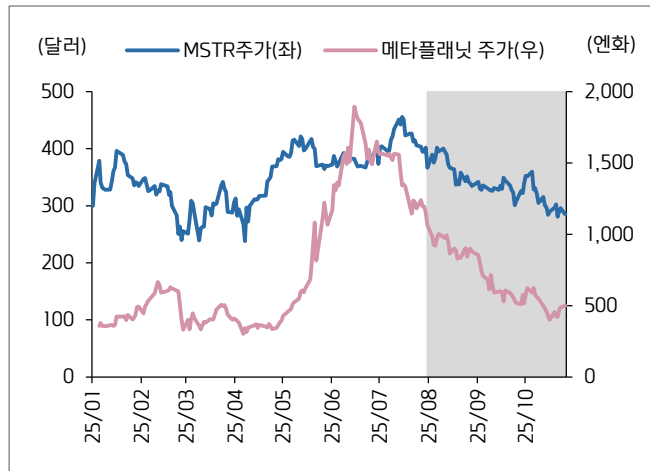


자료: The Block, StrategicETHreseve, BitcoinTREASURIES, 키움증권 리서치센터

11. 단순 보유 DAT 전략, 체력 한계 도달

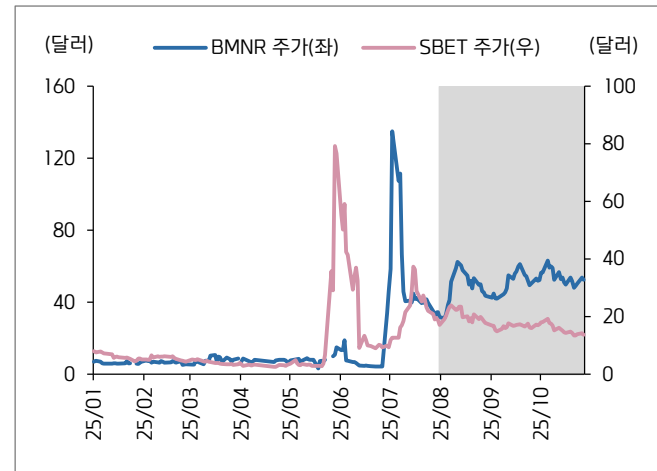
- ▶ 기존의 트레이디지의 비트코인 보유 전략 등의 경우에는 비트코인 가치 상승을 기대하는 것에 불과하면서 디지털자산 시장 약세 시 기업의 수익모델에 대한 의문점이 제기
 - 스트래티지 등을 포함하여 기업들은 DAT 전략을 발표한 직후에는 주가 흐름이 좋았으나, 최근 약세 지속
 - 스트래티지는 DAT 전략 발표 이후 최고점 대비 약 40% 하락, 메타플래닛은 약 74% 하락

스트래티지(MSTR) · 메타플래닛 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트마인(BMNR) · 샤프링크(SBET) 주가 변화

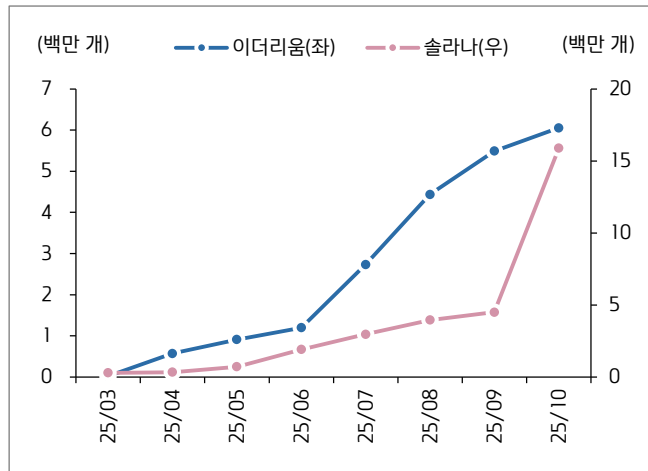


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. 알트코인 DAT, 새로운 돌파구로 부상

- ▶ 디지털자산의 단순 보유 전략의 한계점이 드러나면서 일정 수익을 기대할 수 있는 DAT 전략의 기초자산으로 알트코인 주목
- ▶ 알트코인의 경우 스테이킹 등을 이용하여 보유 시에도 일정 수익을 누릴 수 있다는 점에서 긍정적. 이에 2025년 5월 이후 비트코인 및 이더리움 외 알트코인 기반 DAT 전략 등장 시작
 - 지난 5월에는 디파이 디벨롭먼트(DFDV)가 솔라나 기반 DAT 전략을 채택하였으며, 6월에는 하이페리온 디파이(HYPD)가 하이퍼리퀴드(HYPE) 기반 DAT 전략 공개. 이후 8월에는 헤리티지 디스틸링(CASK)이 네이티브 토큰(\$IP) 기반 DAT 전략 시도. 또한 에잇코홀딩스(ORBS)는 지난 9월 월드코인(WLD) 매입 계획 발표. 발표 직후 동사 주가 급등하며 시장의 높은 관심

기업의 이더리움 · 솔라나 보유량 변화



자료: The Block, StrategicETHreseve, 키움증권 리서치센터

알트코인 DAT 채택 기업

기업명	코인(티커)	보유량
Bitmine Immersion Tech(BMNR)	이더리움(ETH)	3,240,000
SharpLink Gaming (SBET)	이더리움(ETH)	859,850
Defi development (DFDV)	솔라나(SOL)	447,730,000
Forward Industries (FORD)	솔라나(SOL)	139,000,000,000
SUI holdings group (SUIG)	수이(SUI)	101,795,656
IP Strategy (IPST)	\$IP(IP)	53,270,716
Hyperion defi (HYPD)	하이퍼리퀴드 (HYPE)	1,712,195

자료: 언론사 재인용, SEC, 키움증권 리서치센터

13.

기업의 암호화폐 보유 확대 전망

- ▶ 디지털자산에 친화적인 기업들의 경우 DAT 전략에서 수익을 기대해볼 수 있는 암호화폐에 대한 접근이 강화될 것으로 전망
- ▶ 다만, 이 과정에서 ①실질적인 수익 구조가 입증되고 ②네트워크 사용량이 증가하는 체인의 코인이며, ③ETF의 기초자산 취급 등 규제와 제도권 연결성이 높은 암호화폐 선별 장세가 이어질 것으로 전망

이더리움 · 솔라나 DAT 전략 기업과 주요 내용

코인	DAT 전략 내용
이더리움 (ETH)	1. 이더리움의 자산 가치 상승 기대 2. DAT 전략 기업으로서 투자 인지도 개선 3. 이더리움 스테이킹을 이용하여 이더리움 보상에 따른 수익모델 구축
솔라나 (SOL)	1. 솔라나 가치 상승에 대한 기대감 2. DAT 전략 기업으로서 디지털자산에 친화적인 기업으로서 이미지 개선 3. 솔라나 스테이킹을 통한 보상 수익 획득 4. 검증(Validator) 인프라 구축하여 해당 인프라 참여자로부터 일정 수수료 취득

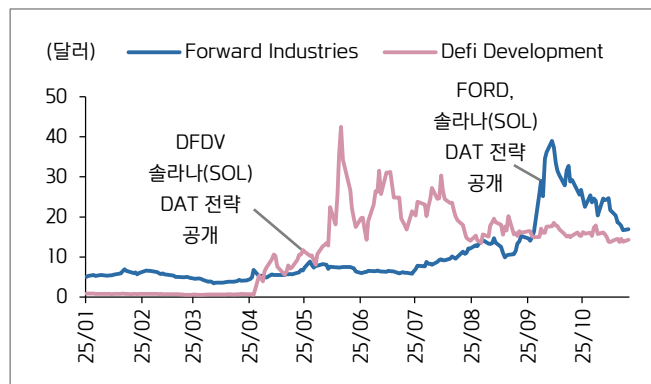
자료: 키움증권 리서치센터

그 외 디지털자산 DAT 전략 기업과 주요 내용

코인	DAT 전략 내용
\$IP(IP) 수이(SUI)	1. 보유 토큰의 가격 상승을 기대하는 것은 동일. 다만, 이더리움 및 솔라나 등의 암호화폐 대비 인지도가 낮다는 점에서 락업 토큰을 활용하여 할인된 토큰 구입하여 가치 상승 기대 2. 스테이킹 수익 모델 구축 3. 초기 거버넌스 주요 참여자로서 추후 해당 코인 생태계 성장에 따른 수익 기대
월드코인 (WLD)	1. 월드코인은 Open AI CEO 샘 올트먼이 공동 창립자로 알려지며 AI+블록체인 대표 토큰으로 인식. 이에 WLD 투자는 AI 블록체인 인프라 참여자로 노출될 것이라는 의지가 반영된 것으로 판단 2. 또한 WLD는 현재 약 15%만 유통되는 코인이라는 점에서 희소성에 따른 가치 상승 기대

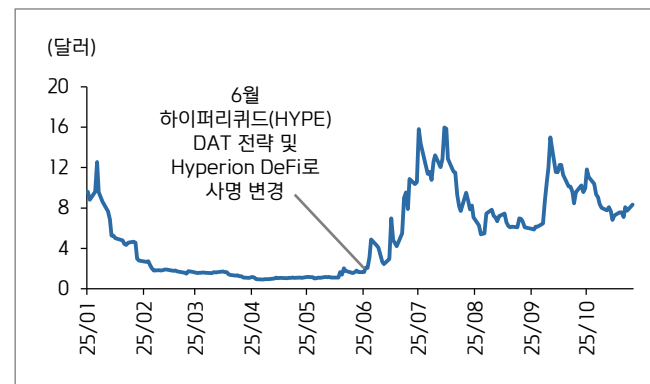
자료: 키움증권 리서치센터

솔라나(SOL) DAT 전략 기업 포워드 인더스트리, 디파이 디벨롭먼트 주가 변화



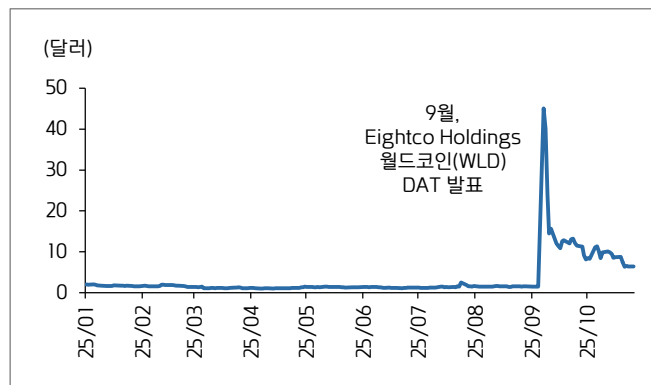
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼리퀴드(HYPE) DAT 전략 기업 하이페리온 디파이 주가 변화



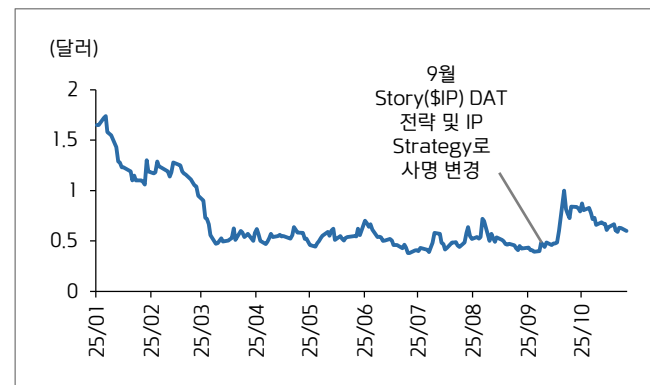
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

월드코인(WLD) DAT 전략 기업 에이코 홀딩스 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Story(\$IP) DAT 전략 기업 IP 스트래티지 주가 변화



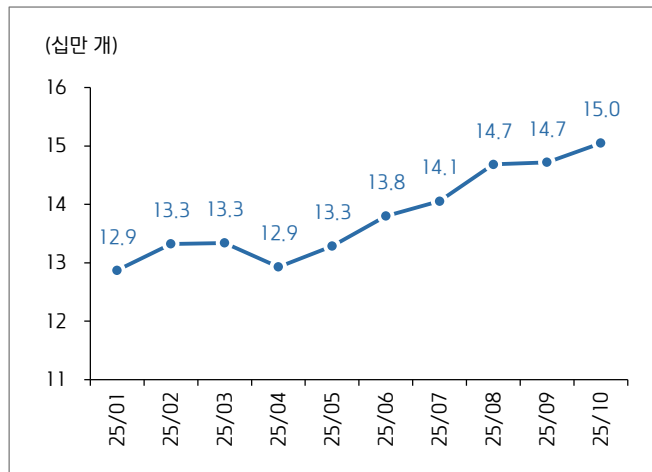
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

기업과 함께 기관의 디지털자산 보유량도 증가

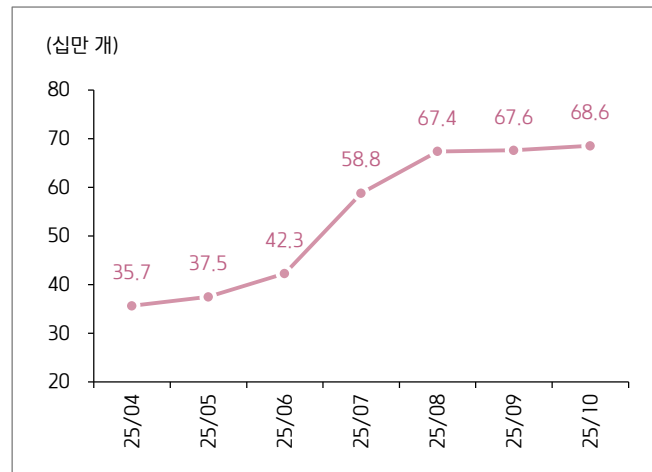
- ▶ 비트코인 등 디지털자산 현물 ETF 등장 이후 ETF 기관들의 디지털자산 보유량은 급격히 증가. 특히 2025년에는 디지털자산 현물 ETF 유입이 많아지면서 그 흐름은 더욱 빨라지고 있음
 - 25년 10월 30일 기준, 기관이 보유한 비트코인은 약 154만개. 이더리움은 약 686만개
- ▶ 이에 디지털자산 시장 내 기관들의 영향력이 확대. 시장에서도 이들의 보유량 변화에 주목하고 있으며, 이러한 시장 구도는 지속될 것으로 전망

주요 ETF 기관의 비트코인 보유량 변화



자료: BitcoinTREASURIES, 키움증권 리서치센터
 주: IBIT, FBTC, GBTC, ARKB ETF의 비트코인 보유량 합산

ETF 기관의 이더리움 보유량 변화



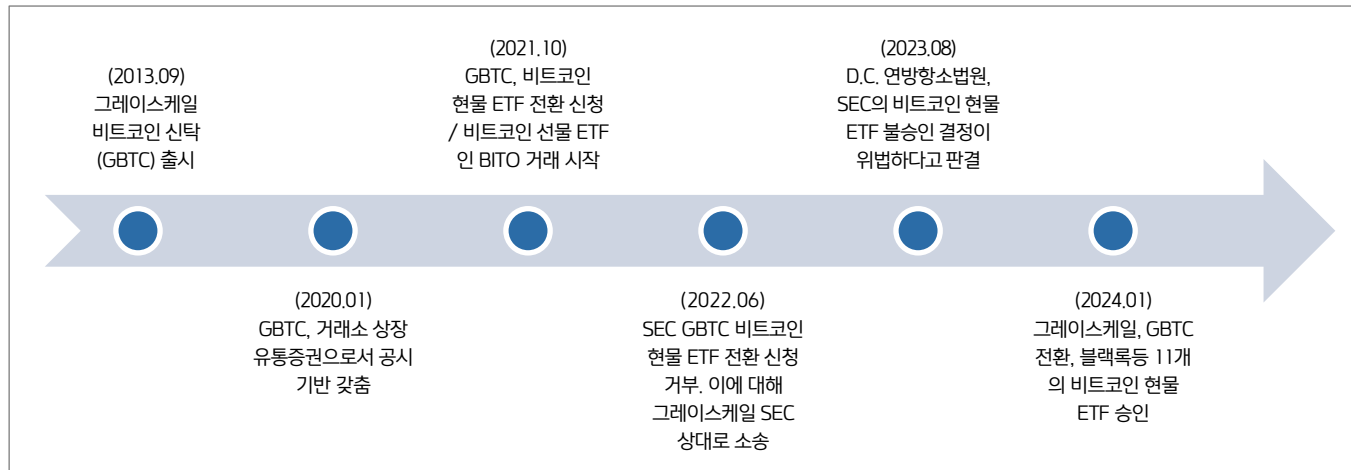
자료: StrategicETHReserve, 키움증권 리서치센터

15.

금융기관 보유량에서도 알트코인 비중 확대 기대

- ▶ SEC가 디지털자산 ETF에 대해 패스트트랙 절차 도입. 디지털자산 ETF 승인 시 일반 상장 기준을 적용 받아 일정 요건을 충족하는 디지털자산의 경우 SEC에 Rule 19b-4(규칙변경) 승인을 받지 않고 거래 및 상장 가능
 - 요건은 ①해당 ETF의 기초자산인 상품이 ISG(Intermarket Surveillance Group) 회원 시장에서 거래되고 있고, 거래소가 해당 ISG 회원을 통해 거래 정보를 취득할 수 있을 것. ②해당 상품을 기초자산으로 하는 선물계약이 CFTC 등록 DCM(지정계약시장)에 최소 6개월 상장·거래되었고, 그 DCM과 거래소가 직접 또는 ISG를 통해 포괄적 감시공유협정을 맺고 있을 것. ③해당 상품에 순자산가치의 40% 이상 경제적 익스포저를 제공하는 ETF가 이미 거래소에 상장되어 있을 것
- ▶ 이에 따라 비트코인 및 이더리움 외 다양한 알트코인을 기반으로 한 ETF 상품 등장 가능성 확대

미국 비트코인 현물 ETF의 제도화 연혁



자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

16.

대기중인 알트코인 ETF

- ▶ 이미 프랭클린템플턴, 그레이스케일 등을 비롯한 다수의 기관들이 솔라나, 라이트코인, 리플 등의 알트코인 기반 ETF 상품 출시를 위한 신청서 제출
 - 렉스-오스프리가 솔라나(SOL) 현물 ETF인 'SSK'와 리플(XRP) 현물 ETF인 'XRPR'을 출시
- ▶ 다만, 블랙록 등의 대형 기관은 알트코인 ETF에 대한 보수적인 입장. 따라서, 알트코인 ETF 성장은 다소 시간이 소요될 것으로 예상
- ▶ 그래도, 디지털자산 제도권 도입 등의 흐름에 있는 만큼 대형 기관 참여 가능성이 열렸다고 판단하며, 참여 시 주요 알트코인 내 기관 자금 유입 본격화 전망

디지털자산 주요 ETF 신청 리스트

코인	운용사	ETF 명칭	S-1 제출일
XRP	Grayscale	Grayscale XRP Trust(GXRP)	2024-09-26
	Bitwise	Bitwise XRP Trust	2024-10-02
	Franklin	Franklin XRP Trust	2024-10-02
SOL	Grayscale	Grayscale Solana Trust ETF(GSOL)	2025-04-04
	Bitwise	Bitwise Solana Staking ETF(BSOL)	2024-11-21
	VanEck	VanEck Solana ETF	2024-06-27
DOGE	Grayscale	Grayscale Dogecoin Trust(GDOG)	2025-08-15
ADACardano)	Grayscale	Grayscale Cardano Trust ETF(GADA)	2025-08-29
HYPE(Hyperliquid)	Bitwise	Bitwise Hyperliquid ETF	2025-09-25
LINK(Chainlink)	Bitwise	Bitwise Chainlink ETF	2025-08-26
HBAR(Hedera)	Grayscale	Grayscale Hedera Trust ETF(HBAR)	2025-09-09
AVAX(Avalanche)	Grayscale	Grayscale Avalanche Trust(AVAX)	2025-08-25
LTC(Litecoin)	Coinshares	Coinshares Litecoin ETF	2025-01-24

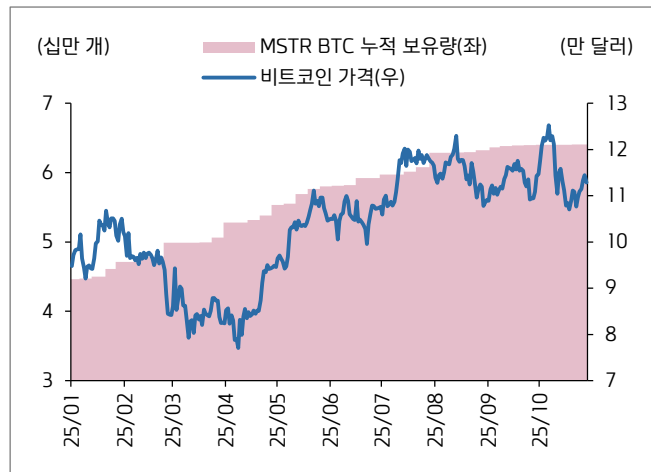
자료: SEC, 키움증권 리서치센터

17.

기업 및 기관 자금 유입으로 더욱 견고해질 디지털자산 시장

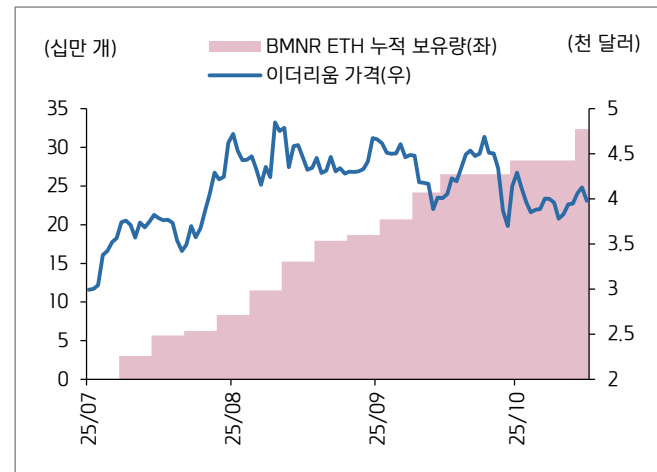
- ▶ 기업 · 기관의 대규모 자금 유입은 디지털자산 시장의 수요 기반이 개인에서 기업 및 기관으로 확장되고 있음을 보여주는 요소
- ▶ 이러한 흐름은, 디지털자산 시장이 단순히 개인의 투자 심리에 따라 변동하는 시장에서 벗어나 신뢰성 및 안정성을 갖춘 견고한 시장으로 발전하는 배경으로 작용할 것으로 판단

비트코인 가격과 스트래티지(MSTR) 비트코인 보유량 변화



자료: Bloomberg, Strategy, 키움증권 리서치센터

이더리움 가격과 비트마인(BMNR) 이더리움 보유량 변화



자료: Bloomberg, StrategicETHreseve, 키움증권 리서치센터

18.

디지털자산 시장 내 주요 플레이어의 변화

- ▶ 디지털자산 현물 ETF를 시작으로 금융기관들은 디지털자산 보유량 증가와 함께 관련 시장에서의 새로운 역할을 모색. 이에 디지털자산 시장 내 주요 플레이어로 주목받기 시작

금융기관들의 가상자산 시장 진출 현황

	디지털자산 거래 및 커스터디	사모 디지털자산 펀드	디지털자산 ETPs	디지털자산 결제	토큰화
Bank of America	●		●		
BlackRock	●	●	●		
BNY Mellon	●		●		
Charles Schwab	●		●		
Deutsche Bank	●		●	●	●
Fidelity	●	●	●		●
Franklin Templeton	●	●	●		●
Goldman sachs	●		●		●
JPMorgan chase	●	●	●	●	●
Morgan Stanley		●	●		
Paypal	●			●	●
Visa				●	●

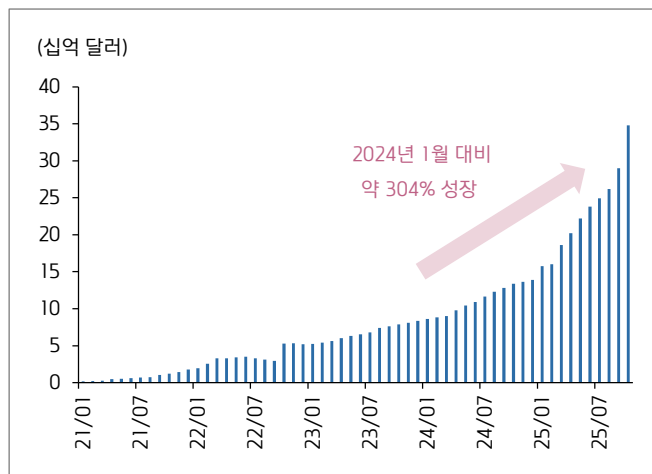
자료: Bitwise, 키움증권 리서치센터

19.

온체인 금융을 통한 디지털자산 시장과 융합 도모

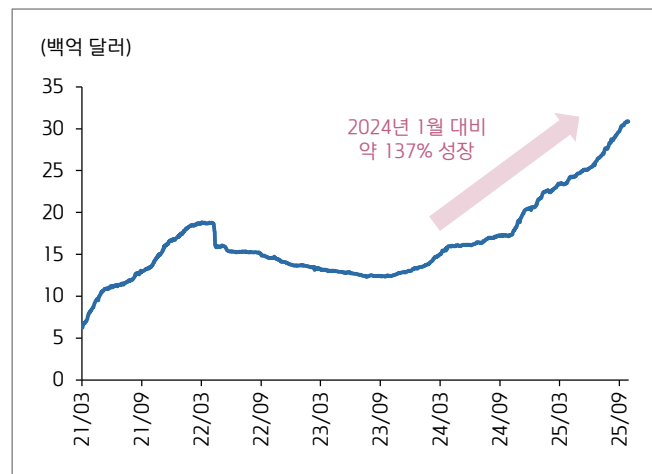
- ▶ 미국 증권거래위원회(SEC), 기존 금융 시장 내 블록체인 기술 도입을 통한 금융 인프라 혁신 강조
 - SEC, Project Crypto에서 금융의 온체인화: 탈중앙화 금융, 자동화된 시장 조성자 등 온체인 시스템이 미국 금융 시장에서 자리를 잡아야 함을 강조
 - 온체인 금융은 거래 시간의 제약을 받지 않고, 속도 및 수수료 효율성이 기대
- ▶ 온체인 금융을 위하여 기존 금융기관들은 주식 등의 자산이 블록체인에서 거래될 수 있도록 하는 자산토큰화와 이를 거래할 수 있는 수단으로서 스테이블코인을 주목

자산토큰화 시장 규모 변화



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

스테이블코인 시가 총액 변화



자료: Defilama, 키움증권 리서치센터

- ▶ 실제로 블랙록 등의 주요 금융기관들은 자산토큰화 및 스테이블코인에 대한 직접적인 언급을 이어가고 있는 모습. 특히 JP모건과 같이 디지털자산에 부정적이었던 금융기관 또한 관련되어 직접적으로 언급

글로벌 금융기관의 자산토큰화 및 스테이블코인 관련 언급 및 서비스 실행 내용

기관명	구체적인 언급 및 실행 내용	특징
BlackRock	- 미국 국채를 토큰화한 상품('BUIDL') 운용 및 상품 결제 수단으로서 스테이블코인 이용 - ETF 토큰화, 전통 주식과 블록체인 인프라 연결 등을 우선 과제 - CEO Larry Fink, 디지털 지갑에서 투자자가 주식 · 채권 · 스테이블코인에 접근할 수 있는 미래 언급	- 디지털자산, 블록체인 인프라, 토큰화주식 등의 주제에 가장 적극적으로 참여 - 가장 큰 규모의 디지털자산 ETF 운영
JP Morgan	- 자사 플랫폼 Kinexys와 함께 블록체인 인프라 도입, 자산 토큰화 혁신성 검토 - 내부 스테이블코인인 JPM을 발행하여 혁신성 검토 - 지급결제 영역에 앞서갈 수 있도록 스테이블코인 등의 시장에 적극 참여할 것임을 언급	글로벌 은행이라는 점에서 스테이블코인에 적극 참여할 경우, 관련 시장에 높은 영향력을 줄 수 있을 것으로 예상
Franklin Templeton	- 머니마켓펀드를 토큰화한 FBOXX 상품 운용 - 머니마켓펀드 토큰화 및 스테이블코인을 활용하여 투자 접근성 확대에 대한 기대감 언급	- 기존의 펀드 토큰화 시장 규모 확대 모색 - 토큰화된 상품 거래에서 스테이블코인을 활용하여 투자자 접근성 향상 및 운용 효율성 증대 가능성에 관심
Goldman Sachs	3건 이상의 상품을 토큰화하여 거래에 제공할 계획임을 언급 - 금융기관 용 블록체인 Canton Network 참여	- 블록체인 인프라 도입 및 금융의 온체인 사업에 적극적 - 최근 금융 자산 토큰화에 대하여 높은 관심을 보이며 추진력 ↑

자료: 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

21. 토큰화주식, 온체인 금융의 첫 관문

- ▶ 자산토큰화는 유동성, 규제 장벽이 낮은 영역이었던 머니마켓펀드, 미 국채 등에서 부터 시작
 - 2021년 프랭클린템플턴은 미국 국채, 현금 등의 자산에 담보된 머니마켓펀드를 토큰화한 '온체인 미국 정부 머니마켓펀드(FBOXX) 출시. 이어 블랙록도 2024년 머니마켓펀드 토큰화 상품 'BUIDL' 출시
- ▶ 다만, 온체인 금융으로의 혁신을 적극 추진하고 있는 만큼, 다음은 다수의 투자자들이 접근할 수 있는 주식(Equities)이 토큰화 대상으로 주목 받을 것으로 판단

토큰화주식의 주요 유형의 개념과 내용

구분	개념정의	구조 및 발행 방식
네이티브 발행형 (Native Tokenized Equity)	• 기업이 법적으로 유효한 주식 자체를 블록체인 상에 직접 발행하는 형태 • Exodus Movement의 주식 토큰화가 대표적인 예시	• 기업이 전자등록대행기관(Transfer Agent) 또는 자체 스마트컨트랙를 통해 주식 발행 → 블록체인에 주주 명부 기록
래핑형 (Wrapped Tokenized Stock)	• 실제 상장주식을 보유한 중개기관이 이를 기초자산으로 1:1 대응 토큰을 발행하는 형태 • 로빈후드의 토큰화주식 사례가 이에 해당	• 중개기관이 보유한 주식을 기반으로 토큰을 발행하고 해당 토큰을 정해진 플랫폼 내에서 거래할 수 있도록 지원
합성형 (Synthetic Tokenized Stock)	• 실제 주식을 보유하지 않고, 가격 추종 파생상품을 토큰화한 형태	• 오라클을 통해 기초 주식의 가격을 추적하는 방식으로, 일반적으로 디파이 프로토콜(DeFi Protocol)에서 발행

자료: Chainlink, 키움증권 리서치센터

- ▶ 물론 일각에서는 토큰화주식과 관련하여 기존 주식 장부와의 연동 문제, 투명성이 확보되지 못한 규제, 스마트컨트랙트 오류에 따른 문제 발생 시 해결 기준 부재 등의 과제가 남아 있음을 지적
 - 스마트컨트랙트: 블록체인 상에 프로그래밍 언어로 기록된 계약을 의미하며, 특정 조건이 충족되면 중개자 없이 자동으로 계약 내용이 실행되도록 설계
- ▶ 다만, SEC가 온체인 금융을 강조하고 있고, 그 과정에서 토큰화주식·토큰증권 등에 대한 규제 마련을 언급. 이러한 점을 감안할 경우 토큰화주식에 대한 우려 사항들이 해소되는 과정이 이어질 것으로 예상

토큰화의 기술적 특징과 그에 따른 토큰화의 기대효과와 잠재적 위험에 대한 내용

기술적 특징	토큰화 이점	잠재적 위험
공유 원장 시스템(Shared system of record)	- 정보 비대칭 해소 및 감사를 통한 투명성 확보 가능 - 위변조가 불가능한 분산원장 특징에 따라 소유권, 이력, 권리 내용 등의 정보를 안전하게 보관·검증 가능	- 기존 기관 장부와의 동기화 어려움 존재 - 일부 네트워크는 거래 취소 및 복구 불가 - 데이터 프라이버시 규정(GDPR)과의 충돌 가능성
유연한 수탁 구조(Flexible custodial arrangements)	- 개인 키를 통한 셀프 커스터디 가능 - 다중서명 및 탈중앙화 보안 구조 지원 - 사용자가 자산과 데이터를 직접 통제 가능	- 제 3자의 서비스 해킹 가능성 및 이에 대한 대비책 부재 - 개인 키 분실 및 유출 위험 상존
프로그래머블성(Programmability)	거래 로직과 규칙 등을 스마트컨트랙트를 통해 자동화 가능	스마트컨트랙트 오류 등의 문제 발생 시 직접적인 상황 대응이 어려움. 이에 오프체인 기능 도입 시 자동화 이점은 상실
자산 분할(Asset fractionalization)	- 자산을 소수점 단위로 분할 가능 - 다양한 수탁 모델 및 자산을 취급할 수 있다는 장점	- 소유권 분산으로 인한 의사결정 등의 문제 해결 필요 - 자산에 따른 발행 규정 및 발행자 제한 등의 규제 해결 필요
조합성(Composability)	- 자산을 여러 거래 플랫폼에서 취급할 수 있으며, 이에 따른 자산 이동의 효율성 증대 - 코드 결합으로 다양한 금융 구조 구현 가능	- 과도한 파생·수익 구조에 따른 위험성 발생 문제 - 상호운용성(브리징 등)에 대한 기준 부재

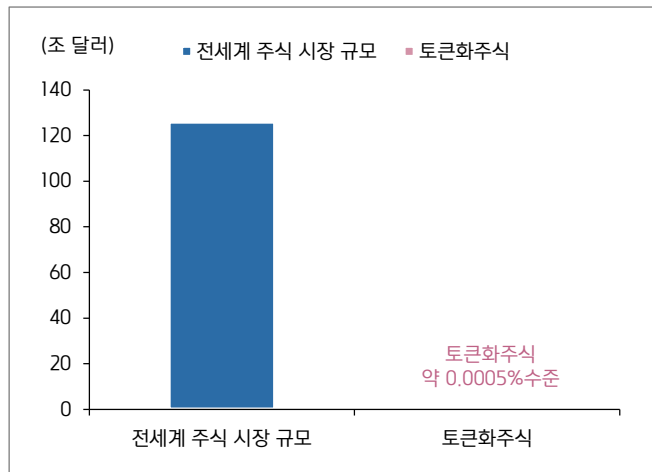
자료: WEF(World Economic Forum)-Asset Tokenization in financial Markets, 키움증권 리서치센터

23.

토큰화주식, 다가올 변화에 주목

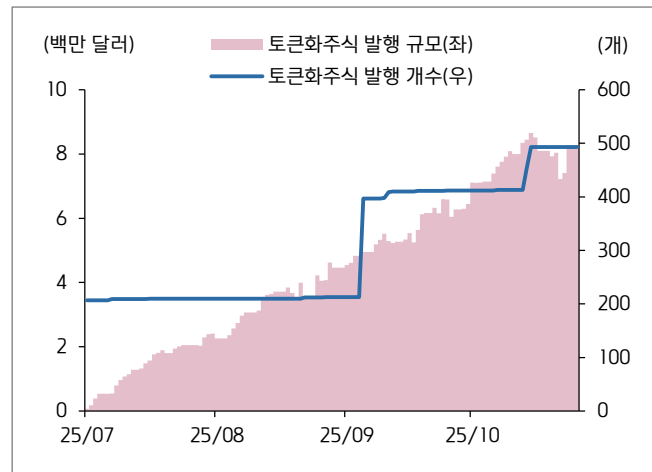
- ▶ 토큰화주식은 시작 단계인 만큼 아직 유의미한 시장 규모를 기록하고 있지는 않음. 그럼에도 불구하고 관심이 필요한 영역이라고 생각
 - 토큰화주식 시장은 전체 주식 시장과 비교했을 때 0.0005% 해당하는 규모에 불과
- ▶ 이는 토큰화주식을 통해 기존 주식 시장의 한계점으로 지속적으로 언급되었던 거래 시간 제한, 중개기관, 처리 기간 등의 문제가 해결될 것으로 전망되기 때문
 - 토큰화된 주식의 장점으로 24시간 7거래일, 스마트컨트랙트를 통한 거래 자동화, 수수료 절감 및 즉시 거래 등이 언급

토큰화주식 시장과 전체 주식 시장 규모 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

로빈후드 플랫폼 내 발행된 토큰화주식 수와 규모



자료: 로빈후드, 키움증권 리서치센터

- ▶ 토큰화주식은 블록체인 위에서 주식이 거래될 수 있도록 하는 것에 목표를 두고 있는 만큼, 이를 거래하기 위해서는 블록체인에서 사용될 수 있는 결제 수단이 필요
- ▶ 이러한 결제 수단으로 스테이블코인이 지목. 따라서 토큰화주식 시장 내에서 스테이블코인이 활용될 경우, 기존 금융 시장 내 하나의 결제 수단으로서 스테이블코인이 자리 잡을 수 있음

2024년 스테이블코인 거래 가치 및 거래 건수 세부 내역

사용처	비중 및 거래규모(달러)	자료 출처 및 설명
가상자산 거래 (Crypto Trading pairing)	88% (23조 달러)	• CEX.IO, Chainalysis, CoinMetrics • 전체 스테이블코인 거래의 대다수가 중앙화/탈중앙화 내 가상자산 거래
온 · 오프 램핑 (On/Off-Ramping)	4% (1조 달러)	• MetaMask, Crypto.com, Visa Onchain, Dashboard • 지갑과 거래소 간 스테이블코인 이동을 의미
토큰화 실물자산 결제 (Tokenized RWA Settlement)	3% (0.8조 달러)	• Franklin Templeton, BlackRock, Allium • 토큰화된 머니마켓 펀드 및 온체인 미국 국채 거래 규모 근거로 추정
P2P 결제	2% (0.5조 달러)	• Visa Onchain Dashboard, Circle, Chainalysis • 지갑 기반 이체 및 송금 포함
B2C/C2B 결제	2% (0.4조 달러)	• Visa Onchain Dashboard, Circle, Shopify, Stripe 등 • 상업적 사용이 확대 중이나 아직 1.5% 수준으로 완만한 성장세
B2B 결제	2% (0.4조 달러)	• Visa Onchain Dashboard, Chainalysis 등 • 중소기업 및 핀테크의 재무 외환 송장 결제 활용 사례 포함

자료: Visa&Altium stablecoin dashboard, BCG-Stablecoin, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지난 7월 미국 내 지급 스테이블코인에 대한 전반적인 규제를 담은 GENIUS Act가 트럼프 대통령 서명을 거쳐 법안 제정
- ▶ GENIUS Act의 실제 시행일은 2025년 7월 18일 법 제정일로부터 18개월 이후 혹은 세부 내용을 담은 최종 규정을 공표한 후 120일 이내 중 더 빠른 날짜로 결정
 - 만일 법 제정일로부터 18개월 이후 시행될 경우, 2027년 1월에 시행될 수 있음. 다만, 세부 내용을 담은 최종 규정안이 내년 상반기 내로 확정될 경우, 2026년 하반기에 법안 시행 가능성 존재

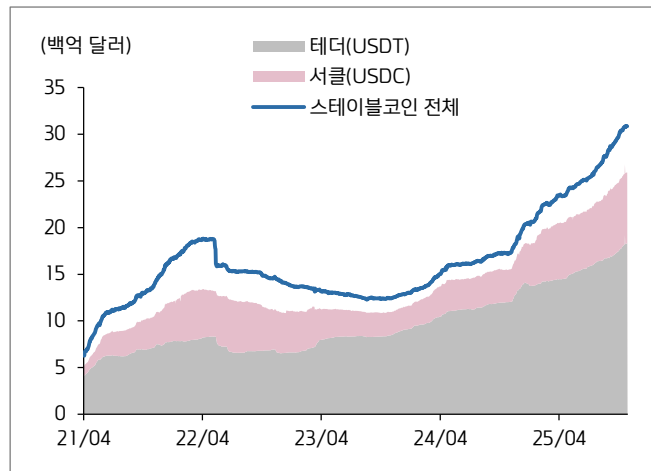
GENIUS Act 주요 내용

분류	주요 내용
법안 목적	- 지급 스테이블코인(Payment Stablecoin)에 대한 전반적인 규제 프레임워크 구축 - 발행인 자격 및 요건, 준비자산, 이자지급 금지 및 금융범죄 방지 의무 등에 대한 내용 규정
지급 스테이블코인 (Payment stablecoin) 정의	- 지급 스테이블코인은 ①결제 및 청산 수단으로 사용되거나 사용되도록 설계된 디지털자산으로서 그 발행자가 다음의 요건 ㉠과 ㉡ 또는 ㉢을 충족하는 경우를 의미 ㉠ 발행자는 스테이블코인을 고정된 양의 미국 통화 또는 미국 통화 표시 예금(Monetary value)으로 전환 · 상환 또는 환매할 의무 ㉡ 미국 통화 및 예금에 대한 안정적인 가치를 유지할 것임을 명시하거나 유지할 것이라는 합리적 기대를 형성 ㉢ 본 법의 승인 요건을 준수
허가된 발행자	- 허가된 발행자는 미국 내 법적 주체로서 부보예금기관의 자회사, 연방 자격 비은행 스테이블코인 발행사, 주 자격 스테이블코인 발행사를 의미 - 허가된 발행자가 아닌 경우 미국에서 지급 스테이블코인 발행은 불법에 해당
준비자산	- 허가된 발행자는 지급 스테이블코인 발행 잔액에 최소 1:1 비율로 아래의 준비자산을 유지할 의무 - 미국 동전 및 화폐 또는 중앙은행 예치금 / 부보예금기관 등이 요구불예금 형태로 보유하는 자금 또는 부보예금기관의 출자금 / 잔여 만기 93일 이내의 미국 국채 / 익일물 레포 매도(만기 93일 이내 미 국채 담보) / 익일물 역레포 매수(미 국채 담보 등의 요건) / 제시된 자산에만 투자되는 MMF / 그 외 소관 규제기관이 승인한 정부 발행 유동자산

자료: Congress.gov, 국제금융센터, 업비트 투자자보호센터, 키움증권 리서치센터

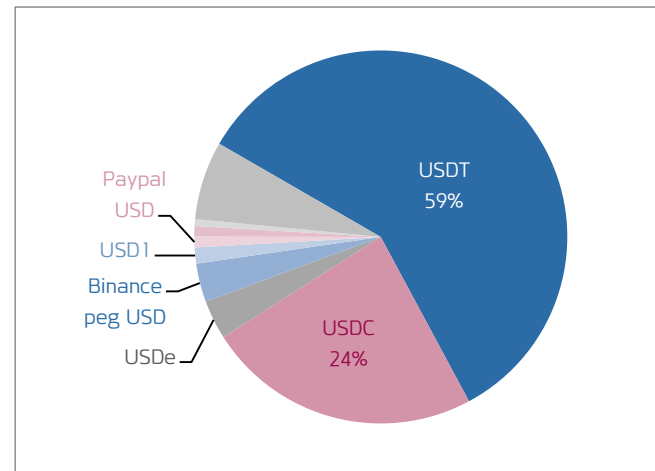
- ▶ GENIUS Act 시행을 앞둔 만큼 금융기관들은 스테이블코인을 수용하는 것을 넘어 관련 시장 플레이어로 참여하려는 모습
- ▶ 현재는 테더(USDT)와 서클(USDC)가 스테이블코인 시장 대다수 차지. 다만 시장의 신뢰도가 높고 기존 결제 · 청산 인프라를 보유한 글로벌 은행이 참여할 경우, 관련 시장 내 경쟁 구도 변화될 것으로 전망
 - 테더(USDT)와 서클(USDC)가 스테이블코인 전체 시장에서 약 83% 비중 차지

USDT와 USDC 발행 규모 변화



자료: DefiLlama, 키움증권 리서치센터

주요 스테이블코인 별 시장 점유율



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

- ▶ 글로벌 주요 은행들은 스테이블코인 시범 운영을 통해 시장 대응 준비. 특히 최근에는 은행들 간 협업이 강화되는 모습이 돋보임
- ▶ 이러한 배경에는 스테이블코인 인프라 구축 비용 절감, 네트워크 상호운용성 확보, 준비자산 등의 리스크 관리 효율성 등을 제고하기 위함이라고 판단
- ▶ 만일 은행 간 공동 스테이블코인 발행 시, 스테이블코인 시장 역시 기존 금융 체계에 편입될 가능성이 높음

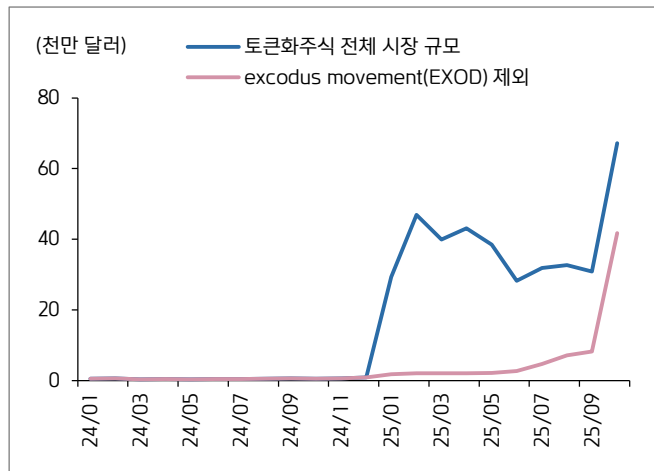
글로벌 금융기관의 스테이블코인 관련 추진 사업

분류	기업	내용
은행	소시에테테네랄	• MiCA 규정에 부합하는 유로 스테이블코인 'EURCV'와 달러 기반 스테이블코인 'USDCV' 발행 및 상장
	JP모건	• 예금을 토근화 JPMD 코인 발행. 해당 코인은 사전에 승인된 기관 사용만을 허용. JPMD 코인을 통해 스테이블코인의 활용성 테스트 • 다이먼 CEO는 스테이블코인을 수용할 것이라는 입장을 언급
	미쓰비시, 미즈호, 스미토모미쓰이 등 일본 대형은행	• 일본 자국 법을 준수하도록 설계된 엔화 기반 스테이블코인 JPYC가 출시된 가운데, 미쓰비시 UFI 금융그룹, 미즈호 금융그룹, 스미토모미쓰이 금융그룹 등이 일본 주요 은행들이 엔화 기반 스테이블코인 공동 발행을 위한 협의 착수
	BofA, 도이치뱅크, 골드만삭스 등 주요 은행	•뱅크오브아메리카, 도이치뱅크, 골드만삭스, UBS 등 글로벌 대형 은행이 G7 통화기반 스테이블코인 공동개발 착수
결제 네트워크	비자	• 스테이블코인 카드 발행. 해당 카드를 통해 전 세계 비자 가맹점에서 스테이블코인으로 결제 가능 • 기업 대상 국경 간 결제 시 스테이블코인 이용에 대한 테스트 시범 운영
	마스터카드	• 스테이블코인 카드 발행. 가맹점에서 스테이블코인 결제 지원 • Paxos 컨소시엄인 글로벌 달러 네트워크에 참여, FUSD · USDC · PYUSD 등 정산 및 지급 네트워크 연계
핀테크	페이팔	• 달러 기반 스테이블코인 PYUSD 발행

자료: 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

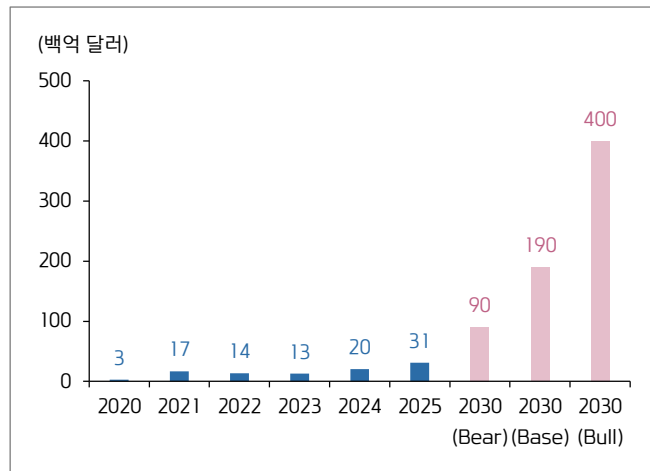
- ▶ 결국 디지털자산의 제도화는 금융기관의 참여가 높아지는 결정적인 계기로 작용. 이에 다가오는 2026년에는 금융기관의 디지털자산 수용, 기존 금융시장의 디지털자산 도입 사례 증가 전망
 - 가상자산 시장에서 30대와 40대 이용자가 차지하는 비중은 2024년 상반기 기준 58.2%
- ▶ 특히 이 과정에서 토큰화주식에 따른 금융시장 변화와 은행의 스테이블코인 시장 내 주요 역할 수행 등의 가능성이 높아진 만큼 해당 테마에 주목할 필요

토큰화주식 시장 성장 추이



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터
 주: EXOD, 미국 기업 최초로 보통주를 직접 블록체인 상에서 발행한 것으로, 초기 시장의 상당 규모 차지하고 있어 이를 제외한 수치 비교

스테이블코인 시장 성장 전망



자료: Citigroup, 키움증권 리서치센터