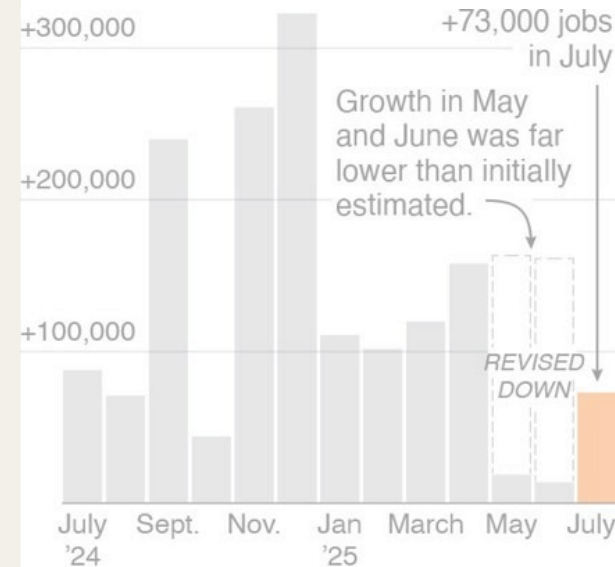




Source: Source: Bureau of Labor Statistics
Note: Data is seasonally adjusted.

CHRISTINE ZHANG/THE NEW YORK TIMES

= 미국 경제 / 증시 / 달러 / 금리 =

7월 고용보고서를 계기로 미국 경기가 침체에 가까워졌음이 드러났습니다.

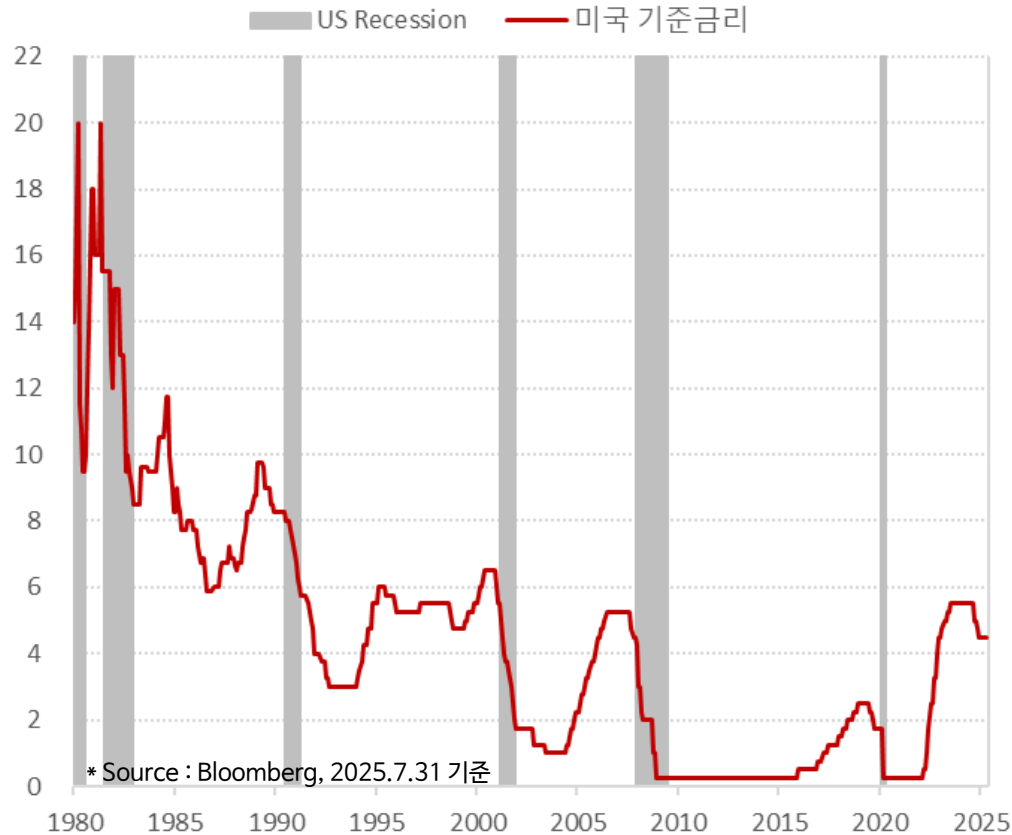
그런데도 미국 증시는 경기 침체 리스크를 전혀 반영하지 않았습니다.

미국 주식과 달러는 고평가되었고, 미국 장기물 국채는 저평가되었습니다.

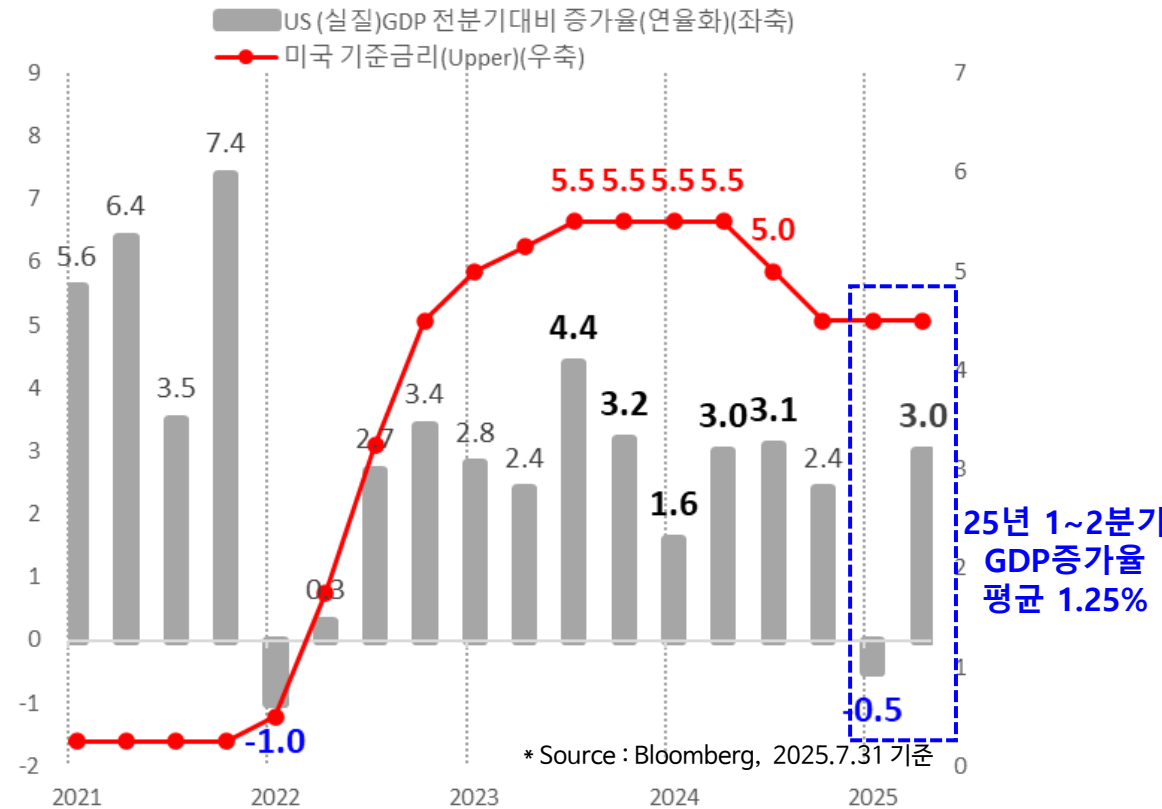
미국은 기준금리 인하될 때… 경제성장을 낮아지고 경기 침체 발생했습니다.

- 강력한 긴축이 전개되고나서 기준금리 인하되기 시작하면 거의 대부분 경기 침체 시작되었습니다. 아이러니하게도 금리가 인하되면 경제가 개선되지 않고 망가졌습니다.
- 이번 긴축에서도 기준금리가 5.25~5.50%에 머물 때는 경제성장률(QoQ, 연율화)이 평균 3%를 넘었는데, 기준금리 인하 이후 경제성장률이 빠르게 낮아지고 있습니다.

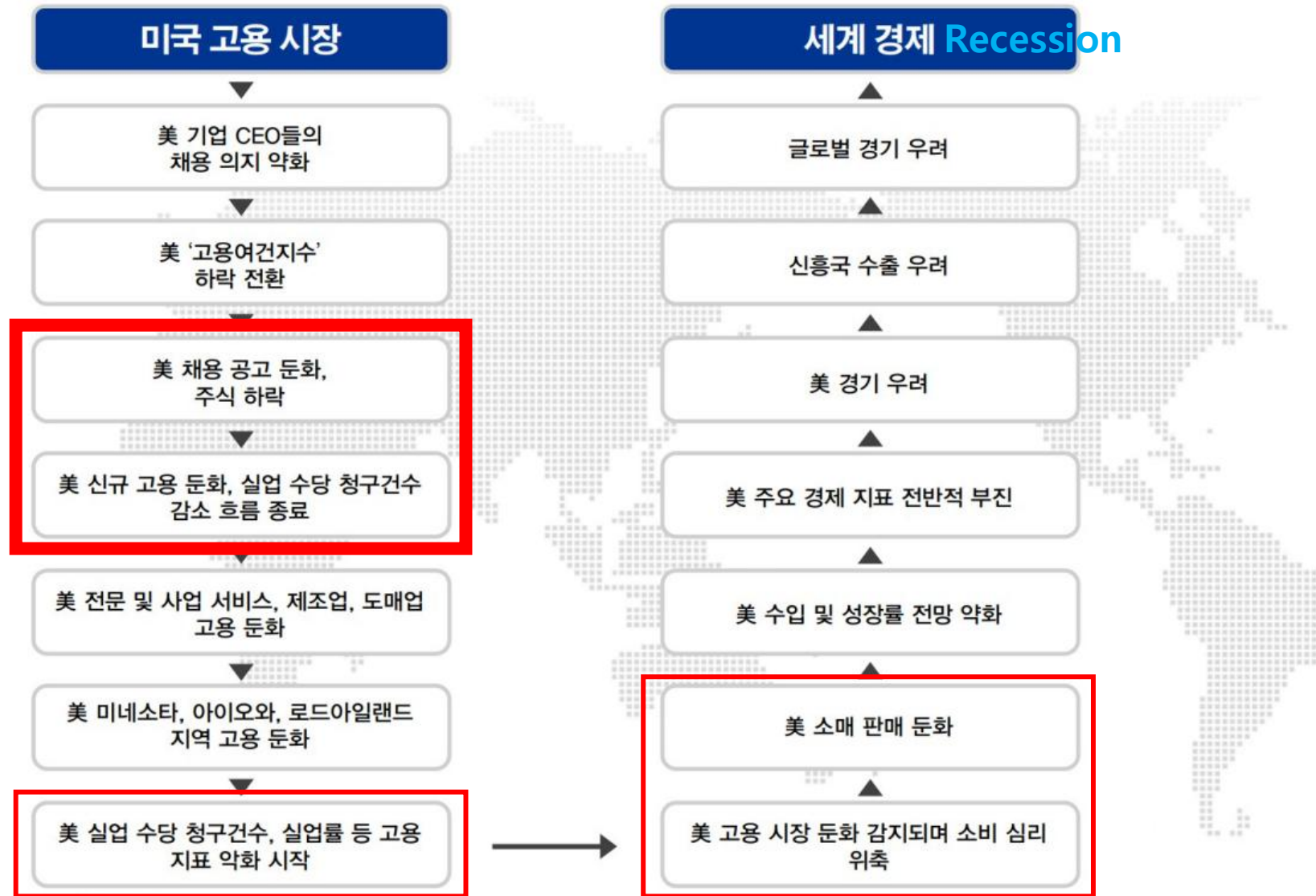
“강력한 긴축+기준금리 인하” 조건이 충족되면 예외없이 경기 침체 시작



이번에도 기준금리 인하가 시작되면서 경제성장을 하락 발생



미국/글로벌 경기 침체는 “미국 고용지표” 둔화에서 시작됩니다.



자료: IBK투자증권

미국 경기 침체 임박했음을 알려주는 신호 (1) 실업률 상승 전환

조건 충족

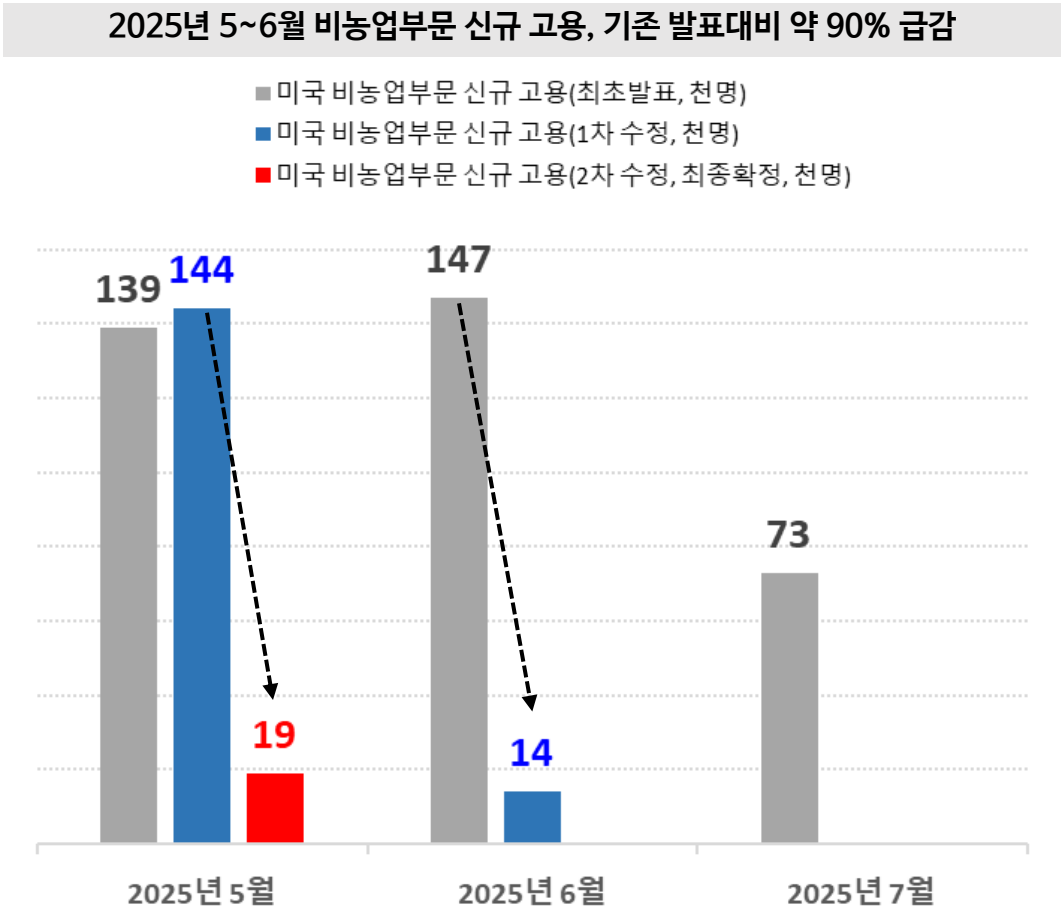
- 실업률 상승 전환되면 어김없이 경기 침체 시작되었습니다.
- 미국 실업률은 2023년 4월에 3.4% 저점 기록 후 점진적으로 상승하고 있습니다. (2025년 7월 4.2%)



* Source : FRED, 2025년 7월 기준

탄탄했다고 믿었던 미국 ‘신규 고용’, 실제보다 크게 부풀려져 있음이 드러났습니다.

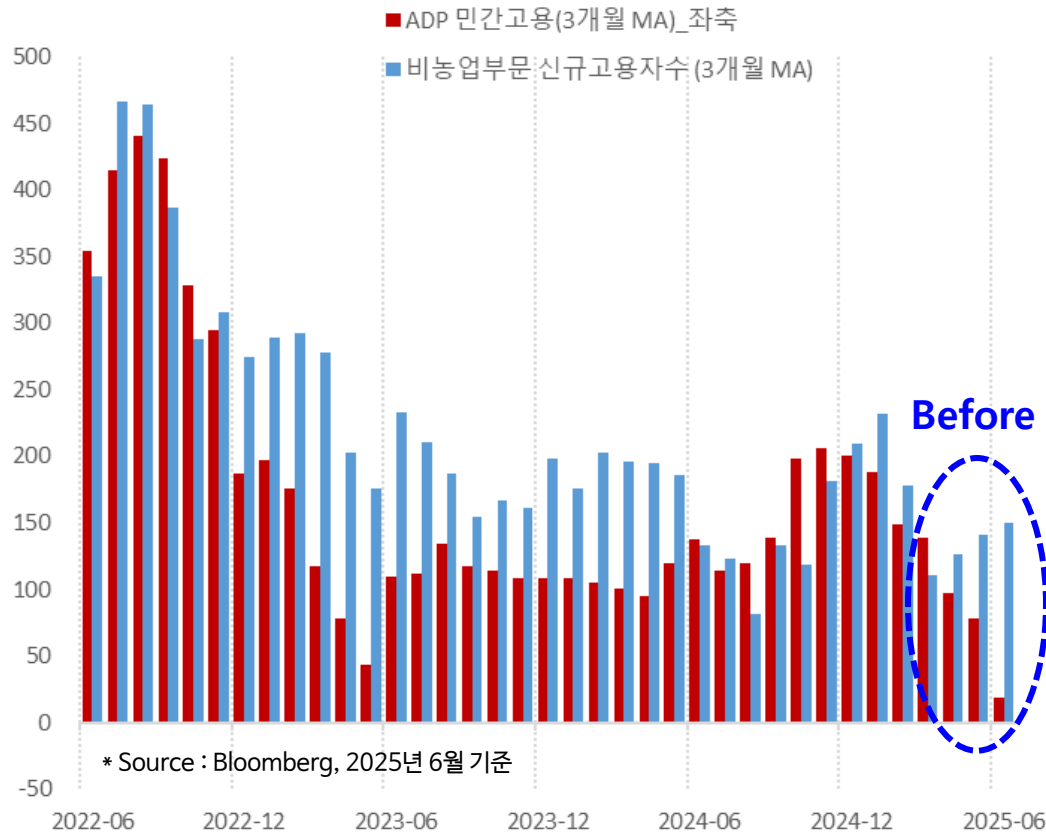
- 25년 6월 고용보고서가 발표되었을 때 비농업부문 신규 고용 5~6월 2개월 평균은 14만5천명이었습니다. 그러나 25년 7월 고용보고서는 5~6월 비농업부문 신규 고용이 기존보다 약 90% 축소되어 월평균 1만7천명으로 크게 줄어들었습니다. 25년 7월 신규 고용도 월가 컨센서스를 크게 하회한 7만3천명으로 나왔습니다.



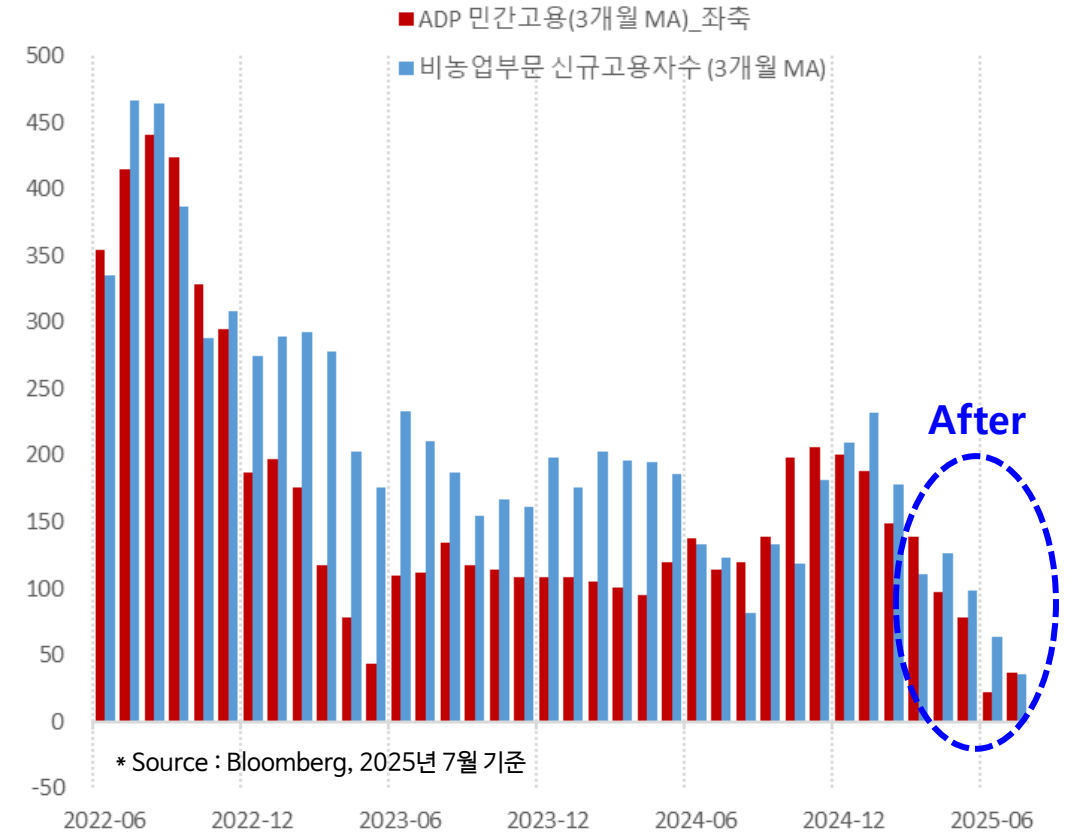
민간 고용 지표(ADP 민간 고용)는 고용 악화를 예고하고 있었습니다. (1)

- “ADP 민간 고용”은 연초부터 뚜렷하게 줄어들기 시작해서 지난 6월에 -2.2만명으로 마이너스 순증을 기록했습니다.
- 그러나 정부가 발표하는 “비농업부문 신규 고용”은 반대로 2분기에 개선되는 모습을 보였었는데, 7월 고용보고서 수정 이후 ADP 민간 고용에 수렴했습니다.
- 민간 고용 둔화를 정부 고용으로 상쇄하는 줄 알았지만 실상은 그렇지 않았습니다. 민간 고용 뿐만 아니라 정부 고용도 현저하게 줄어들고 있었습니다.

(25년 6월) 비농업부문 신규고용 vs ADP 민간 고용, 괴리가 컸지만...



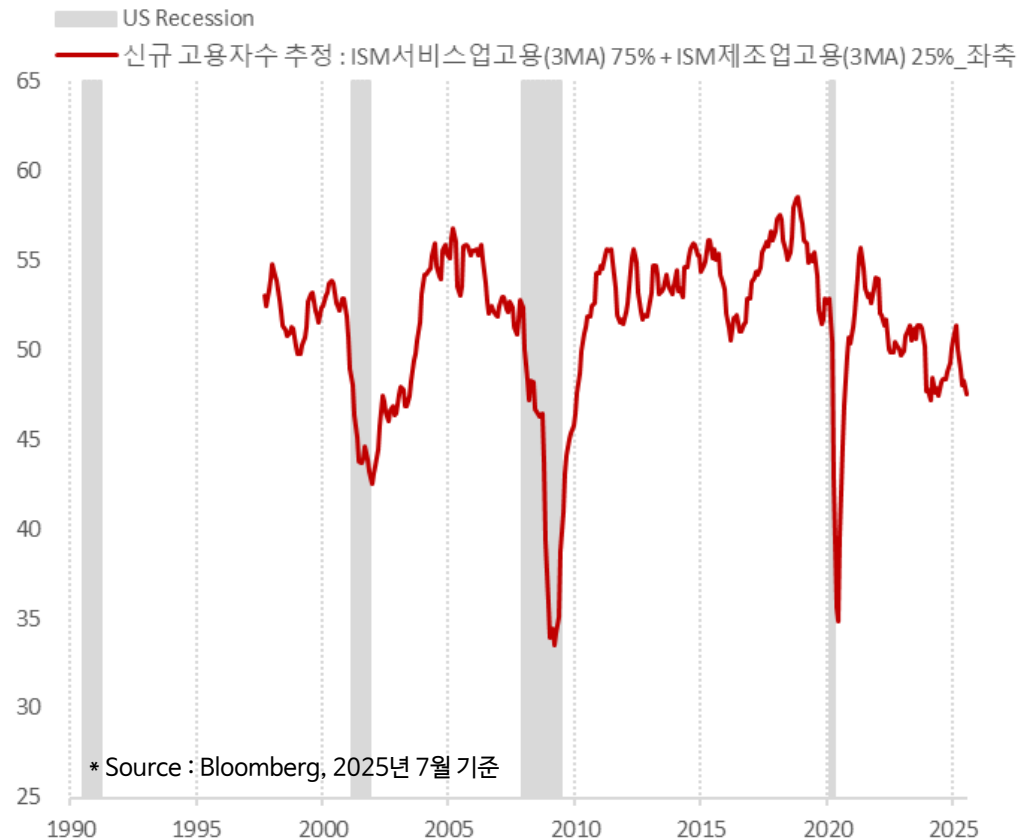
(25년 7월) 비농업부문 신규 고용이 하향 조정되어 ADP 민간 고용에 수렴



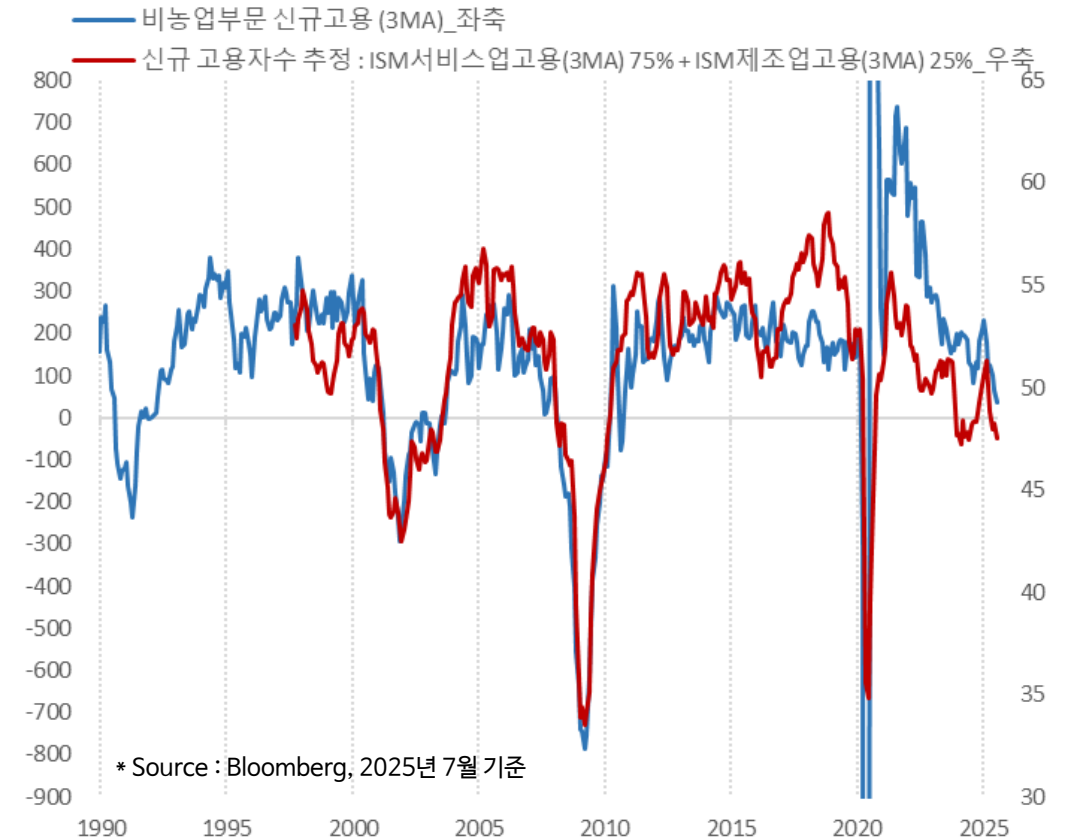
민간 고용 지표(ISM 제조업/비제조업 PMI 고용)는 고용 악화를 예고하고 있었습니다. (2)

- “ISM 비제조업 PMI 고용” 75% + “ISM 제조업 PMI 고용” 25% 가중치 부여해서 결합한 지표는 정부가 발표하는 “비농업부문 신규 고용”과 유사하게 움직였습니다.
- 그러나 25년 2분기에 큰 괴리가 발생했었는데 7월 고용보고서 수정 이후 비농업부문 신규 고용이 ISM PMI 고용지표에 수렴했습니다.

ISM 비제조업/제조업 PMI ‘고용’ 지표는 올해초부터 급격히 위축되고 있음



비농업부문 신규 고용이 하향 조정되어 ISM PMI 고용지표에 수렴

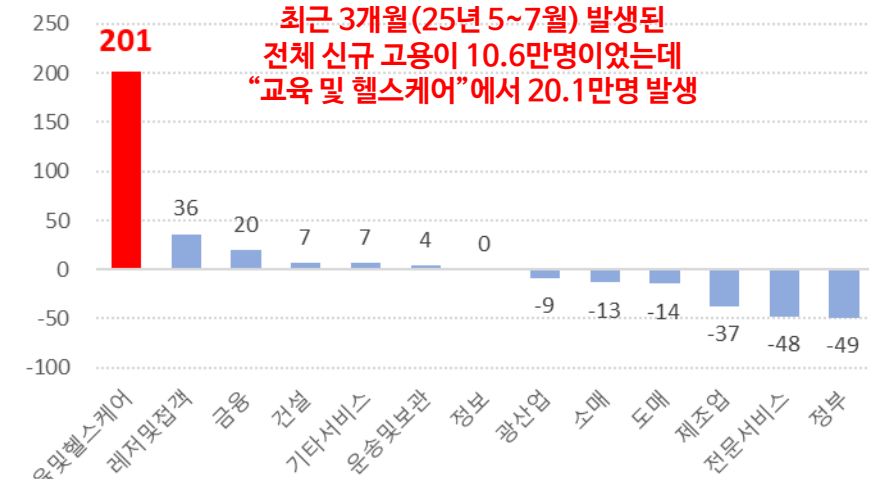


최근 미국 신규 고용의 대부분은 저임금 단순직인 ‘교육 및 헬스케어’에서 집중 발생되고 있습니다.

미국 비농업부문 신규 고용자 수 최근 1개월 변화(천명)



미국 비농업부문 신규 고용자 수 최근 3개월 변화(천명)

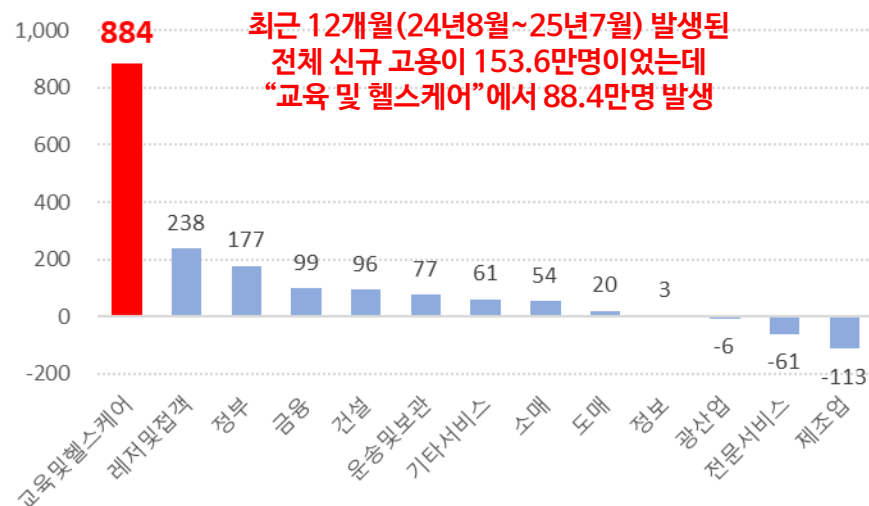


★ 미국 고용의 질(Quality)이 매우 좋지 않습니다. ★

미국 비농업부문 신규 고용자 수 최근 6개월 변화(천명)



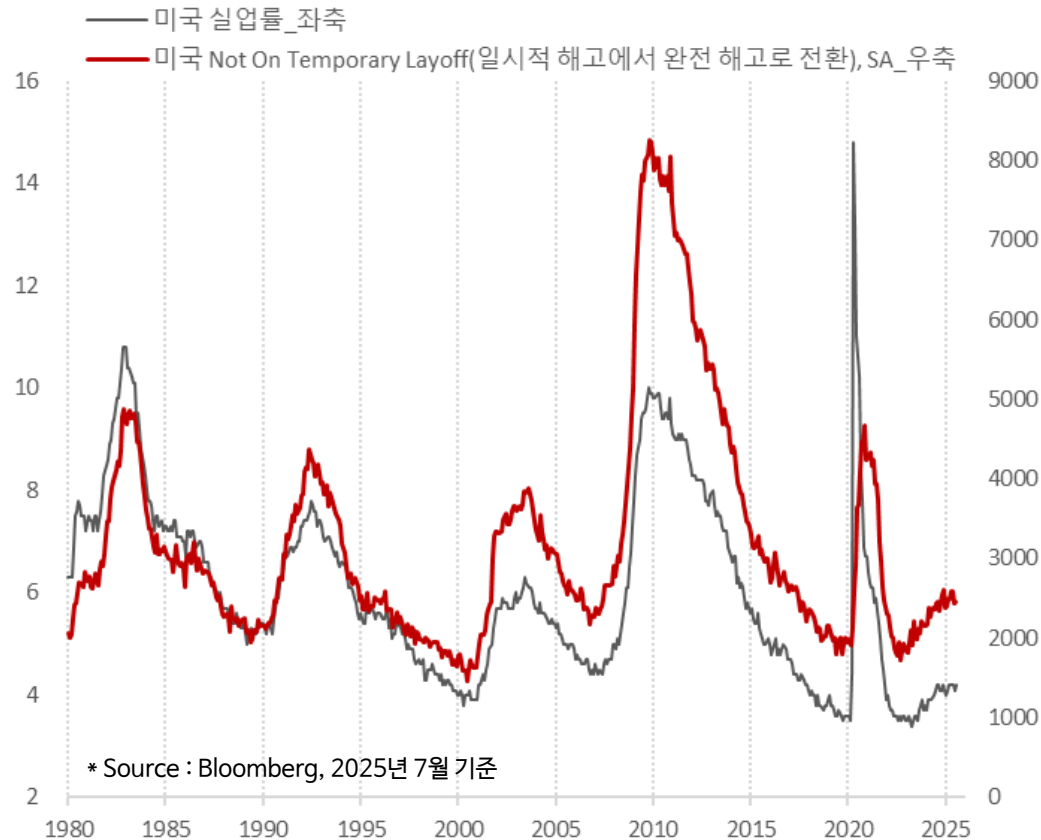
미국 비농업부문 신규 고용자 수 최근 12개월 변화(천명)



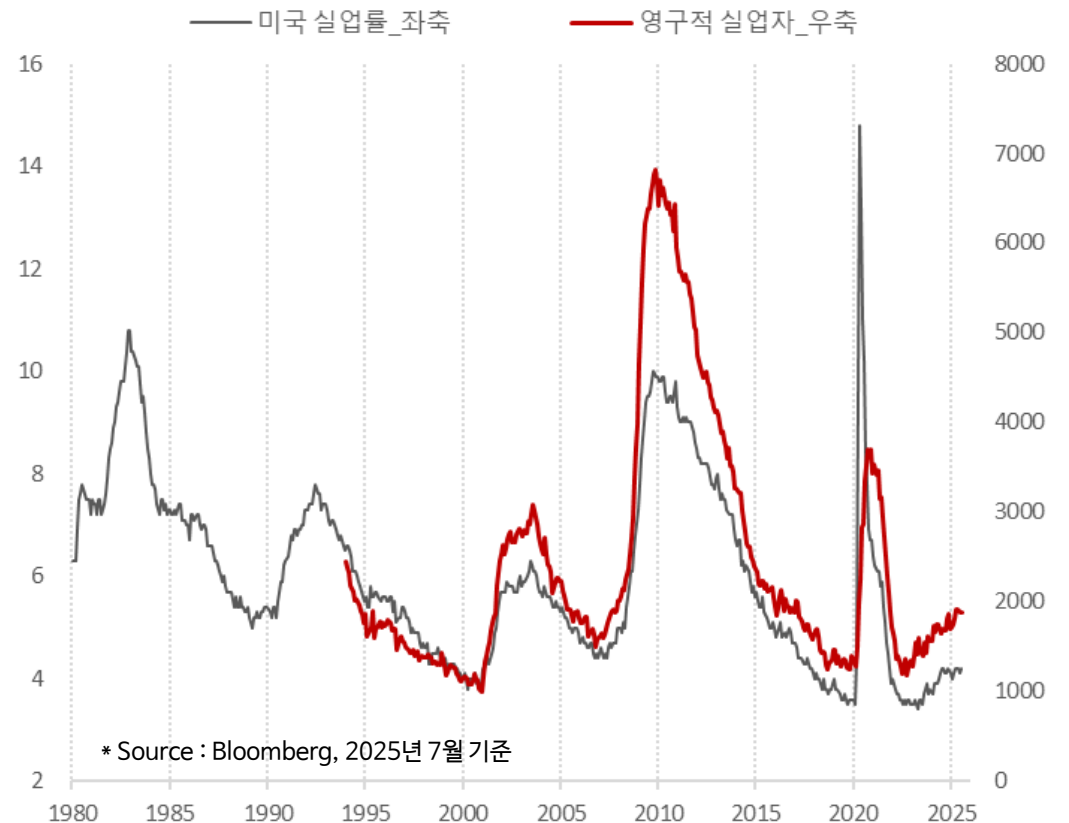
해고자(Not On Temporary Layoff, Permanent Job Loser)가 계속 늘어나고 있습니다.

- Temporary Layoff(일시적 해고자)는 재취업일이 정해져 있거나 6개월 이내 재취업이 예상되는 실업자를 의미합니다.
- Not on Temporary Layoff는 초기에는 일시적 해고였으나 회사가 복귀시키지 않아서 완전 해고로 전환된 실업자를 의미합니다.
- 최근 Not On Temporary Layoff, 영구적 실업자(Permanent Job Loser) 모두 상승 추세가 유지되고 있습니다.

Not On Temporary Layoff 꾸준히 증가



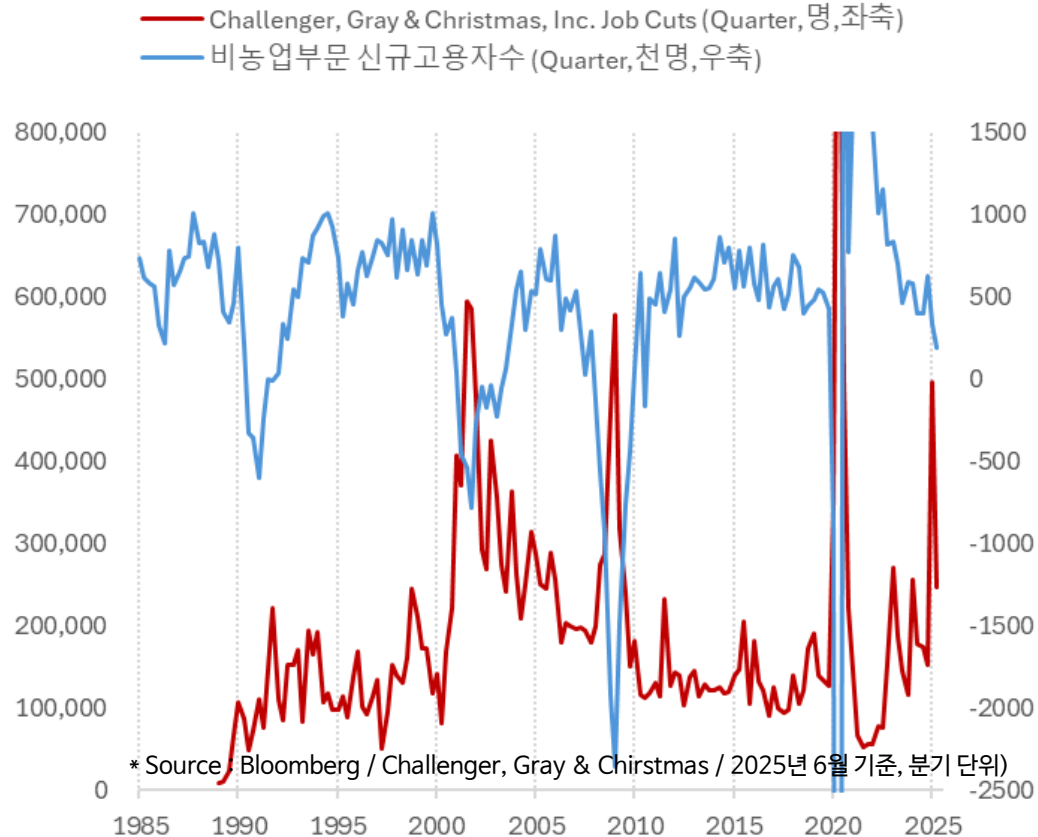
영구적 실업자(Permanent Job Loser) 꾸준히 증가



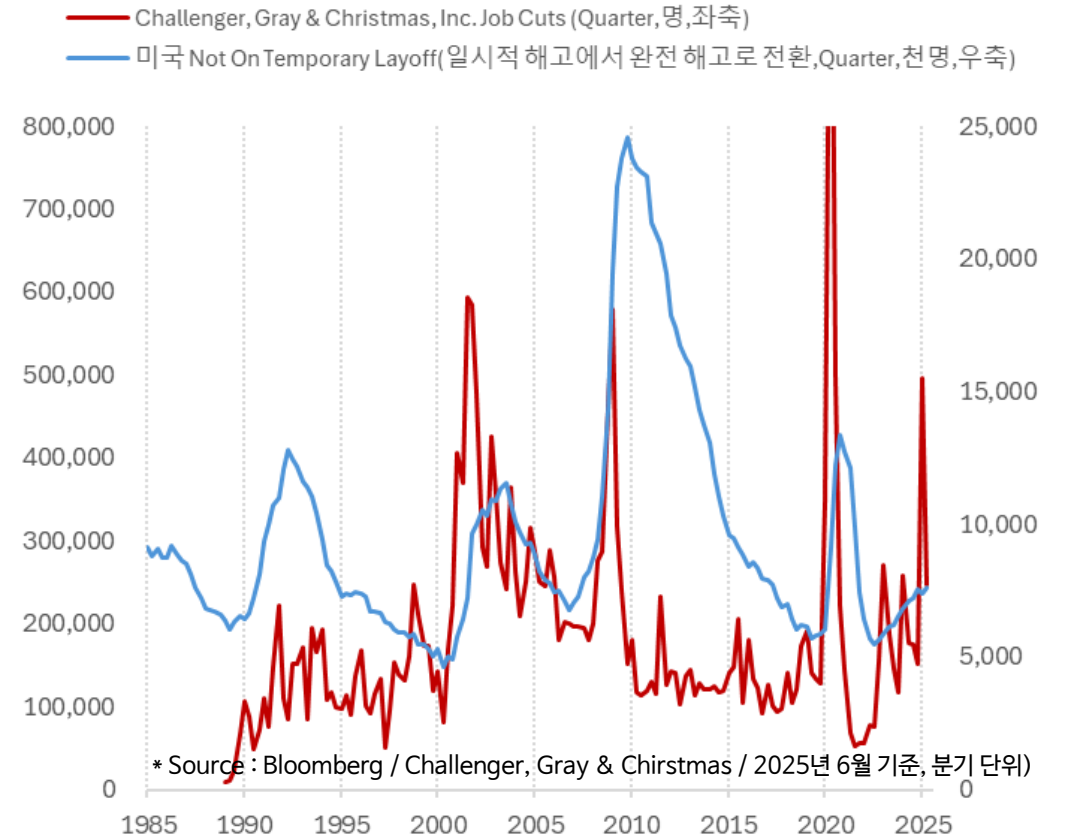
미국 기업들의 해고 계획(Challenger, Gray & Chirstmas 발표) 올해 들어서 급증했습니다.

- 25년 1분기에 미국 민간 기업들은 코로나19 때를 제외하고 2008년 글로벌 금융위기 이후 가장 큰 해고 계획을 발표했습니다.
- 25년 2분기 해고 계획은 1분기보다 줄어들었지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있습니다.
- 미국 민간 기업들의 해고 계획은 이미 경기 침체 시작되고 있음을 암시합니다.

미국 기업들의 해고 계획이 급증할 때 비농업부문 신규 고용 둔화 & 감소



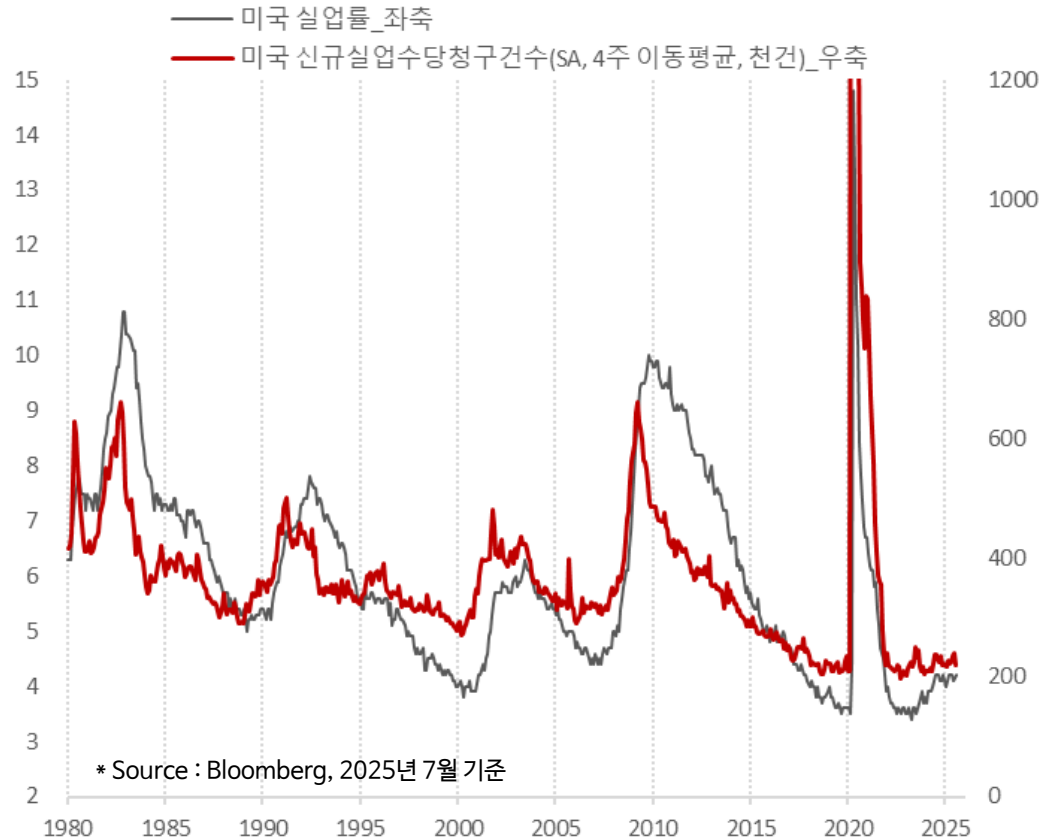
미국 기업들의 해고 계획이 급증할 때 Not On Temporary Layoff 증가



‘신규 실업수당청구(Initial Jobless Claims)’는 미국 고용 상황을 제대로 보여주지 못합니다. Why?

- 실업률이 상승하기 전에 ‘신규 실업수당 청구’가 먼저 상승하게 됩니다. 너무 당연한 순서입니다. 그러나 이번은 그렇지 않습니다.
- ‘Not On Temporary Layoff(임시해고에서 완전해고로 전환)’가 증가되면 ‘신규 실업수당청구’가 동행해서 같이 상승했습니다. 그러나 이번은 그렇지 않습니다.

실업률이 상승하는데도 신규 실업수당청구 늘어나지 않음



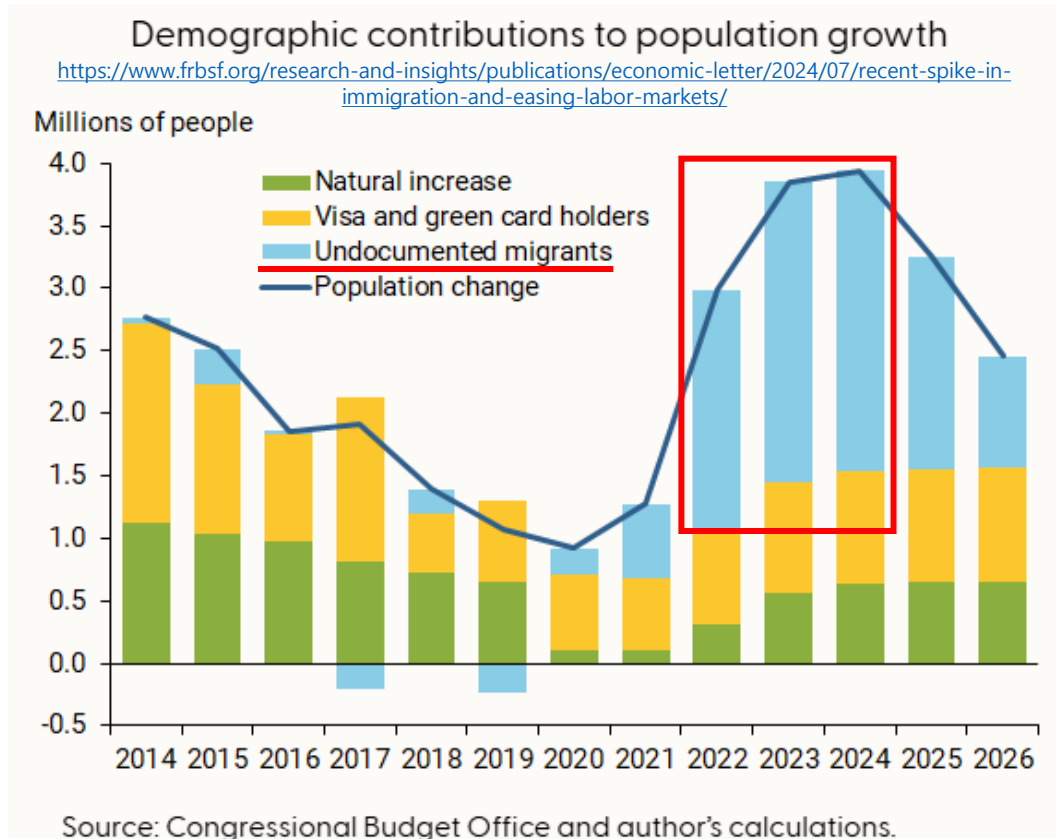
Not On Temporary Layoff가 상승하는데도 신규 실업수당청구 늘어나지 않음



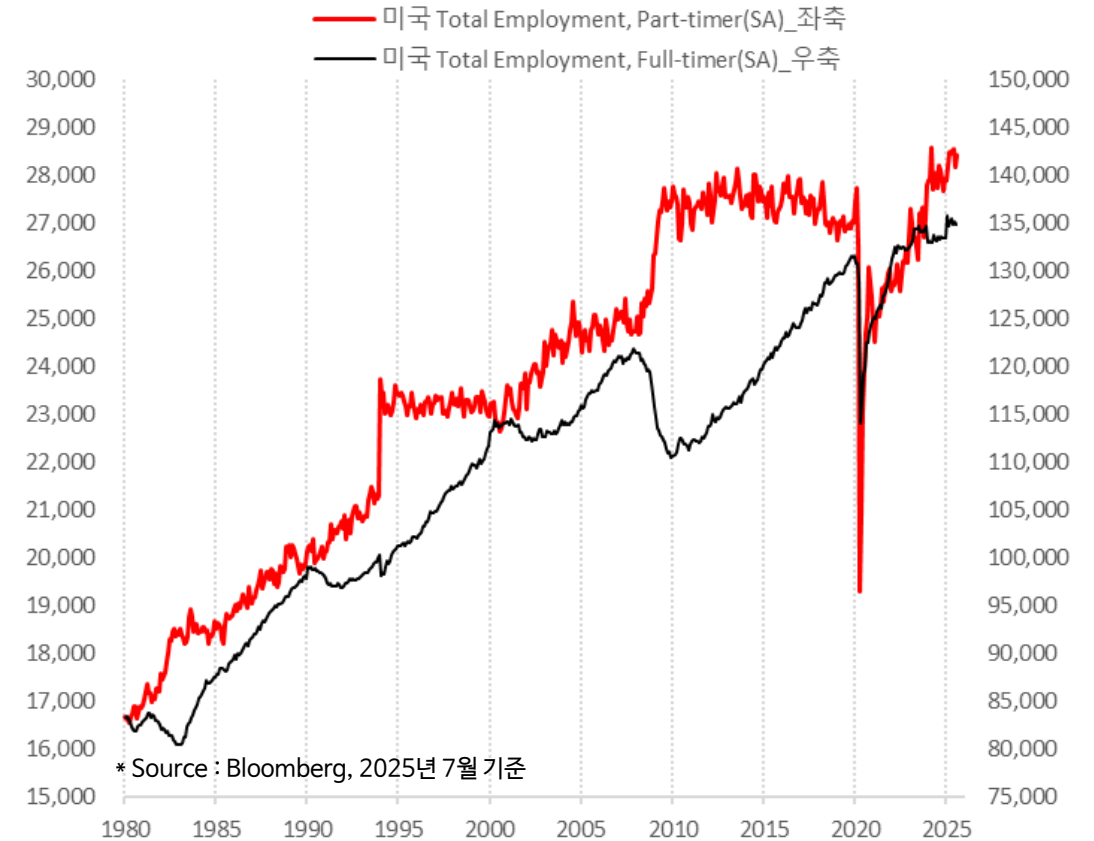
미국 실업률 상승하고, 해고자 증가되는데도… ‘신규 실업수당 청구’가 상승하지 않는 이유

- 2022년 이후 불법 이민자가 미국에 연평균 200만명 유입되어 그 중 일부가 노동시장으로 들어왔습니다. 그들은 해고되더라도 실업수당을 청구할 수 없습니다.
- 2022년 이후 미국 근로자는 Part-Timer 중심으로 확대되었습니다. 직전 12개월간 근무/소득 기록이 있어야만 실업수당을 청구할 수 있는데 Part-Timer는 1년 이상 근무 조건을 갖추지 못한 사람이 많아서 해고되더라도 실업수당을 청구하기 어렵습니다.

2022~24년 연평균 200만명 불법 이민자(Undocumented migrants) 유입



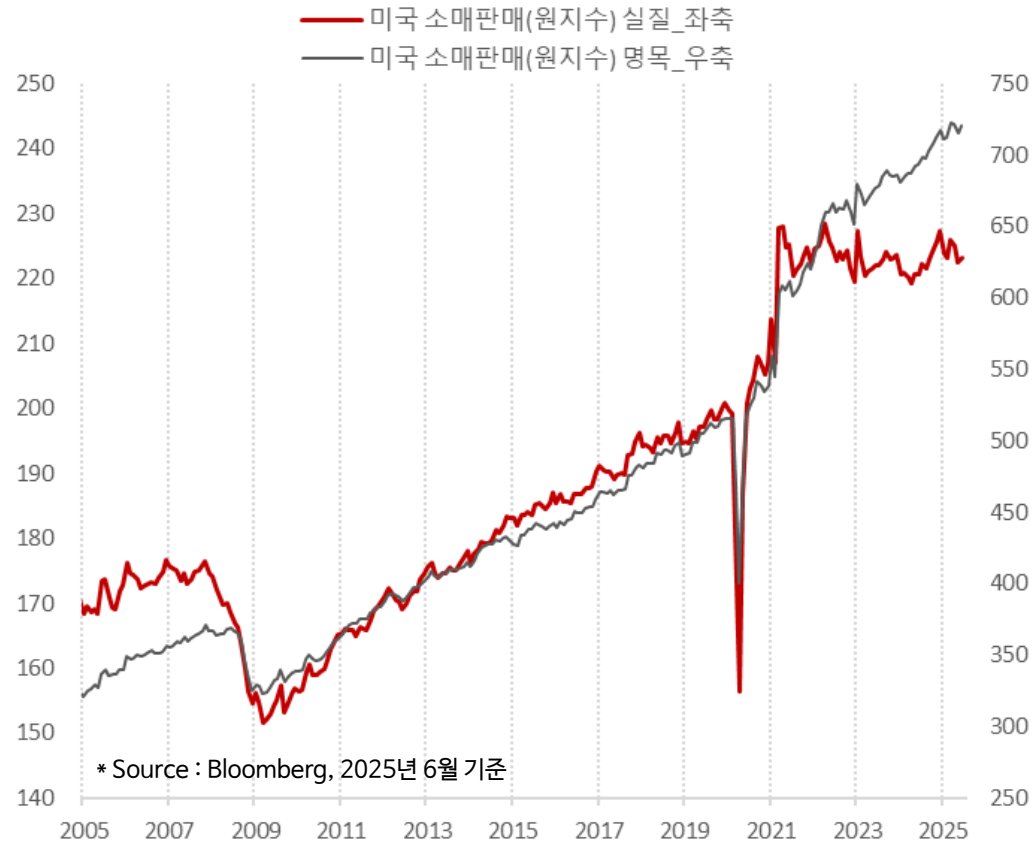
2022년 이후 미국 근로자는 Part-Timer 중심으로 상승 (Full-Timer 정체)



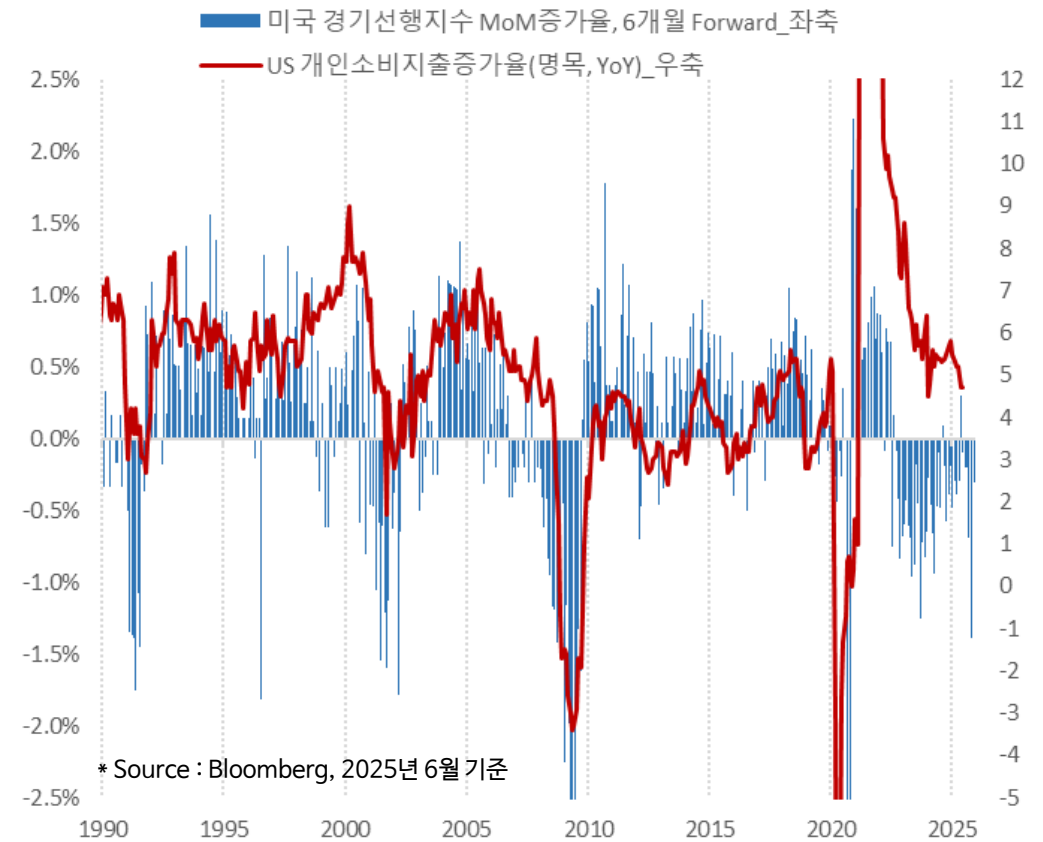
경기에 후행하는 '소비' 지표도 최근 둔화되기 시작했습니다. 향후 추가 둔화 확실히 예상됩니다.

- 물가 상승이 반영된 명목 소비 지표는 상승세지만 물가 상승이 제외된 소비지표는 오랫동안 횡보하고 있었고 올해 들어서 다시 둔화되기 시작했습니다.
- 그런데 물가 상승이 반영된 명목 소비 지표도 최근 상승세 둔화가 나타나고 있습니다. (소매판매, 개인소비지출 모두 공통)
- 소비 지표에 약 6개월 선행하는 '컨퍼런스보드 경기선행지수'로 미루어 향후 소비는 추가로 더 둔화될 가능성이 매우 높습니다.

물가 상승을 제거한 미국 실질 소매판매는 4년간 횡보 중, 올해 둔화되고 있음



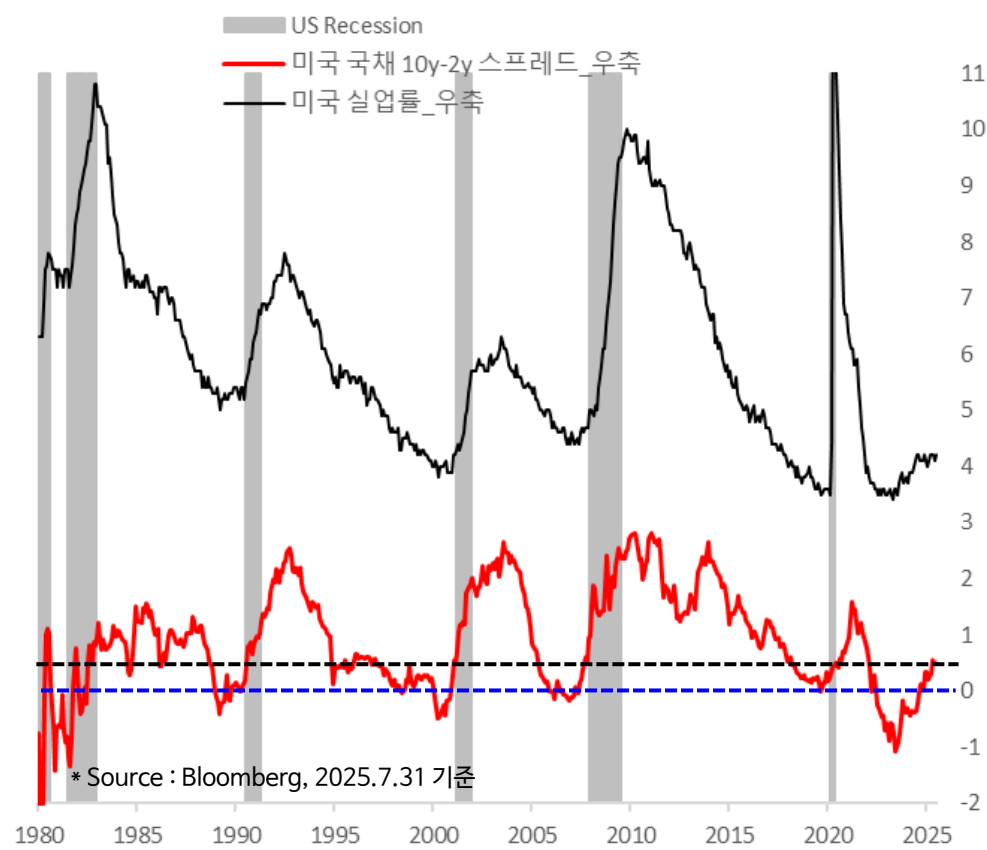
경기선행지수는 미국 개인소비지출에 약 6개월 선행, 향후 추가 소비 둔화 예고



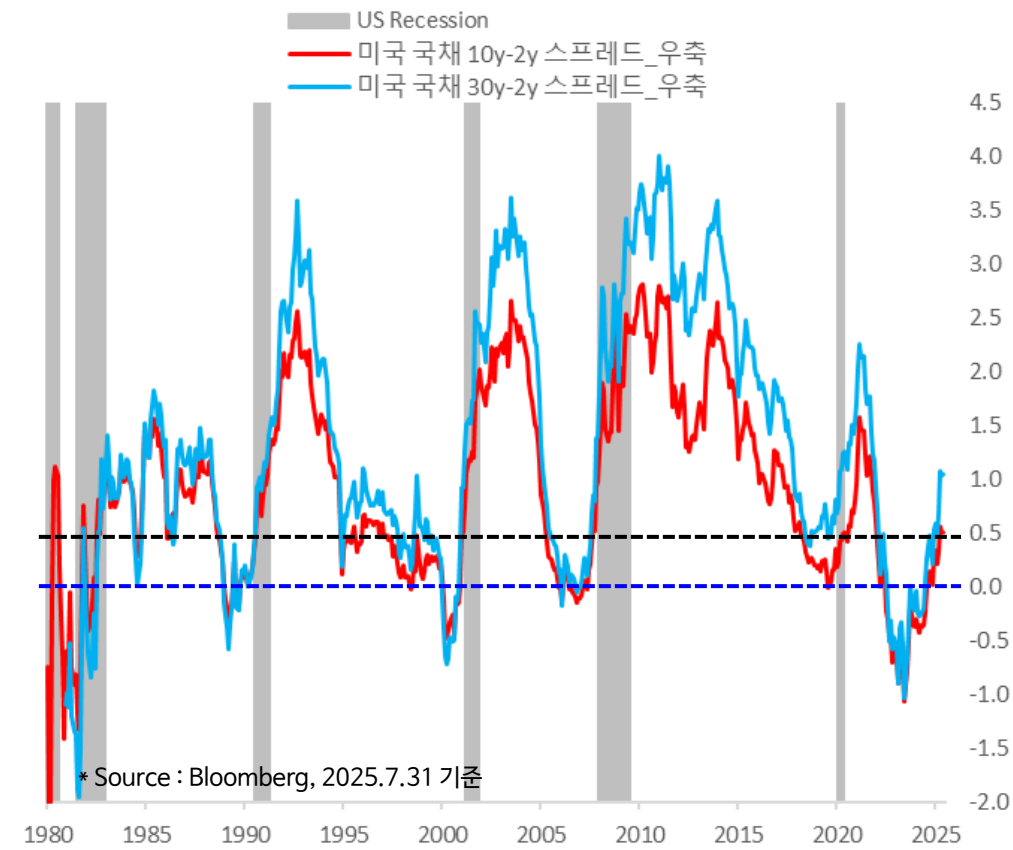
미국 경기 침체 임박했음을 알려주는 신호 (2) 장단기 국채 금리 스프레드 확대

- 과거 미국 10y-2y 국채 금리 스프레드가 마이너스 영역에서 저점 기록 후 반등하면서 미국 실업률도 상승 전환되었습니다.
- 미국 장단기 국채금리 스프레드(10y-2y)는 2024년 9월에 플러스로 전환되었고, 2025년 4월부터 +50bp에 근접해 있습니다.

미국 장단기 금리 스프레드(10y-2y, 빨간색) vs 미국 실업률(검정색)



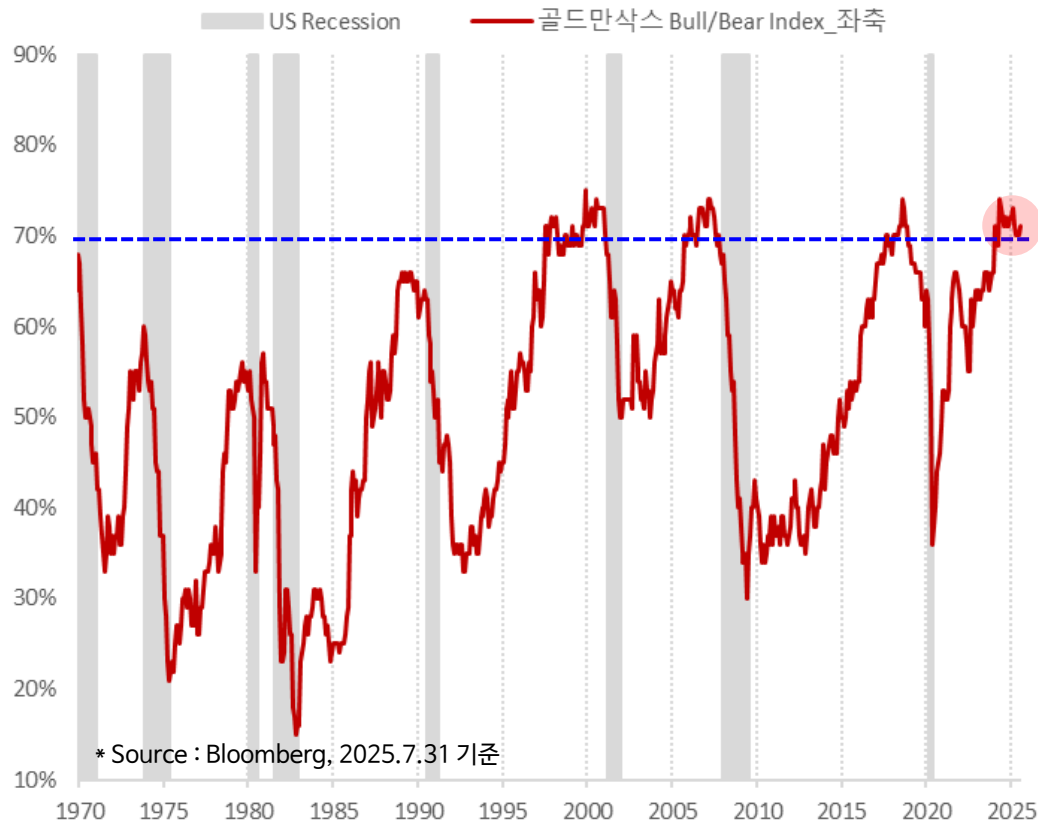
미국 30y-2y, 10y-2y 금리 스프레드 모두 +50bp 초과 확대 중



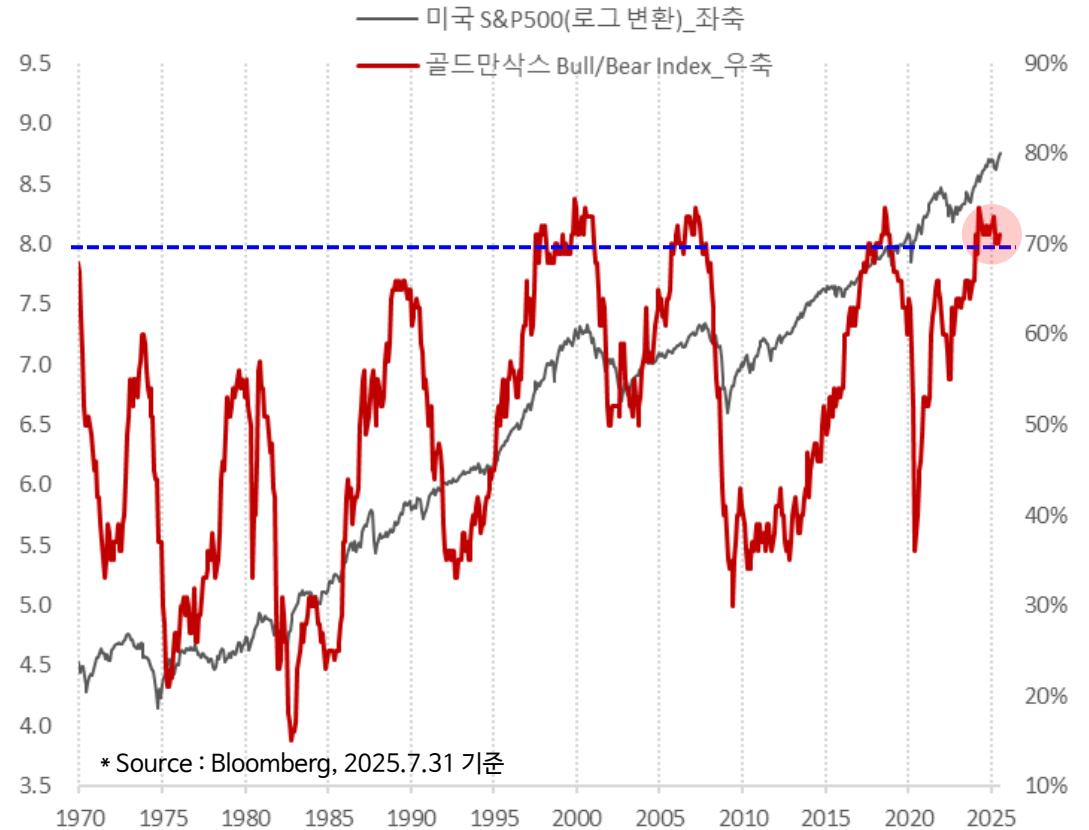
미국 경기 침체 임박했음을 알려주는 신호 (3) 골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out

- 골드만삭스 Bull/Bear Market Index는 경기 침체를 예고하는 6가지 지표(주식 밸류 평가, 수익률 곡선, 제조업 활동, 민간 부문 지출, 핵심 물가, 실업률)를 결합해서 경기 침체 가능성을 평가합니다. 해당 지표가 Peak-Out되면 경기 침체 시작되었고 미국 증시 약세 전환되었습니다. 현재 Peak-Out 진행 중입니다.

골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out 진행 중

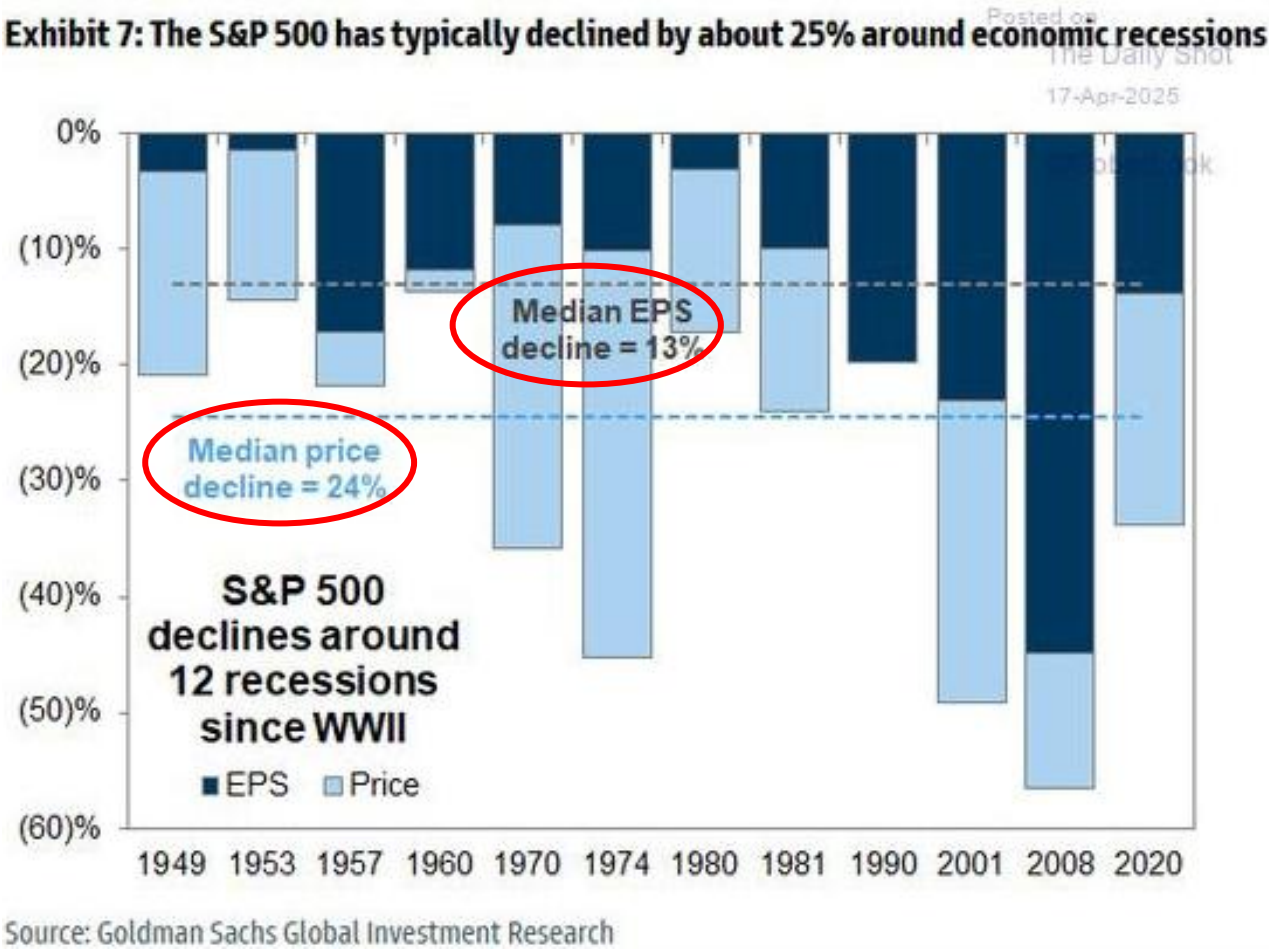
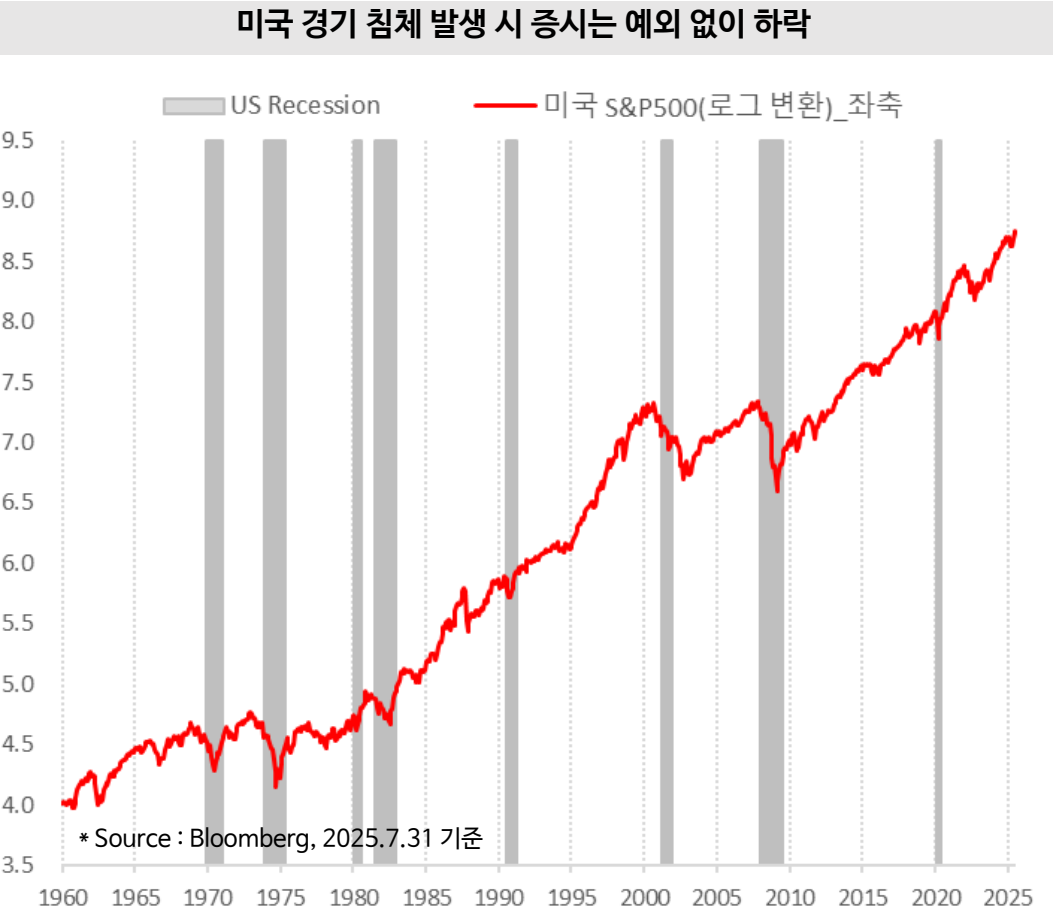


골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out되면 미국 증시 약세 전환



[참고] 2차 세계대전 이후 총 12번 미국 경기 침체 발생 : S&P500 최대 하락률 중간값 -24%

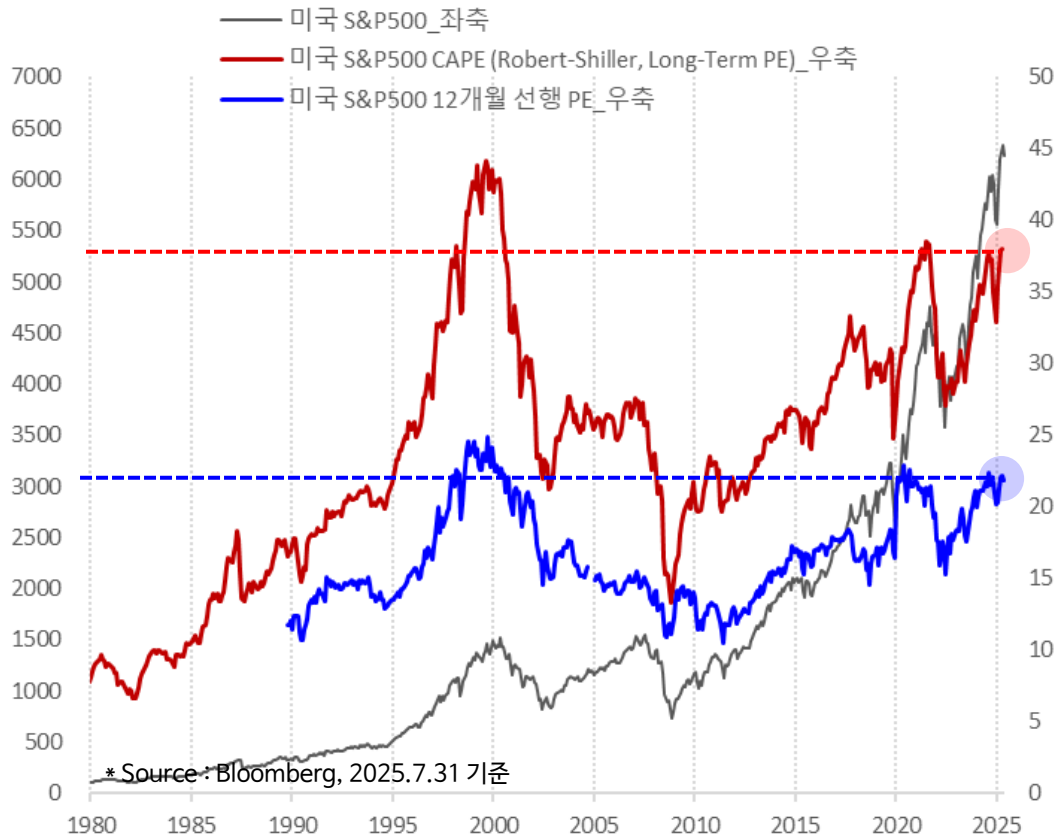
- 과거 미국 경기 침체 발생 시 미국 증시는 예외없이 하락했습니다.
- 경기 침체 발생 시 S&P500 최대 하락률의 중간값은 -24% 입니다. 즉, 경기 침체를 예상한다면 이 정도 증시 하락을 감안해야 합니다.



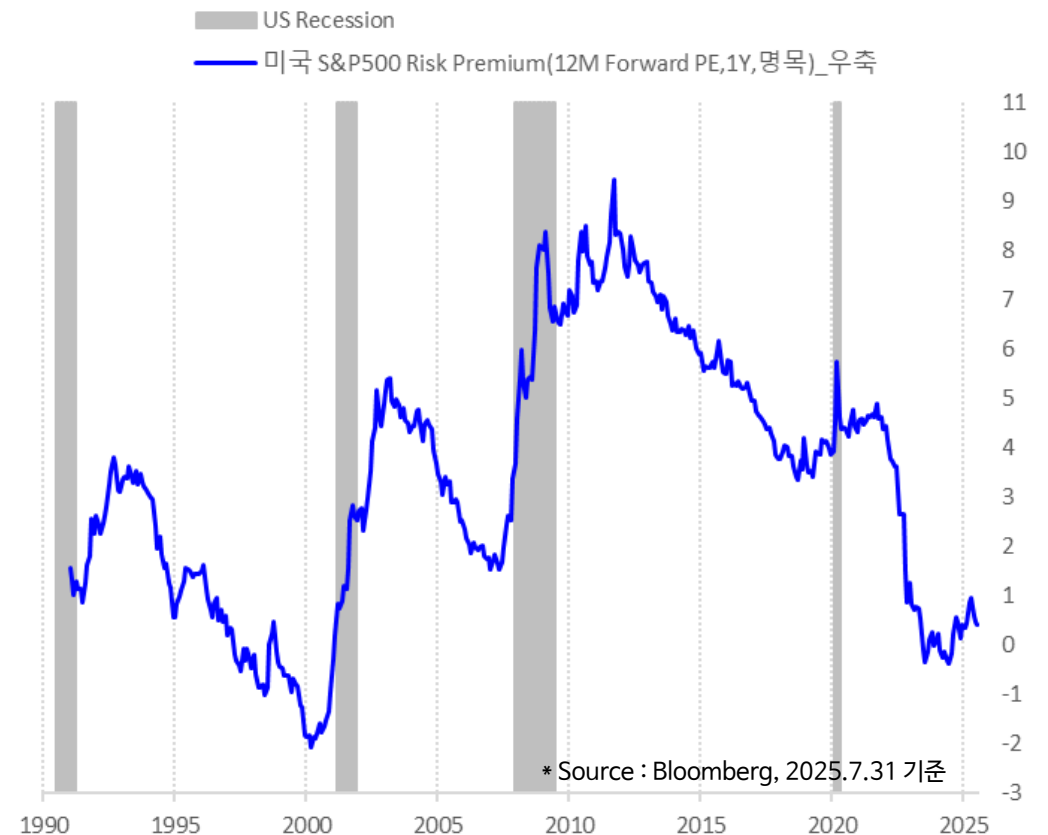
미국 증시 고평가 우려가 큼니다. 안전자산 대비 위험자산 투자 보상이 매우 작습니다.

- P/E 역수(=1 / PER)는 주식에 대한 기대수익률입니다. 주식 기대수익률에서 무위험수익률(국채금리)을 차감한 스프레드가 주식 Risk Premium입니다. (=Yield Gap)
- 2025.7.31 기준 S&P500 12개월 Forward PER 22.2 배입니다. 향후 1년 S&P500기대수익률 4.50%, 안전자산(국채 1Y) 기대수익률 4.08%, Yield Gap +0.42%p
- S&P500 Risk Premium이 Bottom-Out되면 미국 경기 침체 시작되었습니다. (2024년 7월 이후 Bottom-Out 진행 중~!)

2000년 IT 버블 시기를 제외하면 현재 미국 증시 PER 역사적 High Level



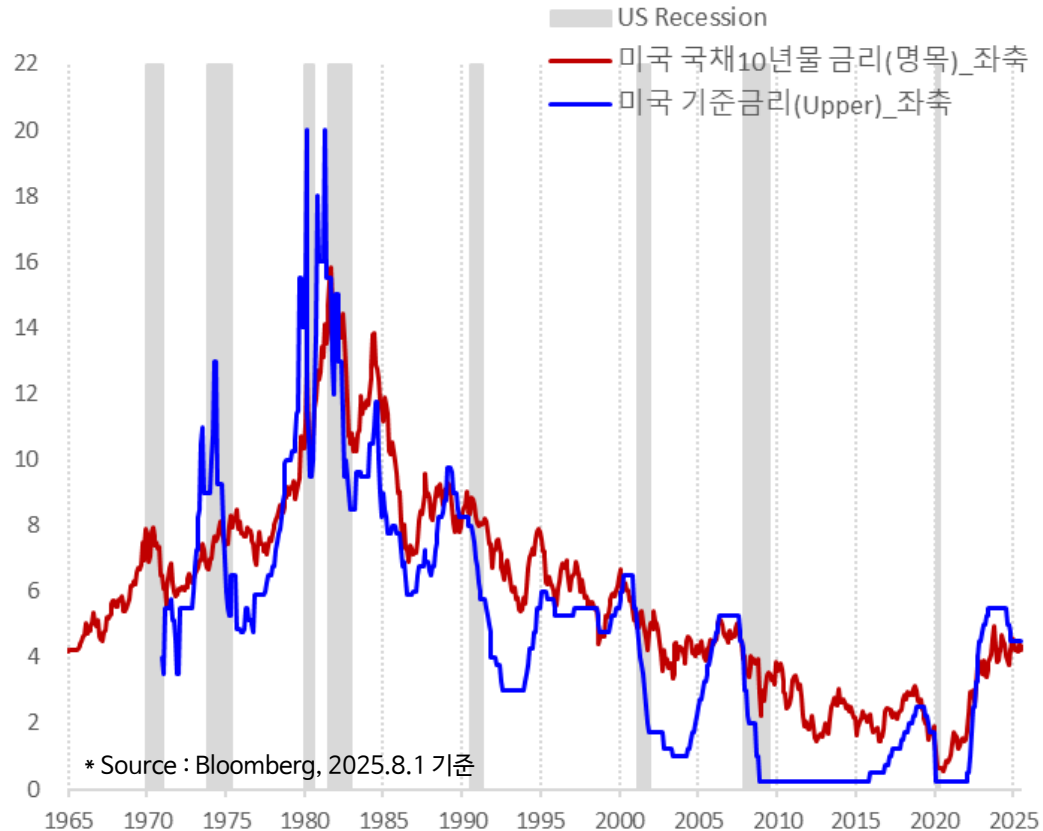
S&P500 Risk Premium(Yield Gap) 상승 전환되면서 경기 침체 시작



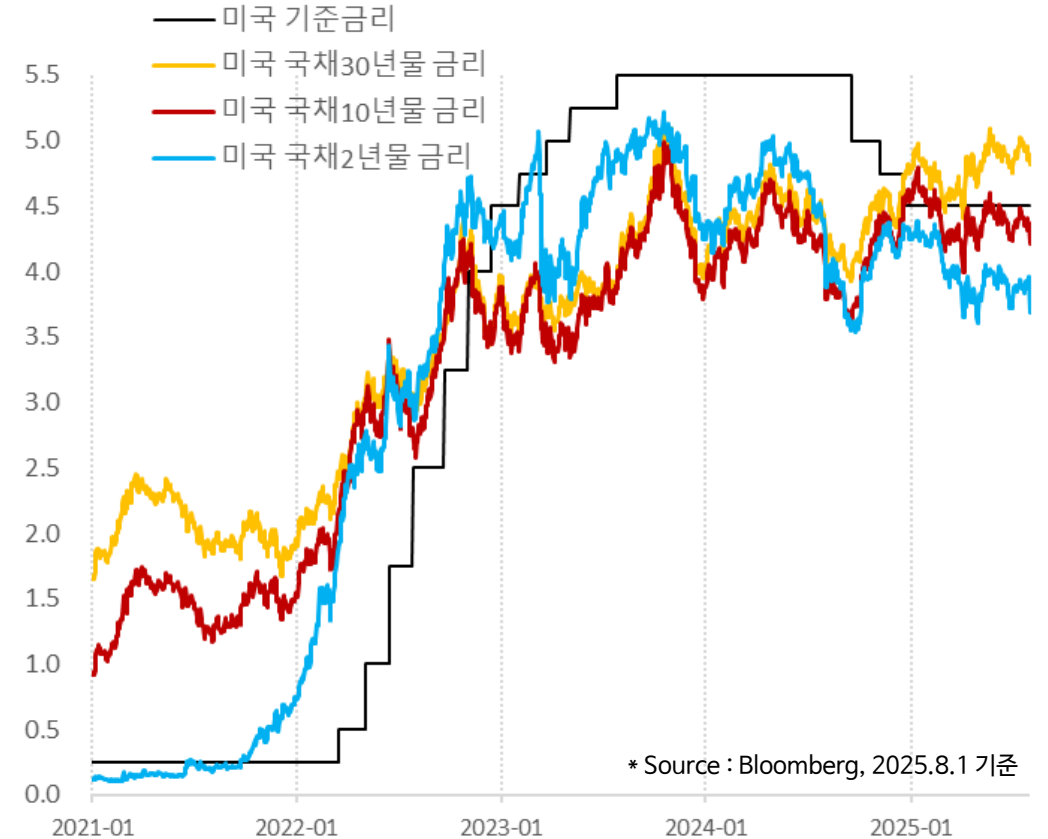
경기 침체로 기울고 있어도 미국 장기물 국채 금리는 좀처럼 하락하지 않습니다. Why?

- 2023년 하반기부터 거의 2년여동안 미국 국채 금리는 횡보하고 있습니다. (상승하는 것이 아닙니다. 하락하지 못하고 있습니다.)

경기 침체 국면에서 미국 장기물 국채 금리 하락



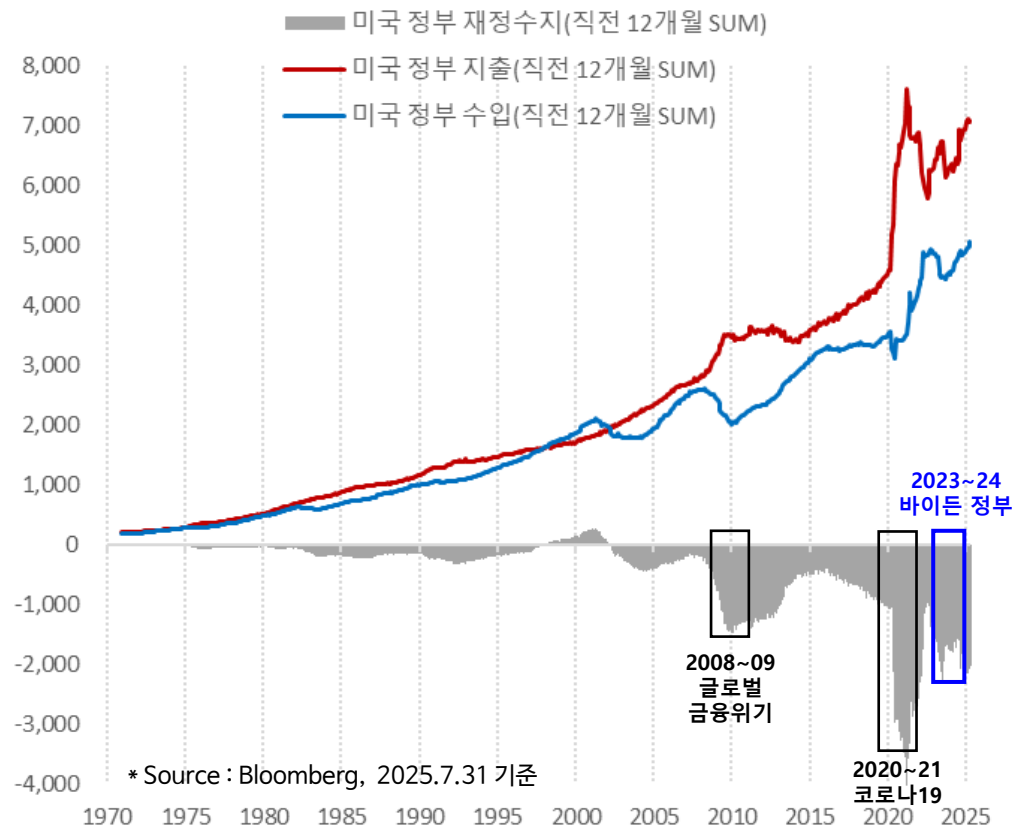
2021년 이후 미국 장기물 국채 금리는 하락하지 못하고 횡보 중



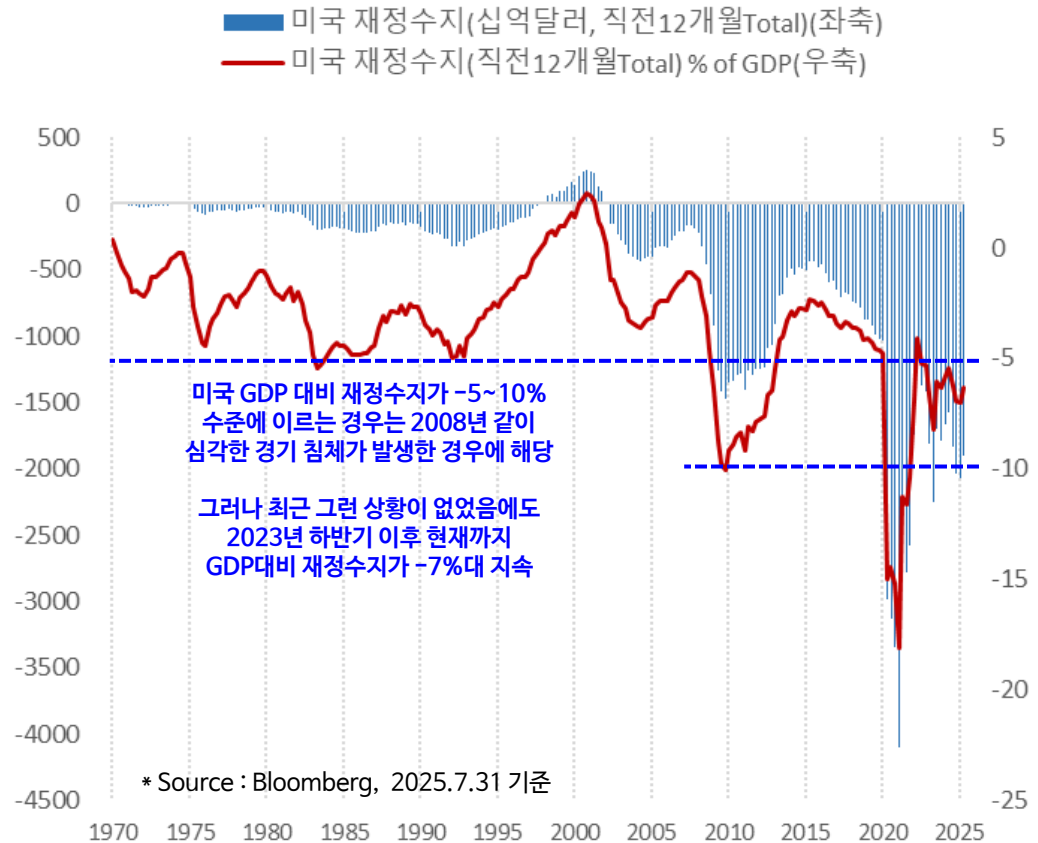
미국 정부가 대규모 재정지출(국채 발행 확대)로 경기 침체를 막고 있기 때문입니다.

- 바이든 정부는 2023년 하반기부터 정부 지출을 크게 확대해서 재정적자를 확대시켰습니다.
- 중앙은행(연준)이 긴축할 때 정부는 반대로 대규모 경기 부양을 해서 긴축 효과를 무력화시켰습니다.

경기 침체가 아닌데도 2023년부터 미국 재정적자 확대 중



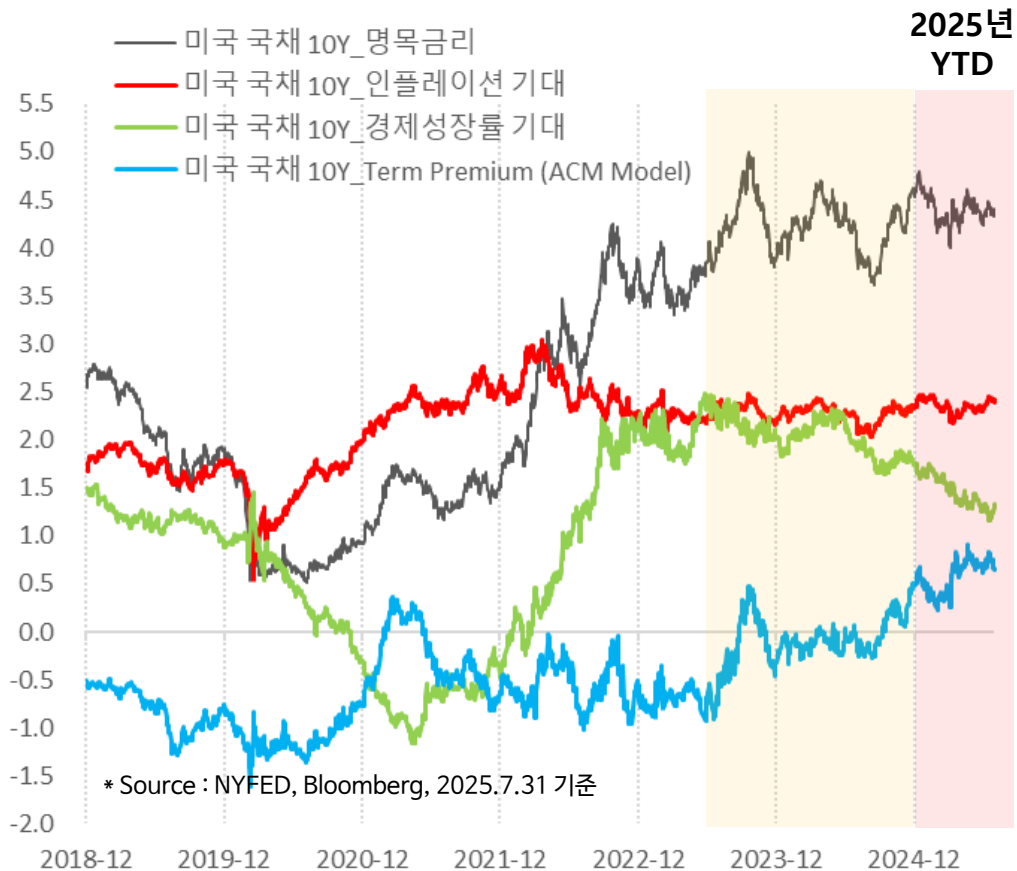
2023년부터 미국 정부는 역대급 “적자” 재정정책을 펼치고 있음



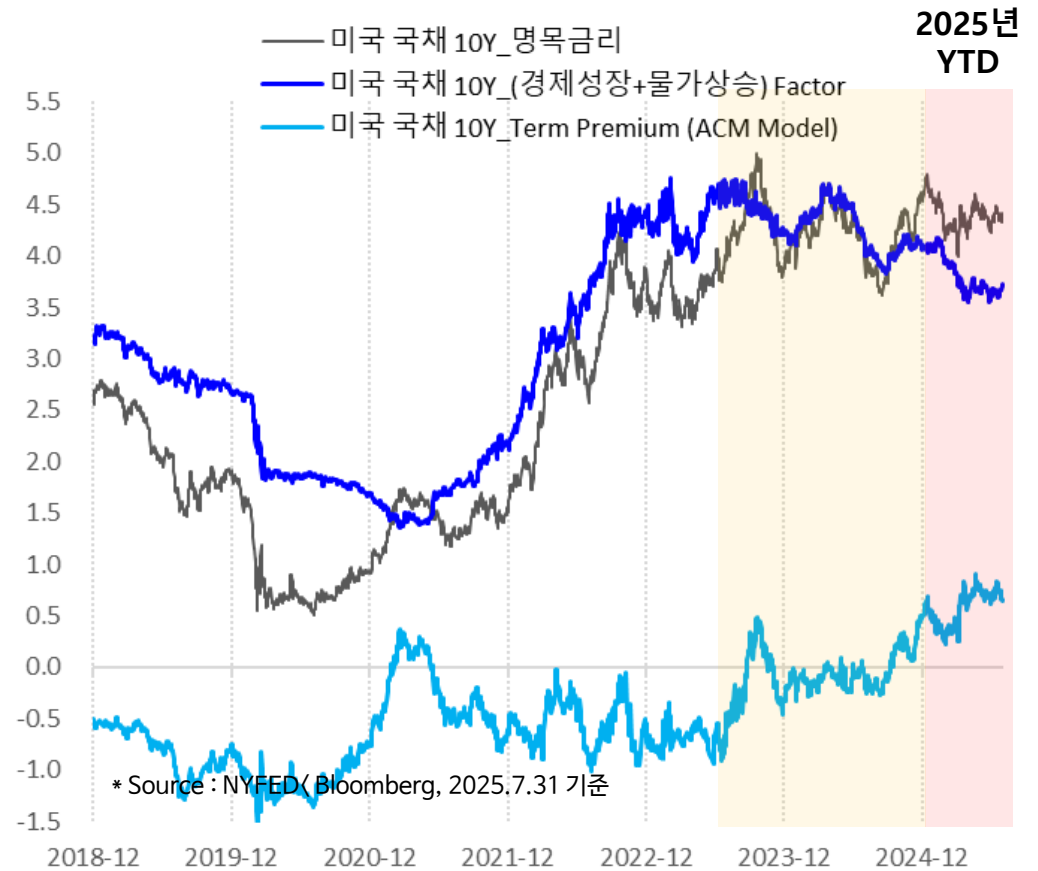
국가 부채 및 이자 비용 확대로 인한 Term Premium 상승이 장기물 국채 금리 하락을 막고 있습니다.

- 장기물 국채 금리는 (1) 경제 성장 기대, (2) 물가 상승 기대, (3) 기타 리스크(Term Premium, 채무자 정성적 리스크) 3가지 요인으로 분해됩니다.
- 정부가 경기 부양을 위해 재정지출을 크게 늘리면 재정적자 확대, 이자비용 확대, 국가 부채 증가 등으로 채무자 리스크가 커집니다. 즉, 'Term Premium'이 상승합니다.

23년 하반기부터 Term Premium 본격 상승



23년 하반기 이후 Term Premium 상승하지만 경제 펀더멘탈 요인은 하락 중

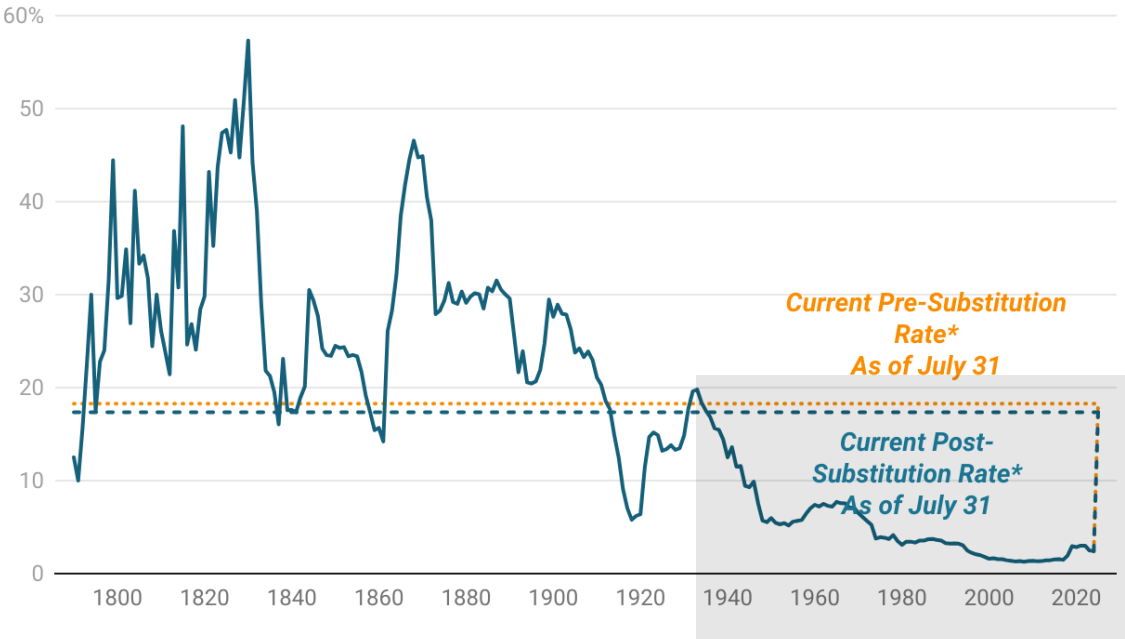


트럼프 정부는 미국 재정적자를 ‘관세(Tariff)’로 메꾸려 합니다. → Term Premium 축소 요인

2025.7.31 기준 미국 실효관세율 = 18.3%
(1934년 이후 최고 수준)

Figure 2. U.S. Average Effective Tariff Rate Since 1790

Customs duty revenue as a percent of goods imports



* Incorporates US-Vietnam framework and July 7 announcements.

Chart: The Budget Lab • Source: Historical Statistics of the United States Ea424-434, Monthly Treasury Statement, Bureau of Economic Analysis, The Budget Lab analysis. • Created with Datawrapper

25년 미국 관세 수입 크게 증가 예상
(올해 상반기 1,080억 달러 → 1년 전체 3,000억달러 이상)

U.S. Tariff Revenue Surges Amid Trump's Trade War

U.S. government receipts from customs duties and fees



* Data for FY2025 data through June 30. Fiscal year ends September 30.

Sources: U.S. Department of the Treasury

트럼프 정부는 미국 재정적자를 ‘관세(Tariff)’로 메꾸려 합니다. → Term Premium 축소 요인

- 트럼프 정부의 관세 정책은 2025년 4월부터 시작되었습니다. 4~6월 3개월 동안 중국에는 30~40% 관세가 적용되었고 나머지 국가들은 기본관세 10%가 적용되었습니다.
- 2025년 2분기(4~6월) 미국 재정수지는 -300억달러로 2024년 2분기 -2084억달러, 2023년 2분기 -2919억달러보다 확연하게 축소되었습니다.

**美재무 “올해 미국 관세 수입 3,000억 달러 넘을 듯”
(2025.7.9 뉴시스)**

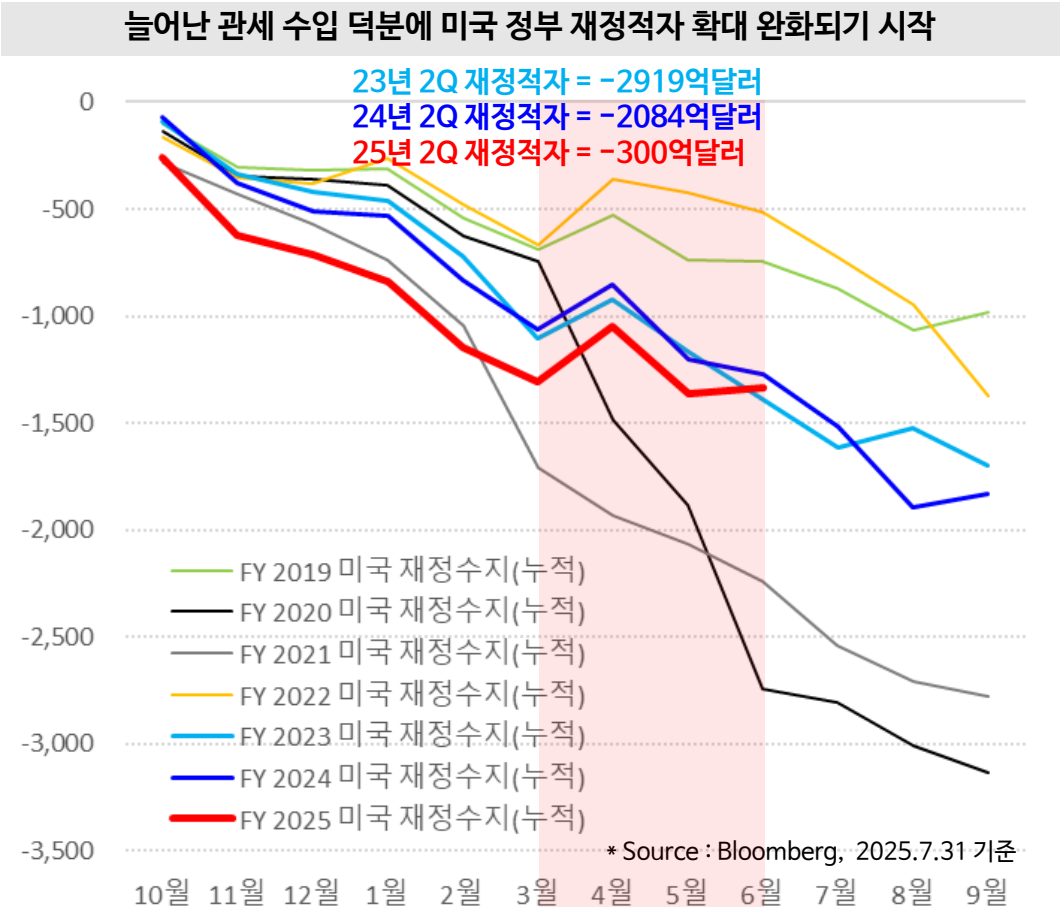
스콧 베선트 미국 재무장관은 8일(현지 시간) 미국이 현재까지 관세로 1000억 달러(약 137조원) 수입을 올렸고, 올해 말까지 수입액이 3000억 달러(약 413조원)를 넘을 것으로 전망된다고 밝혔다.

베선트 장관은 관세 수입은 트럼프 대통령이 모든 수입품에 10% 보편 관세를 부과하고 철강과 알루미늄 및 자동차에 대한 관세를 부과한 올 2분기 이후 본격화했다고 전했다.

이와 관련 미 재무부 대변인은 목표치 3000억 달러는 오는 9월30일 종료되는 2025 회계연도가 아닌 올해 12월 31일을 의미한다고 설명했다.

베선트 장관은 미 의회예산국(CBO)은 미국 관세 수입이 향후 10년간 약 2조8000억 달러에 이를 것으로 추정했다며 “이는 우리가 예상한 액수보다 낮다”고 했다.

재무부는 지난 5월 한달 관세 수입은 228억 달러로 전년 동기 62억 달러에서 4배 가까이 증가했다고 밝혔다. 이로써 2025 회계연도 첫 8개월간 관세 징수액은 861억 달러, 올해 첫 5개월간 관세 징수액은 634억 달러로 집계됐다.



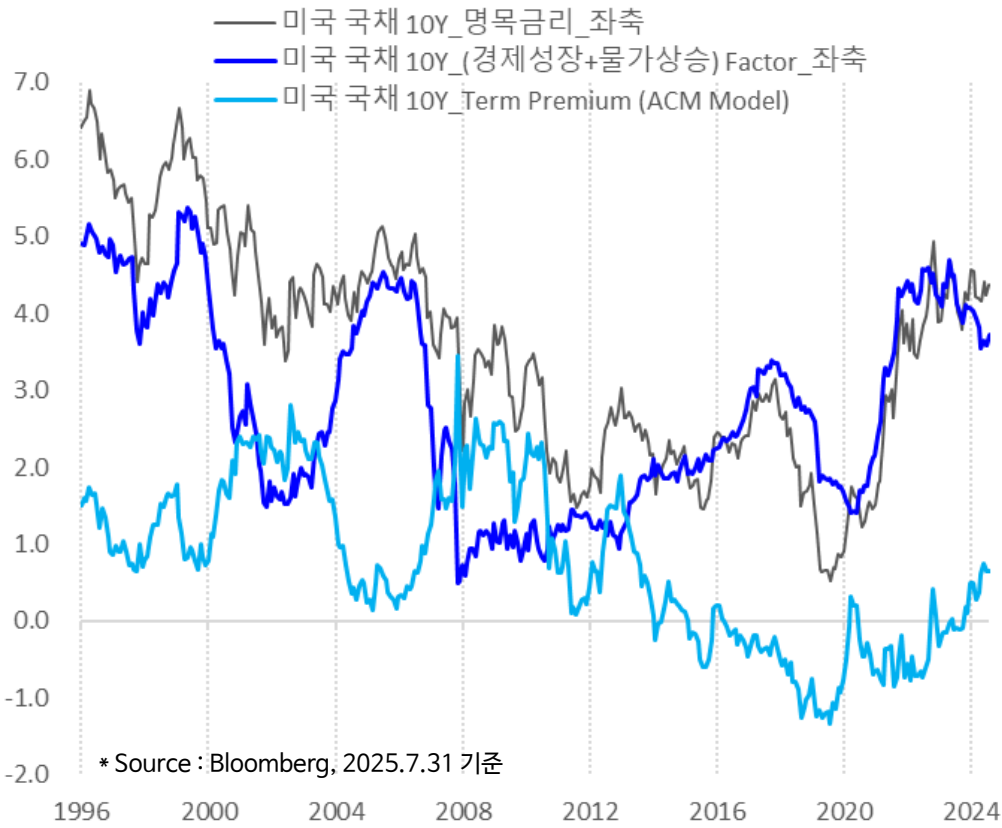
경기 하강 압력이 커졌으므로 Term Premium 축소되면 미국 장기물 국채 금리 본격 하락 예상됩니다.

- 경제 펀더멘탈 Factor(경제성장+물가상승)는 금리 하락 쪽으로 계속 기울고 있습니다. 그런데 Term Premium이 상승해서 금리 하락 압력을 상쇄시키고 있습니다.
- 따라서 Term Premium이 하락 전환된다면 본격적으로 미국 장기물 국채 금리가 하락할 가능성이 높습니다.

경제 펀더멘탈 요인(경제성장 + 물가상승)은 금리 하락 압력을 높이는 중



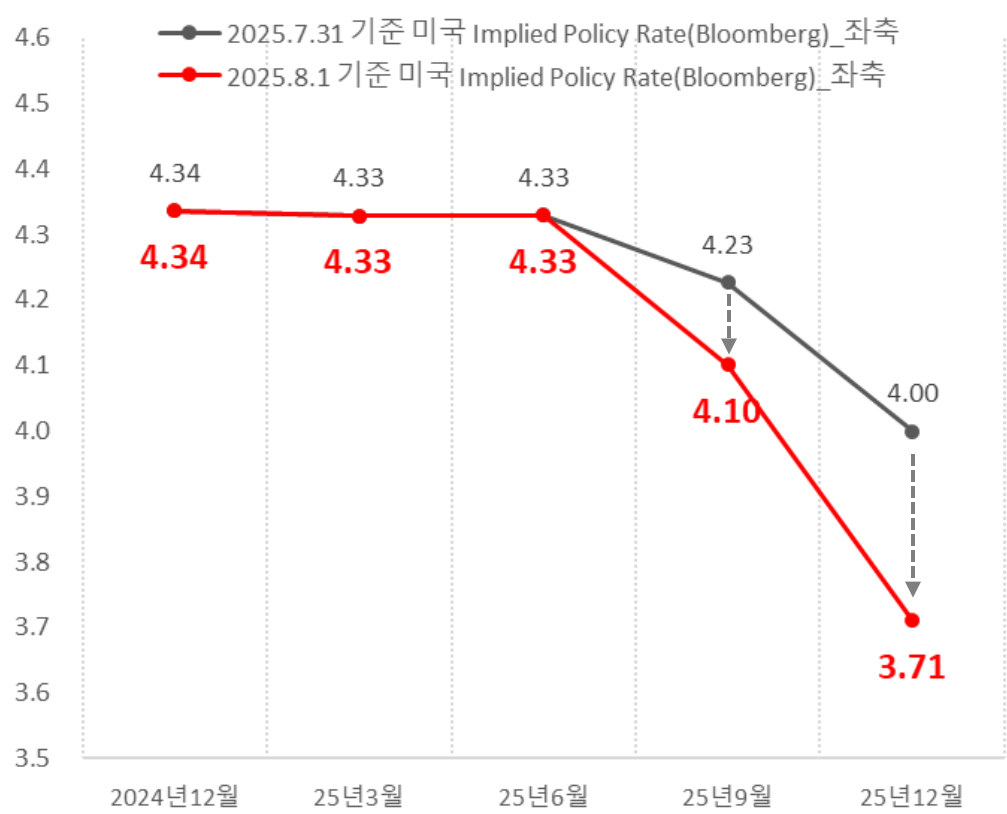
Term Premium 하락 전환되면 미국 10Y 금리 본격 하락 예상



7월 고용보고서 발표 이후 미국 기준금리 인하 전망, 올해 2회에서 3회로 확대되었습니다.

- 25년 9월 FOMC회의에서 기준금리 50bp(Big Cut) 인하될 것으로 예상됩니다.

7월 고용보고서 발표 후, 올해말 기준금리 예상 4.00% → 3.71%(3번 인하)



미국 국채 금리 변화

2025년 08월 01일 기준

구분	현재금리 (%)	당일 변화 (%p)	4/2 상호관세 발표이후(%p)	트럼프당선 이후(%p)
미국 기준금리	4.500	0.000	0.000	0.000
미국 3M	4.280	-0.061	-0.025	-0.043
미국 6M	4.111	-0.164	-0.114	-0.110
미국 1Y	3.870	-0.230	-0.170	-0.130
미국 2Y	3.684	-0.274	-0.179	-0.095
미국 5Y	3.758	-0.215	-0.128	-0.106
미국 10Y	4.218	-0.158	0.085	-0.053
미국 30Y	4.824	-0.077	0.321	0.053

7월 고용보고서 발표 이후 미국 국채 금리 급락
2년물 국채 금리는 하루만에 -23 bp 하락

7월 고용보고서 발표 이후 미국 국채 금리 급락하면서 달러가 급격히 약해졌습니다.

- 경기 침체 우려가 커질 수록 미국 국채 금리 하락하면서 달러는 추가 약세될 것으로 예상됩니다.
- 단, 미국 경기가 Hard-Landing 되지 않아야 달러 약세입니다. 미국 정부는 확장적 재정지출을 지속할 것이므로 급격한 Hard-Landing 가능성은 크지 않다고 판단됩니다.

미국 국채 금리 변화

구분	현재금리 (%)	당일 변화 (%p)
미국 기준금리	4.500	0.000
미국 3M	4.280	-0.061
미국 6M	4.111	-0.164
미국 1Y	3.870	-0.230
미국 2Y	3.684	-0.274
미국 5Y	3.758	-0.215
미국 10Y	4.218	-0.158
미국 30Y	4.824	-0.077

* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

7월 고용보고서 발표 이후
미국 국채 금리 급락

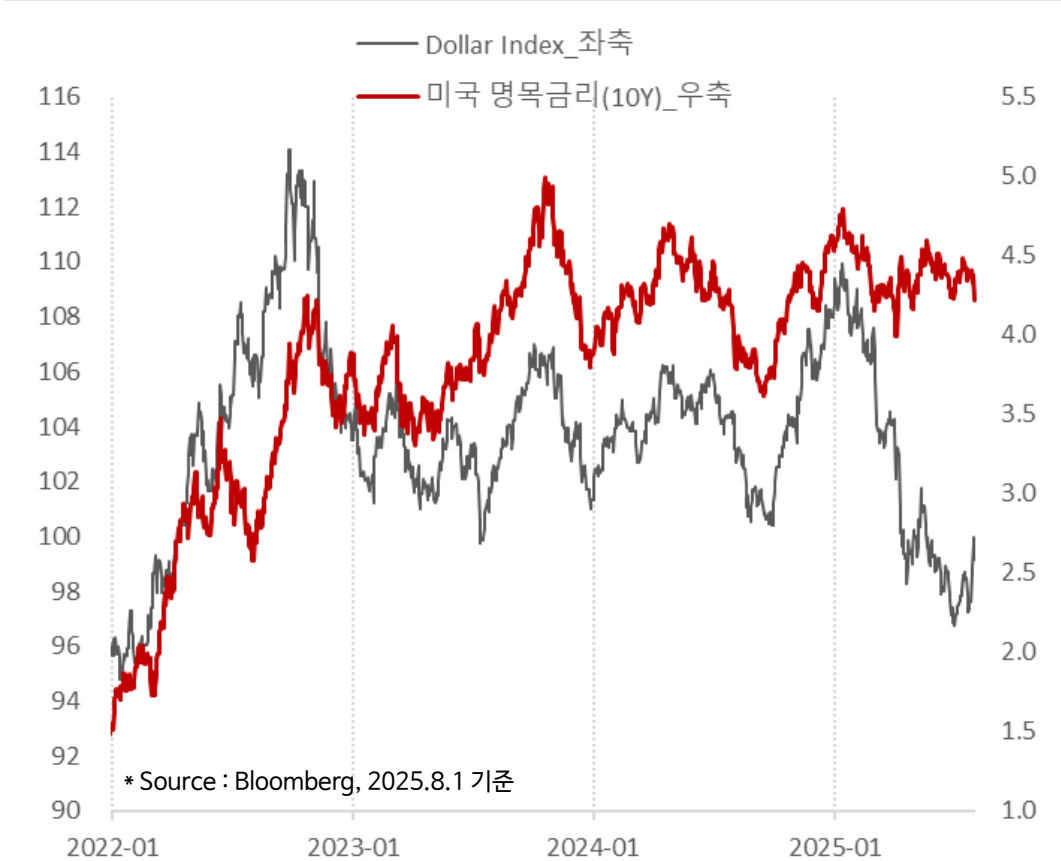
Global Currency

구분	국가	현재값	1D
선진국	미국 Dollar Index	99.141	-0.83%
	유럽미국 EURUSD	1.159	1.51%
	영국미국 GBPUSD	1.328	0.55%
	호주미국 AUDUSD	0.647	0.76%
	미국일본 USDJPY	147.400	-2.22%
신흥국	미국한국 USDKRW	1389.300	-0.29%
	일본한국 JPYKRW	9.426	1.97%
	브라질한국 BRLKRW	250.743	0.75%
	미국중국 USDCNY(역내)	7.193	-0.09%
	미국중국 USDCNH(역외)	7.194	-0.21%
	미국대만 USDTWD	29.973	0.31%
	미국인도 USDINR	87.545	-0.06%
	미국브라질 USDBRL	5.542	-1.04%
	미국멕시코 USDMXN	18.860	-0.09%
	미국러시아 USDRUB	79.714	-1.03%

* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

7월 고용보고서 발표 이후 달러 초약세
특히, 엔화가 가장 강했음
USDJPY 환율 -2.22% 급락

미국 국채 금리 하락하면 달러 약세 전개



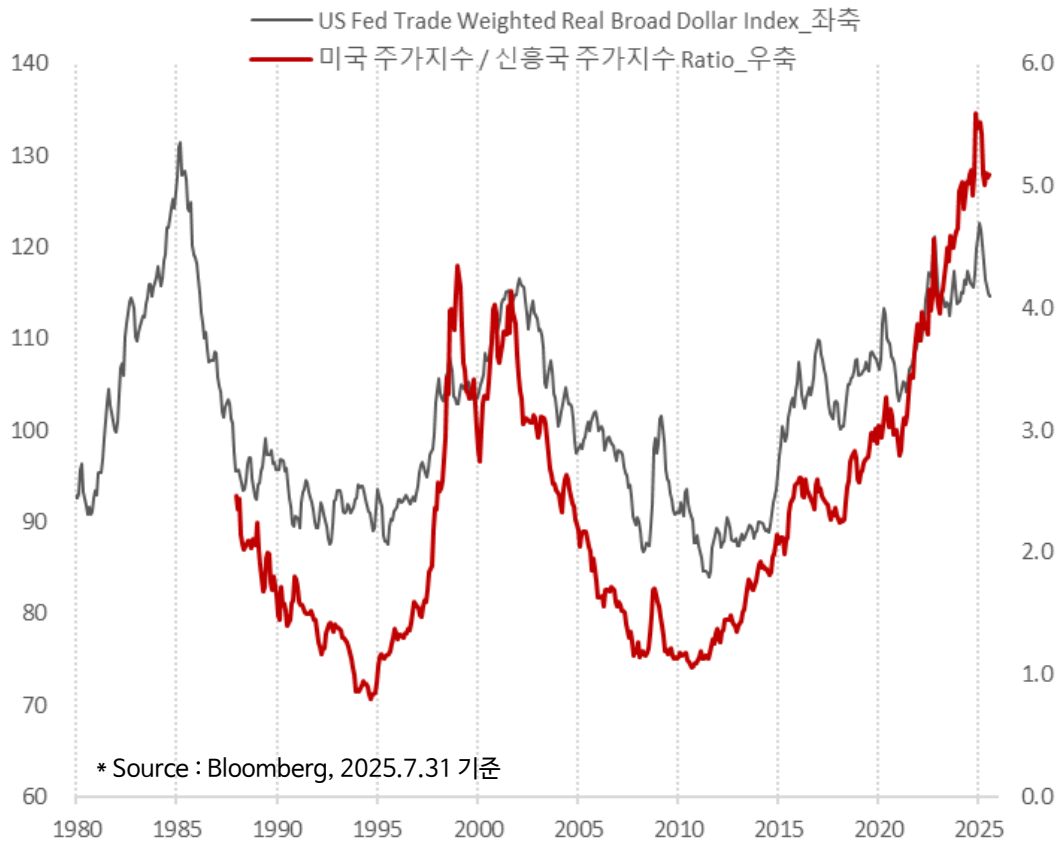
US 증시 대비 Non-US(특히, 신흥국) 증시 상대우위는 ‘달러 약세’ 요인입니다.

- 달러의 방향은 US(미국)와 Non-US(미국을 제외한 전세계) 상대비교를 통해 결정됩니다.
- US 증시보다 Non-US 증시가 더 강하다면 글로벌 자금은 US를 빠져나와서 Non-US에 들어가므로 자연스럽게 달러화 약세가 유발됩니다. 그 반대도 마찬가지.

2025년부터 US 증시보다 Non-US 증시가 더 강함



미국 증시보다 신흥국 증시가 더 강할 때 달러 약세 전개



실질실효환율로 보면 USD는 지난 15년간 초강세였습니다. 미국은 달러 강세 불만이 많습니다.

실질 실효환율(Real Effective Exchange Rate, REER)은 한 국가의 통화가 다른 여러 교역 상대국의 통화 대비 얼마나 실질적으로 강한지를 나타내는 지표입니다. 단순한 명목 환율과 달리, 실질 실효환율은 물가 수준을 고려하여 조정된 환율을 반영합니다.

실질 실효환율의 계산 방식

실질 실효환율은 무역 가중 평균을 기반으로 계산됩니다. 즉, 특정 국가의 통화가 주요 교역국의 통화 대비 얼마나 강한지를 측정하며, 각 국가의 소비자 물가 지수(CPI)를 반영하여 조정됩니다. 이를 통해 단순한 환율 변동이 아니라 실질적인 구매력을 평가할 수 있습니다.

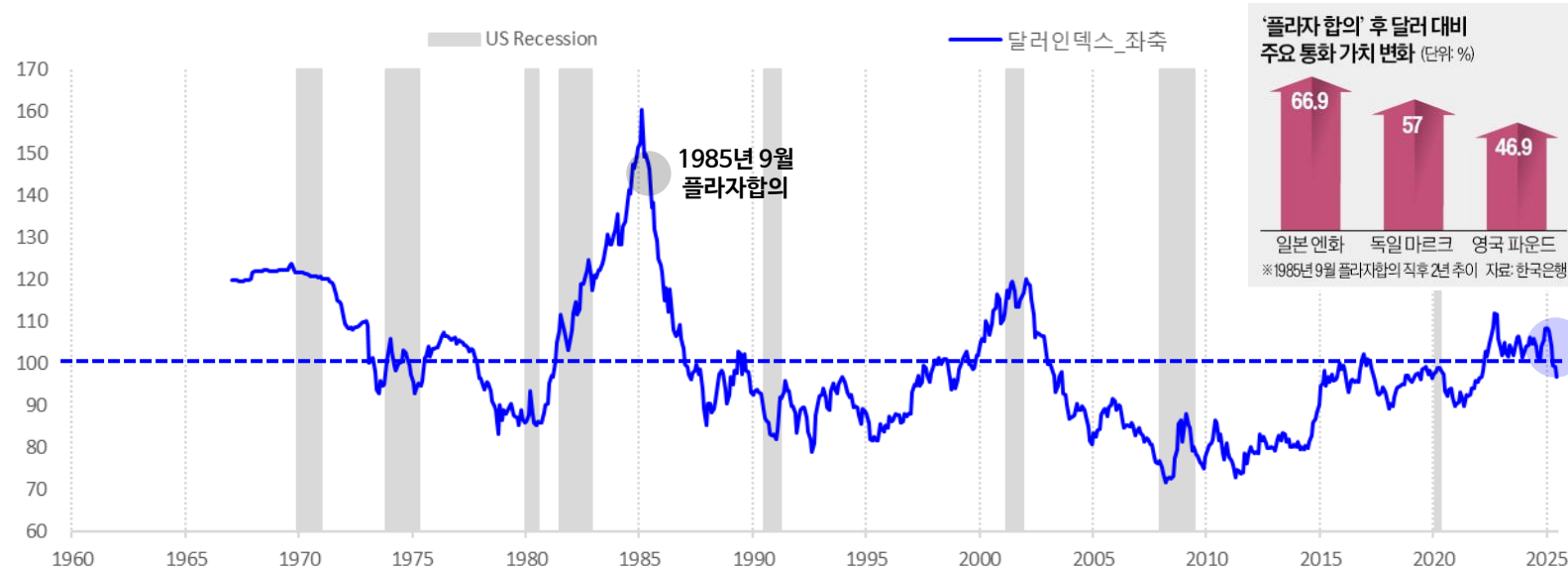
실질 실효환율의 의미

- 100을 기준으로, 값이 100보다 높으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 강세를 보이고 있다는 의미입니다.

- 반대로 100보다 낮으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 약세를 보이고 있다는 뜻입니다.

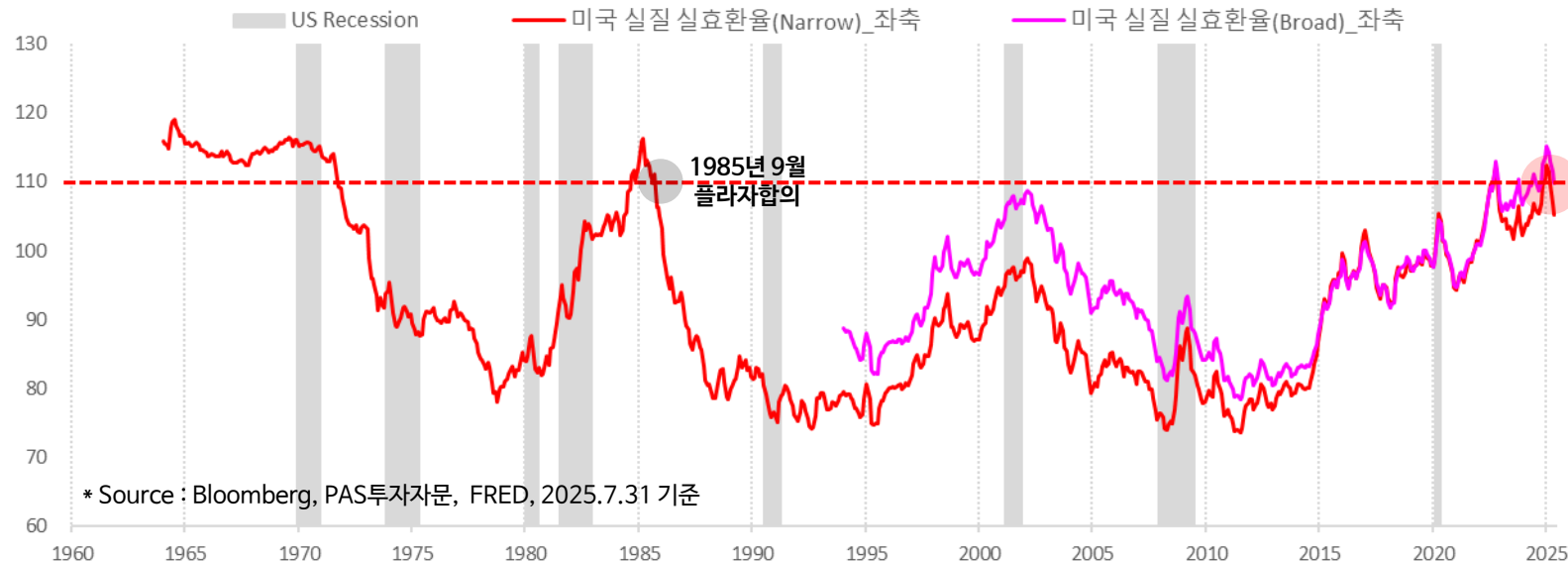
- 실질 실효환율이 상승하면 수출 경쟁력이 낮아질 가능성이 높고, 반대로 하락하면 수출 경쟁력이 높아질 수 있습니다.

※ Source : Copilot (MS AI)



명목 기준
달러인덱스로 보면

현재 달러는
1985년 9월
플라자 합의 시점보다
현저히 낮은
수준이지만...



* Source : Bloomberg, PAS투자자문, FRED, 2025.7.31 기준

물가상승 조정한
실질 실효환율
기준으로 보면

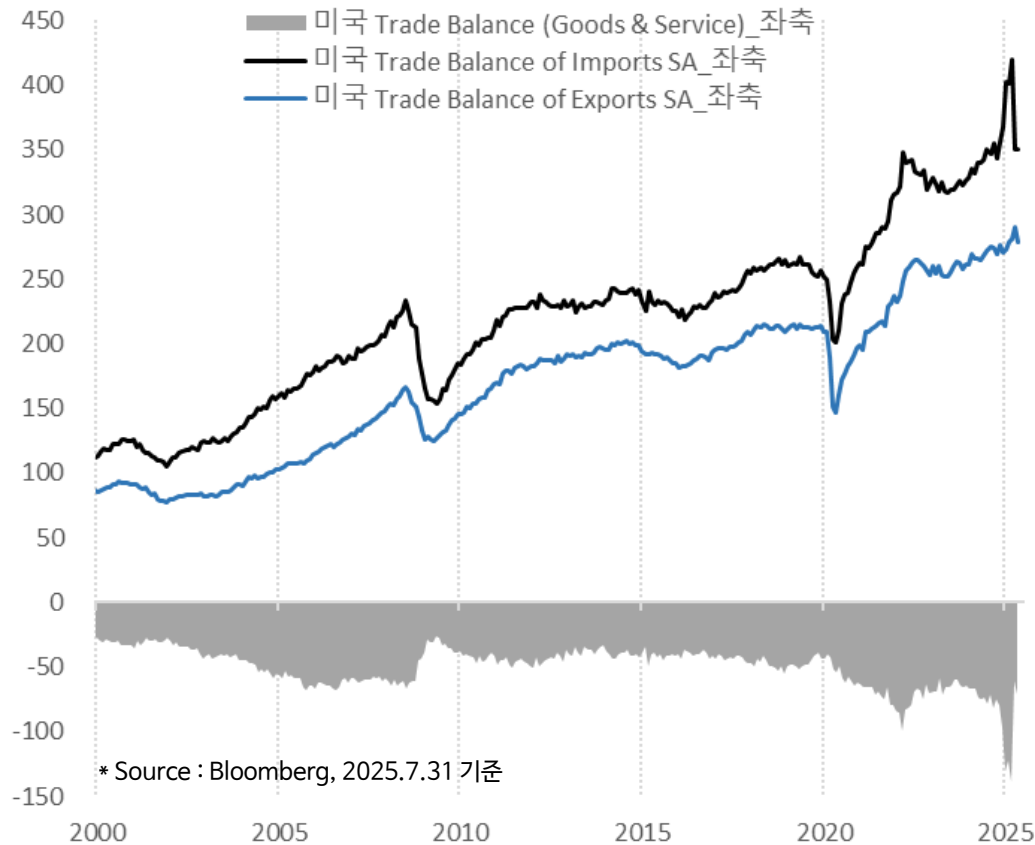
현재 달러는
1985년 9월
플라자 합의 시점과
비슷한 수준에
놓여 있습니다.

즉, 달러 초강세입니다.

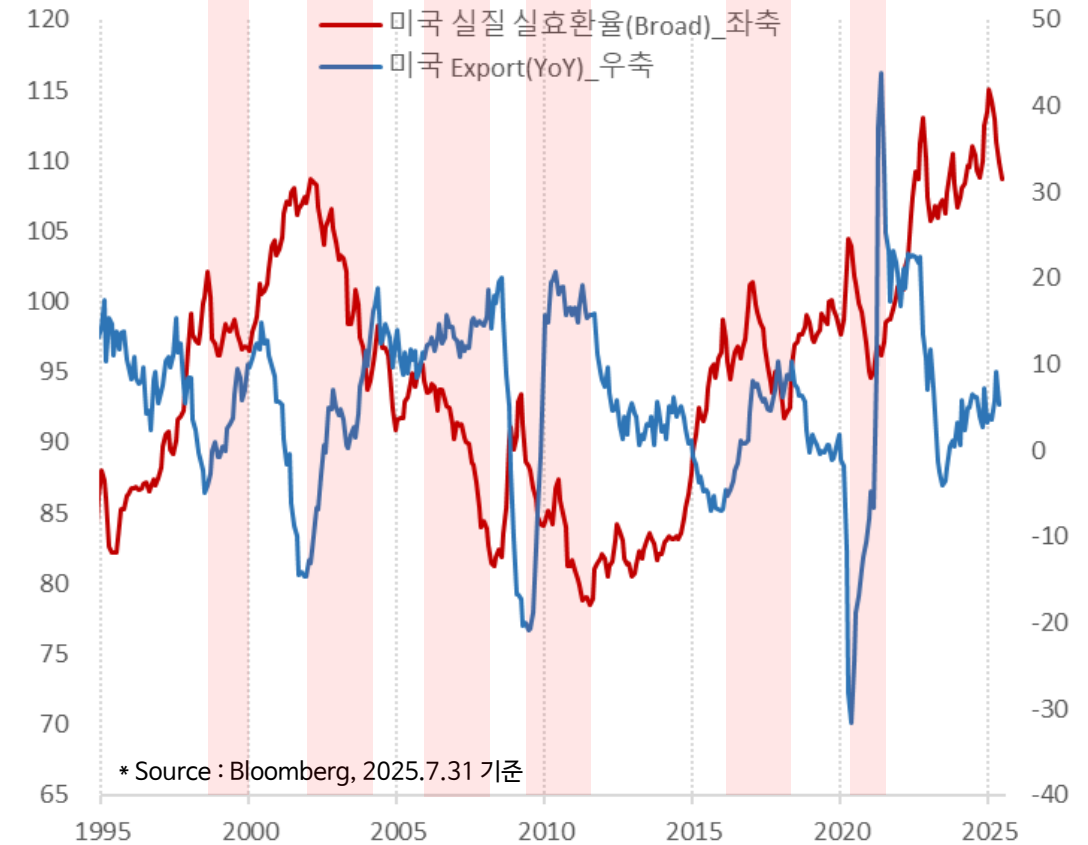
자국 통화 강세는 수출에 불리한 환경입니다. 수출 개선을 위해 미국은 [달러 약세]를 원합니다.

- 수출 경기를 부양하려면 자국 통화를 절하시켜야 하고, 내수 경기를 부양하려면 자국 통화를 절상시켜야 합니다.
- 미국은 내수는 매우 강한데 수출은 반대로 매우 부진합니다. 그래서 미국은 수출 경쟁력 확대를 위해 자국 통화(USD) 약세를 유도할 것으로 예상됩니다.

미국 무역수지, 2018년부터 중국에 관세를 부과했어도 적자는 오히려 확대



달러 약세 국면에서 미국 수출증가율(YoY) 확대되는 패턴 뚜렷



‘USD 약세 + 미국 장기물 국채 금리 하락’ 조합은 엔화 강세(USDJPY환율하락) 압력을 높일 것입니다.

- 달러가 약해진다면 다른 통화들은 강해질 수 밖에 없습니다. 달러 강세일 때 가장 약세였던 통화가 엔화입니다. 달러는 고평가되었고 엔화는 저평가되었습니다.
- 미국 국채 10년물 금리 하락하면 미국-일본 국채 금리 스프레드 축소되어 USDJPY환율 하락 요인으로 작용합니다.

미국-일본 금리 스프레드 축소는 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인



‘미국 국채 10y 금리 하락’은 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인



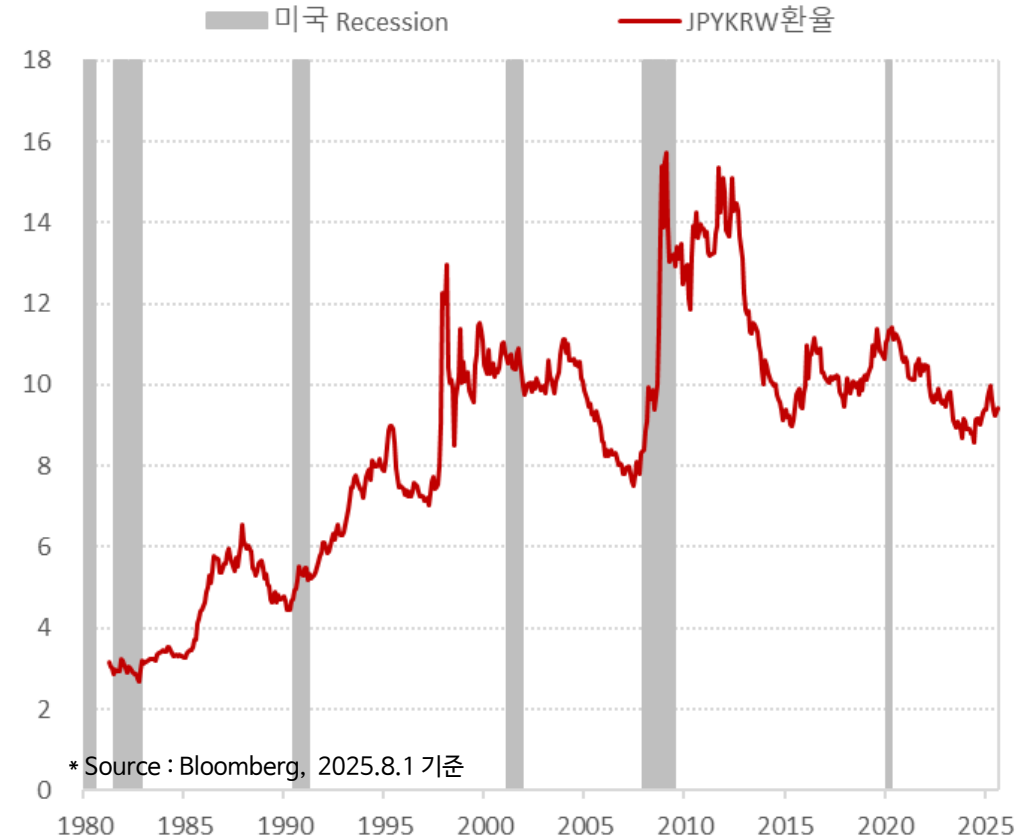
USDJPY환율 하락할 때 JPYKRW환율 상승합니다. (JPYKRW환율 상승 = 엔화 강세, 원화 약세)

- USDJPY환율 하락하면 JPYKRW환율 상승합니다. 즉, 미국 경기 둔화로 미국 국채 금리가 하락한다면 한국인의 엔화도 강세 전환될 것입니다.
- 과거 미국 경기 침체 국면에서 원화 약세로 인해 JPYKRW환율은 대부분 상승했습니다. 즉, 한국인 입장에서 엔화 투자는 미국 경기 침체를 대비하는 투자가 될 수 있습니다.

USDJPY환율 하락 = JPYKRW환율 상승



미국 경기 침체 발생하더라도 한국인에게 엔화는 안전자산으로 작동



= 한국 경제 및 증시 =

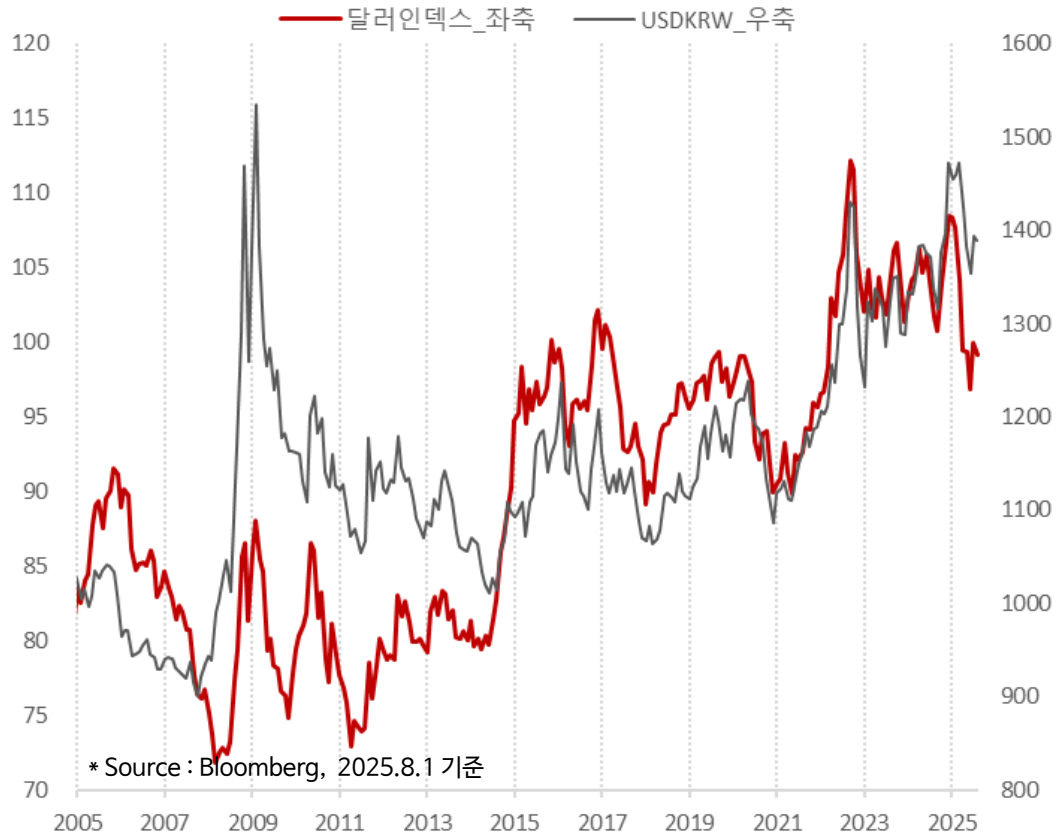
한국 경제는 바닥을 통과하고 있다고 판단됩니다.

달러 약세 환경, 극단적 증시 저평가, 경기 회복 기대 및 증시 활성화 정책 등으로
한국 증시 상승 의견을 계속 유지합니다.

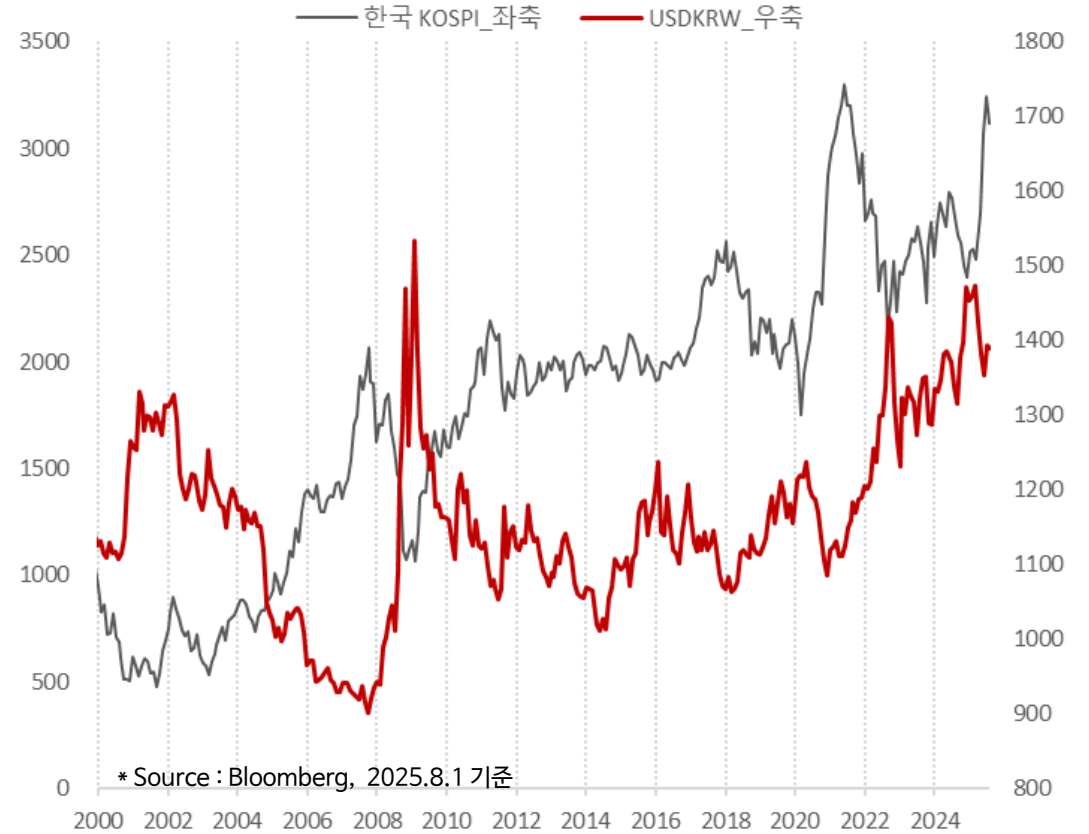
KOSPI 매수 의견 유지 (1) “달러 약세”는 외국인 순매수를 증가시키는 KOSPI 상승 최적의 조건

- USDKRW환율과 달러인덱스는 뚜렷한 정관계로 움직입니다. 트럼프 2기 정부 시작 이후 달러인덱스 빠르게 하락하며 USDKRW환율도 동일한 패턴으로 움직이고 있습니다.
- USDKRW환율과 KOSPI는 역관계입니다. USDKRW환율 하락할 때 KOSPI 상승합니다.

최근 글로벌 달러화 약세 흐름에 편승해서 USDKRW환율 하락

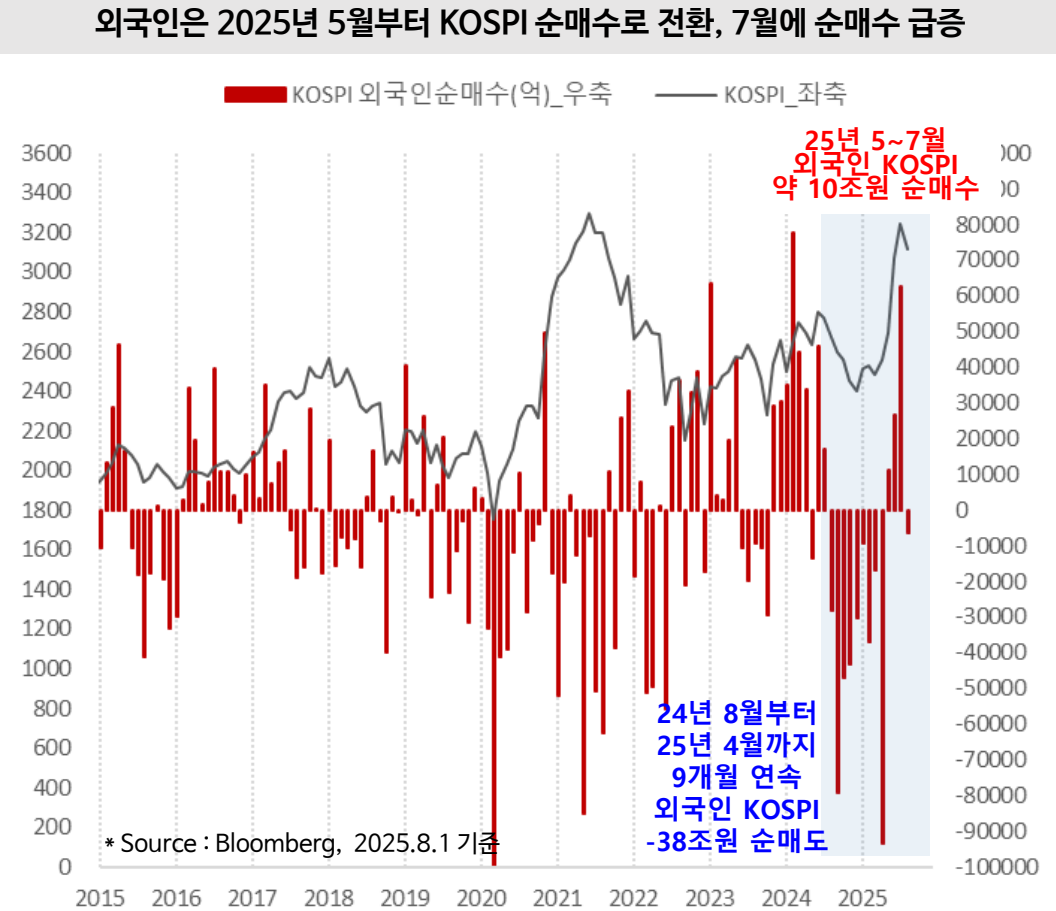


KOSPI와 USDKRW환율은 뚜렷한 역관계



KOSPI 매수 의견 유지 (1) “달러 약세”는 외국인 순매수를 증가시키는 KOSPI 상승 최적의 조건

- USDKRW환율 하락할 때 외국인 순매수 늘어나면서 KOSPI 상승합니다. (USDKRW환율 하락할 때 한국에 투자한 외국인은 환이익을 얻게 됩니다.)
- 외국인은 24년 8월부터 25년 4월까지 9개월 연속 KOSPI 순매도했으나 5월부터 순매수 전환되어 5~7월 3개월 연속 순매수를 이어가고 있습니다. (7월 +6.3조원 순매수)



미국은 무역 개선을 위해 “달러 약세”를 원하고, 한국은 내수 부양을 위해 “원화 강세”를 원합니다.

 한국일보
<https://www.hankookilbo.com> > News > Read

협상 테이블에 '환율' 올린 미국... 일본 전철 밟지 않도록

2025. 4. 28. — 24일 종료된 한미 '2+2 재무·통상장관 회의'에서 통화(환율) 정책은 관세·비관세 조치, 경제 안보, 투자 협력과 더불어 4개 논의 분야로 채택됐다. 스콧 ...

 한국경제
<https://www.hankyung.com> > article

美, 환율협상서 원화 절상 요구 | 한국 ...

2025. 5. 21. — 미국이 한·미 환율 협상에서 한국 측에 원화 절상 방안을 요구한 것으로 파악됐다. 다만 특정한 레벨(적정 환율 수준)을 제시하지는 않은 것으로 전해졌 ...

 매일경제
<https://www.mk.co.kr> > news > world

환율 협상 공식 의제 아니라지만... 시장은 '제2 플라자 합의' ...

2025. 5. 15. — 주요 외신 등에 따르면 미국 무역협상팀은 한미 무역협상에서 외환정책과 관련한 약속을 협정에 담지 않을 계획이다. 미국 환율 정책은 스콧 베센트 미국 ...

 매일경제
<https://www.mk.co.kr> > economy > view

美, 협상 테이블에 '환율 메뉴' 올렸다 [제2플라자 합의] 없다 ...

2025. 5. 30. — 한미 양국 간 환율 협상 테이블이 본격 가동하며 '관세 전쟁'이 '통화 전쟁'으로 옮겨붙는 양상이 뚜렷하다. 환율 부문은 한미 '2+2 통상 협의'를 ...

美, 환율 협상서 '원화 절상' 요구 (2025.5.21 한국경제)

미국이 한·미 환율 협상에서 한국 측에 원화 절상 방안을 요구한 것으로 파악됐다. 다만 특정한 레벨(적정 환율 수준)을 제시하지는 않은 것으로 전해졌다.

정부 고위 관계자는 21일 “미국은 막대한 무역적자의 근본 원인이 환율(달러 강세)에 있다고 본다”며 “우리나라와의 협상에서도 환율의 방향성을 얘기하고 있다”고 말했다. 이 관계자는 다만 “미국이 특별한 레벨을 언급한 것은 아니다”고 덧붙였다. 미국이 ‘원·달러 환율을 1300원까지 떨어뜨리라’는 식으로 구체적인 환율 목표치를 요구한 것은 아니지만, 2023년 이후 고공행진해온 원·달러 환율을 내리는 방향으로 협의하자는 뜻으로 풀이된다.

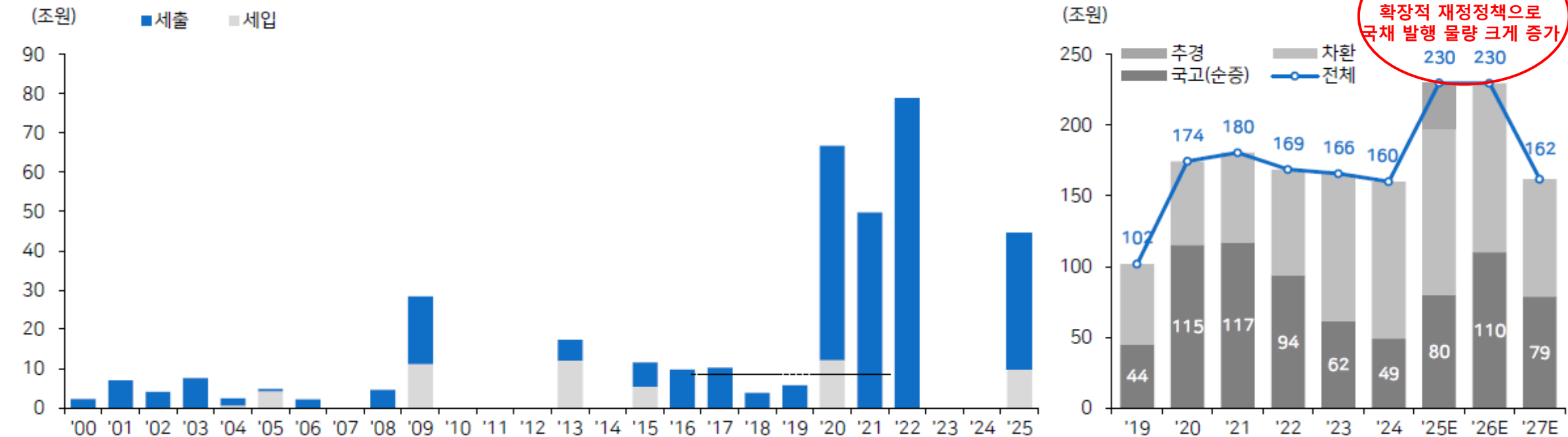
정부는 한국과 통상 및 환율 협상을 동시에 벌이는 미국이 진짜 원하는 것은 환율 협상에서 성과를 내는 것이라고 보고 있다. 도널드 트럼프 미국 대통령은 지난달 20일 SNS에 올린 ‘8대 비관세 부정행위 목록’에서 환율 조작을 1번 부정행위로 꼽았다. 외환당국 관계자는 “전 세계의 이목이 트럼프 관세에 쏠려 있지만, 사실 트럼프의 머릿속에는 환율이 최우선 순위임을 보여준다”고 했다.

우리 정부도 원화가 경제 기초체력에 비해 과도하게 절하돼 있다고 보고 있다. 다만 최근 원화 약세의 주요 요인이 트럼프 관세 정책의 불확실성과 미국의 인플레이션 재점화 가능성 등이어서 미국 측에 제시할 마땅한 원화 절상 방안을 찾는 데 어려움을 겪는 것으로 알려졌다.

“확장적 재정정책”은 한은의 기준금리 인하를 멈추게 하고 시장 금리 상승 압력을 높일 것입니다.

- 7월 국회 통과 시 8월부터 하반기 확대 재정효과 본격 발생합니다.
- 1~2차 추경 합산 40조원에 육박하는 추경은 GDP 1.5% 규모로 실질 GDP증가율을 약 0.3~0.5%까지 개선시킬 것입니다.
- 추경으로 인한 적자국채 30조원 발행 (공급 부담) + 경기개선 및 통화완화 기대 후퇴로 시장금리 상승 압력 고조될 것입니다.

한은 금리인하보다 1~2차례 걸쳐 유입된 40조원 추경으로 채권시장은 공급부담 + 경기개선 부담



자료: e나라지표, 연합뉴스, 머니투데이, 메리츠증권 리서치센터

한국 재정지출 확대 → 미국한국 금리 격차 축소 → USDKRW환율 하락 → KOSPI 상승

- 이재명 정부는 대규모 재정정책을 펼치고 있습니다. (정부 지출 확대를 위해 적자 국채 발행 확대)
- 국채 발행 증가로 금리 상승해서 미국-한국 금리 스프레드가 축소되면 USDKRW환율 하락 압력을 높일 것입니다. (USDKRW환율 하락 시 KOSPI 상승)

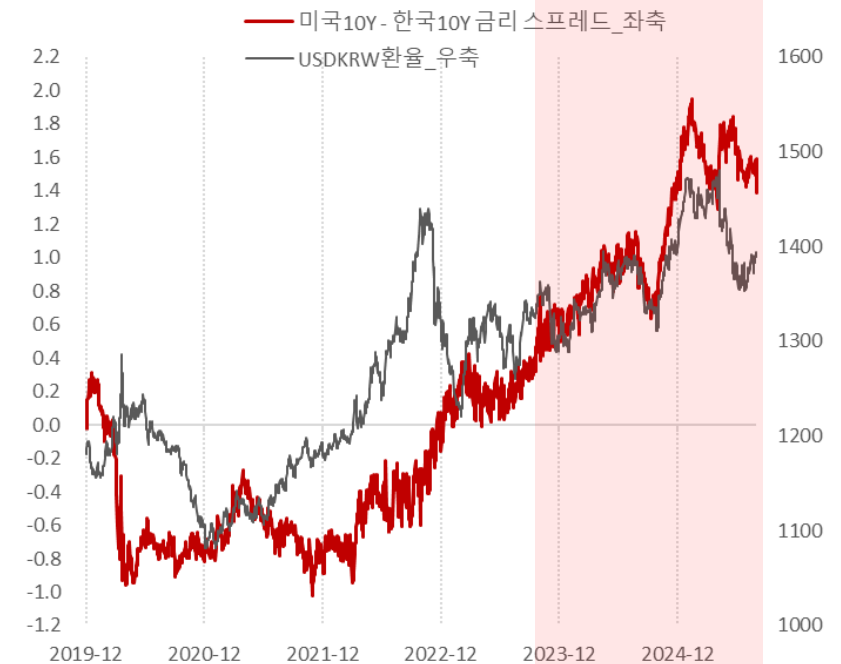
역대 추경 규모 추이		
2017년	11조	일자리 창출, 일자리 여건 개선
2018년	3.8조	청년일자리, 구조조정지역-업종 대책
2019년	5.8조	일본 경제보복 대응, 미세먼지저감 민생경제 지원
2020년	1차	11.7조
	2차	12.2조
	3차	35.1조
	4차	7.8조
2021년	1차	14.9조
	2차	34.9조
2022년	1차	16.9조
	2차	62조
2025년	1차	13.8조
	2차	30.5조

한국 정부 확장적 재정정책 실행 시 장기물 국채 발행 확대
→ 국채 금리 상승 → 미국-한국 10y 국채 금리 스프레드 축소



* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

미국-한국 금리 스프레드 축소되면 USDKRW환율 하락 예상
(USDKRW환율 하락 시 KOSPI 외국인 순매수 확대)

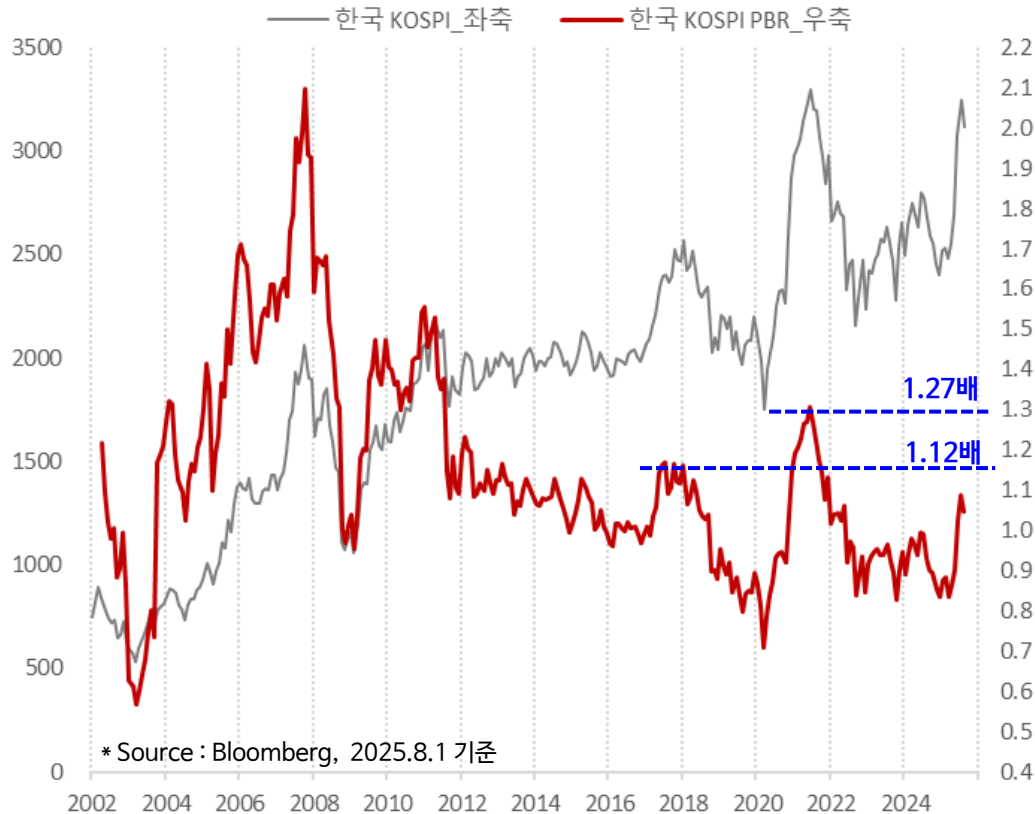


* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

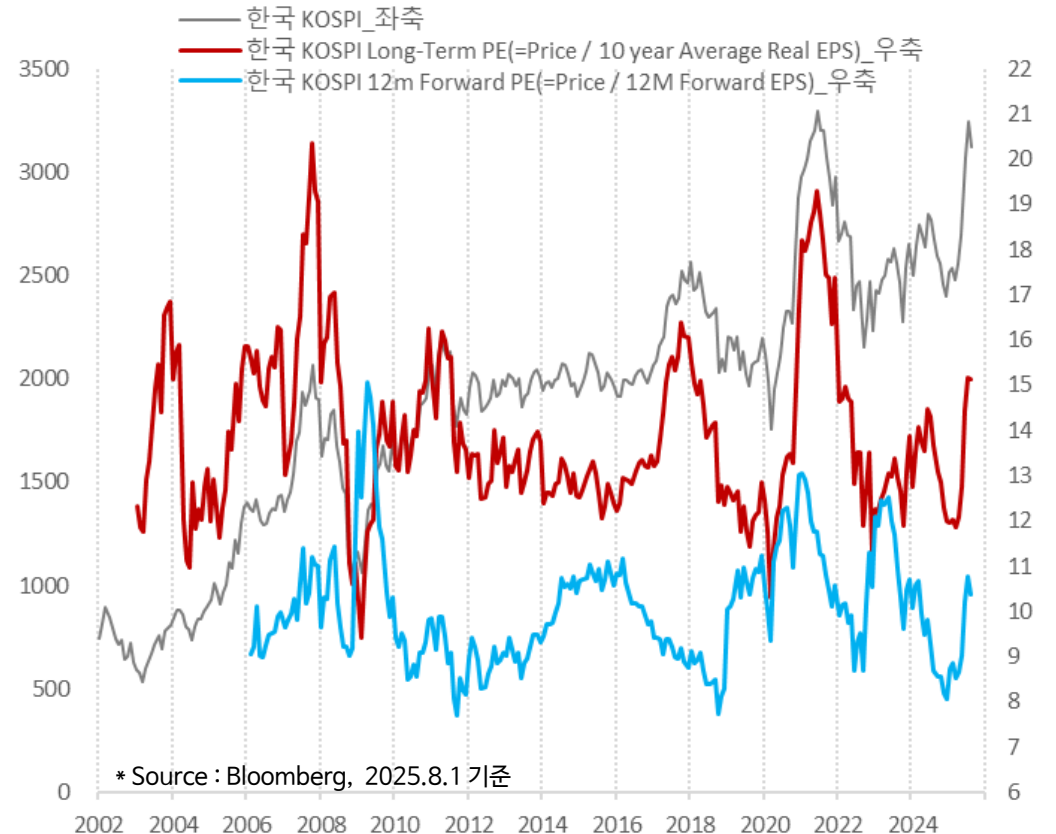
KOSPI 매수 의견 유지 (2) 한국 증시 저평가 매력이 여전히 큼니다.

- 2025.8.1(금) 기준 KOSP PBR = 1.05배, 12개월 Forward P/E = 10.36배, Long-Term P/E(Price/10 years Average Real EPS) = 15.15배
- KOSPI가 PBR 1.1배까지 상승한다면 약 3300pt, PBR 1.2배까지 상승한다면 약 3600pt (→ 25년 7월말 KOSPI 3245pt, PBR 1.09배 기록)

KOSPI PBR, 최근 바닥에서 빠르게 상승 중

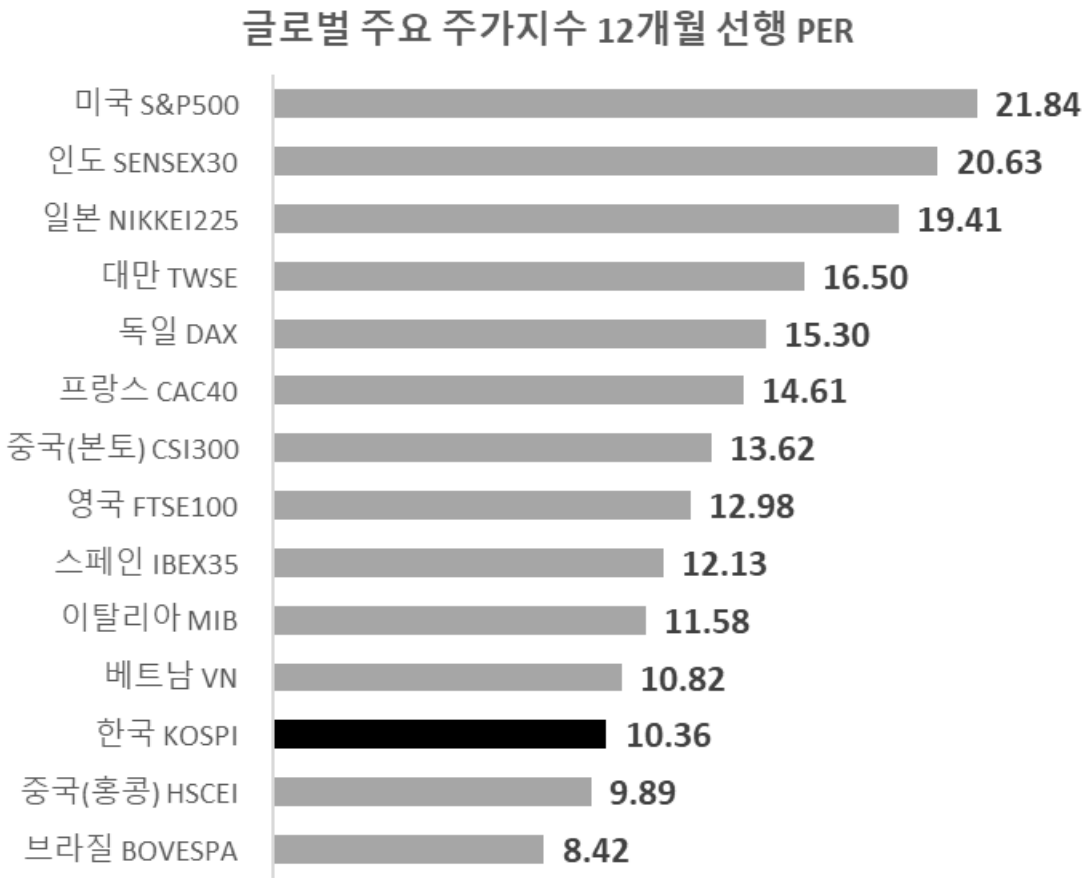
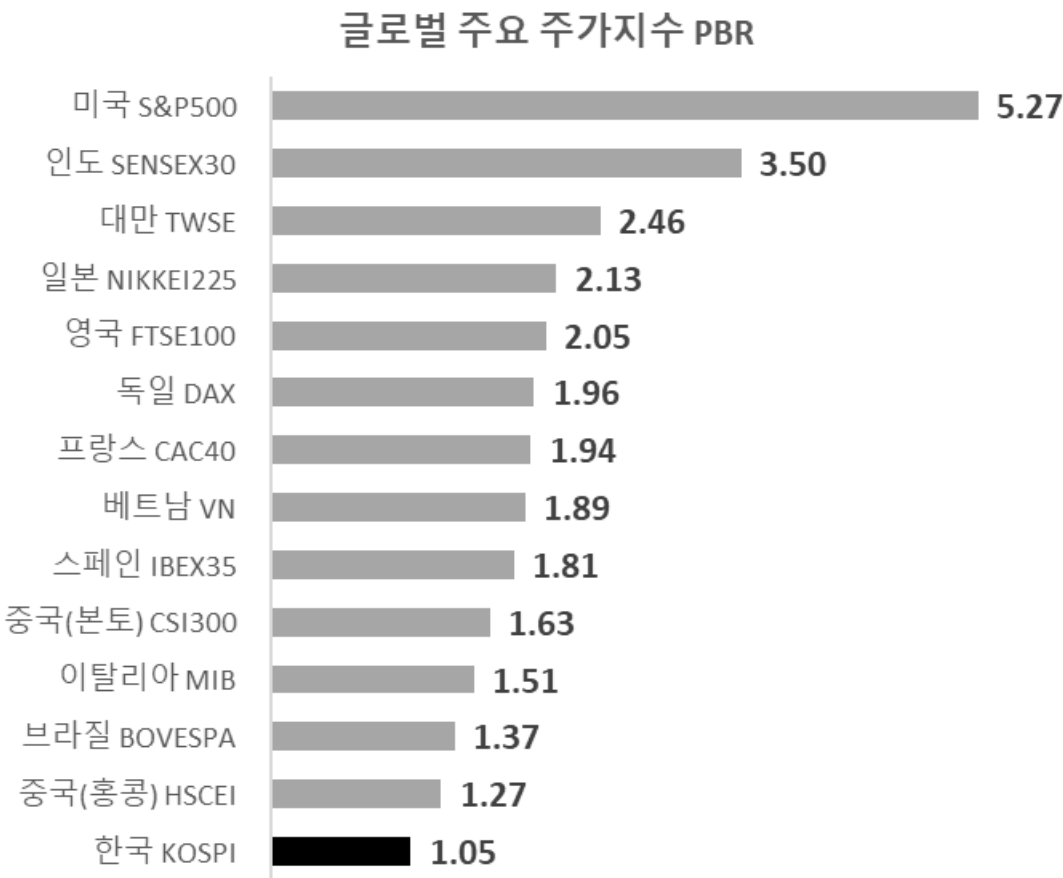


KOSPI PER, 최근 바닥에서 빠르게 상승 중



[참고] 글로벌 주요 주가지수 PBR, PER 비교 : 한국 KOSPI 최하위권

- KOSPI가 PBR 1.2배(약 3600pt)까지 상승하더라도 PBR 기준 전세계 최하위입니다.



* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

* Source : Bloomberg, 2025.8.1 기준

KOSPI 매수 의견 유지 (3) 증시 활성화 정책 기대

- 대주주와 소액주주 힘의 균형을 맞추는 여러 정책들이 순차적으로 시행되기 시작했습니다.
- 소액주주에게 일방적으로 불리한 구도가 완화되기 시작했으므로 증시 자금 유입이 늘어나서 한국 증시 상승 모멘텀을 확대시킬 것입니다.

상법 개정안 주요 내용 및 추진 현황

	개정안	내 용	시행 시점
1차 상법 개정안	이사의 충실의무 대상 확대	이사의 충실의무 대상을 기존 회사에서 '회사 및 주주'로 확대	공포 즉시
	전자주주총회 도입 확대	자산 2조원 이상 상장사일 경우 전자주주총회 병행 개최 의무화(하이브리드)	2027년 1월1일
	3%룰	감사 선임 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 '합산 3%'로 제한	1년 유예 후
	사외이사 명칭 변경 및 선임 비율 변경	사외이사 명칭을 독립이사로 변경, 독립이사의 의무 선임 비율을 기존 1/4서 1/3으로 확대	1년 유예 후
2차 상법 개정 추진	집중투표제 의무화	선임하는 이사 수만큼의 의결권을 주주에게 부여하고 원하는 후보에게 몰아서 투표할 수 있게 하는 제도	
	감사위원 분리선출 확대	사외이사인 감사위원을 기존 1명에서 2명 또는 전원으로 확대	

범여권 '자사주 소각 의무화' 상법 개정안 발의

대표 발의	발의일	주요 내용 (자사주 소각 의무화)	보유 허용 예외 규정
김남근 (더불어민주당)	2025년 7월 9일	취득일로부터 1년 이내 소각	임직원에 대한 보상, 우리사주조합· 사내근로복지기금 출연 등
차규근 (조국혁신당)	2025년 7월 14일	취득일로부터 6개월 이내 소각, 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 5년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
민병덕 (더불어민주당)	2025년 7월 22일	취득일로부터 1년 이내 소각. 단, 당시 자사주 총수가 발행주식 총수의 3% 미만인 경우 2년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
김현정 (더불어민주당)	2025년 7월 22일	취득 즉시 소각 , 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 6개월 이내 소각	임직원에 대한 보상 등

자료: 의안정보시스템

The JoongAng

KOSPI 매수 의견 유지 (3) 증시 활성화 정책 기대

- 세수 확대를 위해 주식 양도세 대주주 기준을 종전 50억원에서 10억원으로 낮추는 세제 개편이 장기 투자를 저해하고 금융시장 변동성을 확대시킨다는 비판이 많습니다.
- 배당소득 분리과세가 도입되지만 3억원 초과인 경우 세율이 35%로 설정되어 큰 손들의 실질적인 절세 효과가 낮다는 비판이 많습니다.
- **대주주 양도소득세 기준 완화되는 것은 분명 아쉽지만 한국 증시 상승에 우호적인 정책들이 동시 다발적으로 시행된다는 점에서 긍정적 기대가 더 큼니다.**

□ 주식 양도소득세 대주주 기준 환원 (소득형)

- 상장주식 양도소득세 부과기준을 종목당 보유금액 50억원 이상 → 10억원 이상으로 환원

구 분(종목당)	코스피	코스닥	코넥스
지분율*	1%	2%	4%
보유금액*	(현행) 50 억원 → (개정안) 10억원		

* 지분율 기준 또는 보유금액 기준 충족 시 주식 양도소득세 과세

배당소득 분리과세 개편 (단위: %)

현행제도

배당소득구간

과세방식

세율

바뀌는 제도

배당소득구간

과세방식

세율

2000만원 이하

분리과세

14

2000만원 초과

종합과세

과세 표준별 6~45

2000만원 이하

분리과세

14

2000만원 초과~3억원 이하

분리과세

20

3억원 초과

분리과세

35

분리과세 요건

1

전년 대비 현금배당이 감소하지 않으면서

2

배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상 및 직년 3년 평균 대비 5% 이상 배당 증가한 상장법인

자료: 기획재정부

[참고] KOSPI Level-Up을 위한 핵심 이벤트, MSCI 선진국 지수 편입 : 2027~28년 실현 예상

MSCI가 분류한 선진 23국

대륙	국가
아메리카	미국, 캐나다
유럽·중동·아프리카 (EMEA)	스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 아일랜드, 이탈리아, 노르웨이, 포르투갈, 네덜란드, 이스라엘
아시아·오세아니아	일본, 홍콩, 싱가포르, 호주, 뉴질랜드

MSCI가 분류한 신흥 24국

대륙	국가
아메리카	브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루
유럽	그리스, 폴란드, 체코, 헝가리
아프리카·중동	이집트, 카타르, 쿠웨이트, 사우디아라비아, 남아프리카 공화국, 터키, 아랍에미리트
아시아·오세아니아	중국, 인도, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아, 한국 , 대만, 태국

자료=MSC (모건스탠리캐피털인터내셔널)

MSCI 선진국 지수 편입 절차 및 예상 시점

구분	내용
현재 상태	신흥시장(EM)
최근 평가 결과	관찰대상국(Watch List) 등재 실패
편입 절차	① 관찰대상국 등재 → ② 편입 발표 → ③ 실제 편입
최소 소요 기간	약 3년 (등재 1년 후 발표, 다음해 편입)
가장 빠른 시나리오	2026년 등재 → 2027년 발표 → 2028년 편입

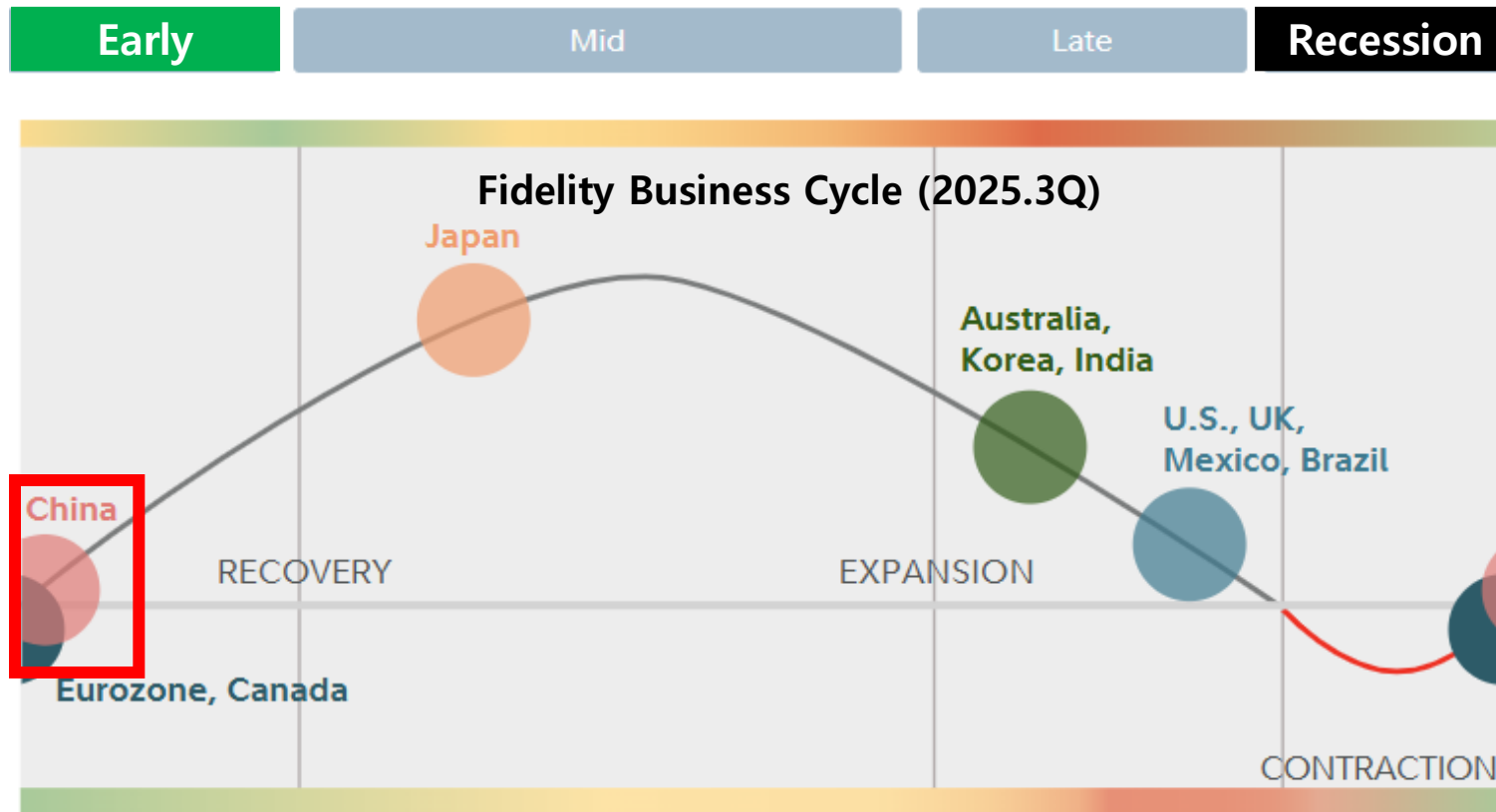
= 중국 경제 및 증시 =

트럼프 1기는 중국에만 관세를 부과했으나, 트럼프 2기는 동맹국 포함해서 다른 국가에도 15% 이상 높은 관세를 부과했습니다. 중국 입장에서는 상대적으로 유리해졌습니다.

중국 증시는 여전히 저평가 매력이 높고 달러 약세 수혜를 받으며
정부 경기 부양에 AI 등 테크 모멘텀까지 갖추고 있습니다.

중국 경기는 침체를 벗어나는 끝자락에 놓여 있습니다. 경기 개선 기대가 커지고 있습니다.

- 중국은 오랜 기간 강력한 긴축을 끝내고 24년 9월 대규모 경기 부양정책을 발표하여 경기를 회복시키겠다는 의지를 보였습니다.
- 트럼프 1기는 중국에만 관세를 부과했고, 트럼프 2기는 동맹국 포함해서 다른 국가에도 15% 이상 높은 관세를 부과했습니다. 중국 입장에서는 상대적으로 유리해졌습니다.



https://institutional.fidelity.com/app/item/RD_13569_40890/business-cycle-update.html



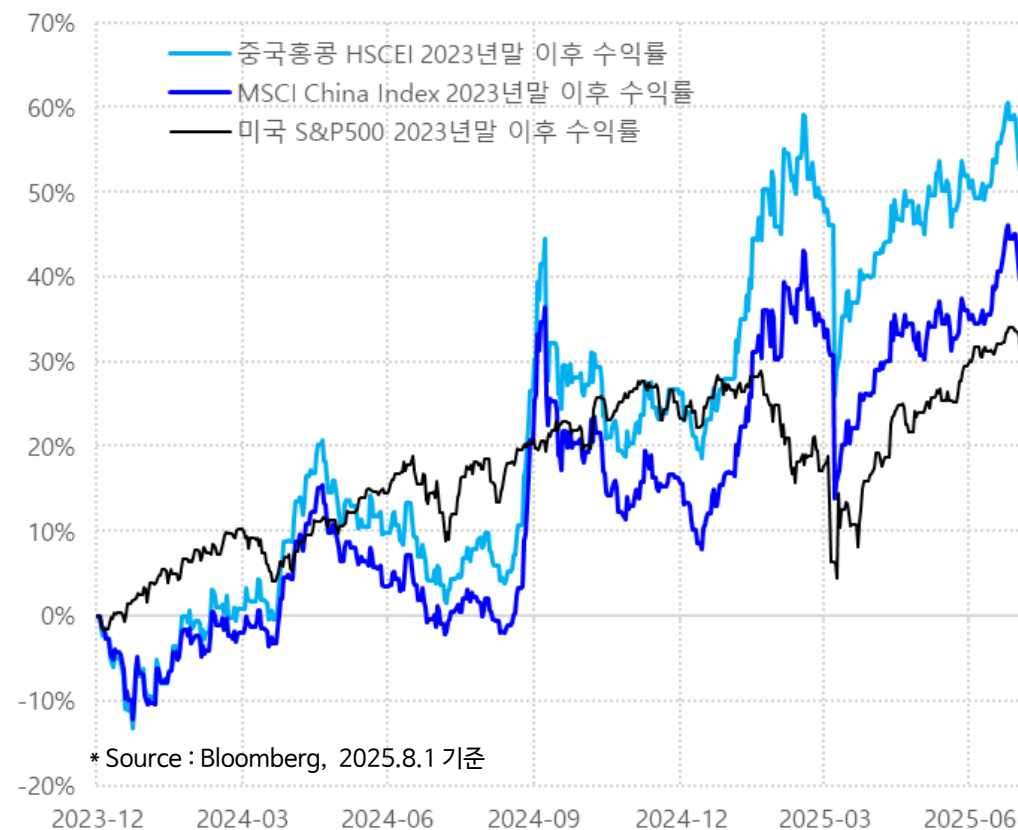
달러 약세 국면에서 중국 증시는 미국 증시보다 강해집니다. 중국 증시 상승 전망 유지합니다.

- 중국 증시는 신흥국 증시의 대표 주자입니다. 한국 처럼 중국 증시도 달러 약세 국면에서 강해집니다. 달러 약세는 중국 증시 상승에 우호적 환경입니다.
- 중국 증시는 변동성이 크지만 24년부터 상승 전환해서 25년에도 상승세를 이어가고 있습니다.

달러 약세 국면에서 미국 증시 대비 중국 증시 상대 우위



중국 증시는 변동성이 크지만 24년부터 미국 증시를 이기고 있음



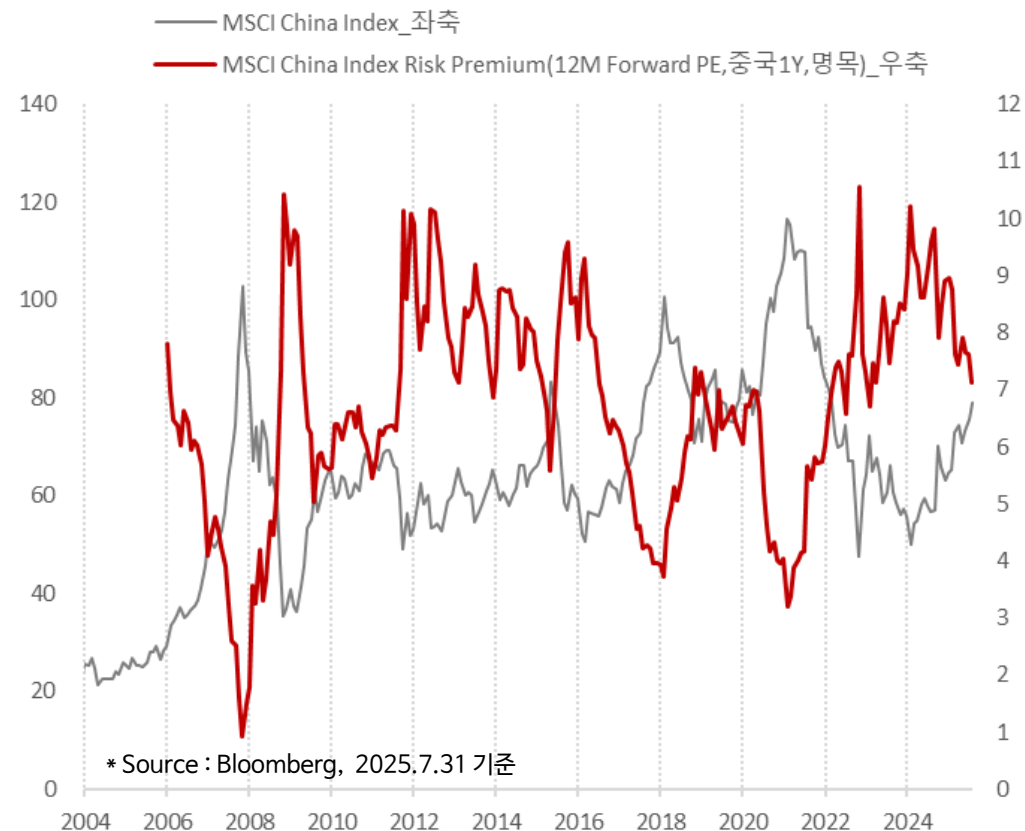
관세 불확실성이 있지만... 미국 증시와 비교해서 중국 증시는 ‘매우 싸다’는 차별점이 있습니다.

- 2025.7.31 기준 12개월 Forward P/E = 미국 S&P500 22.2배 vs 중국 MSCI China 주가지수 11.74배
- 2025.7.31 기준 안전자산 대비 위험자산 투자 보상(일드 갭, Yield Gap) = 미국 S&P500 +0.42%p vs 중국 MSCI China 주가지수 +7.14%p

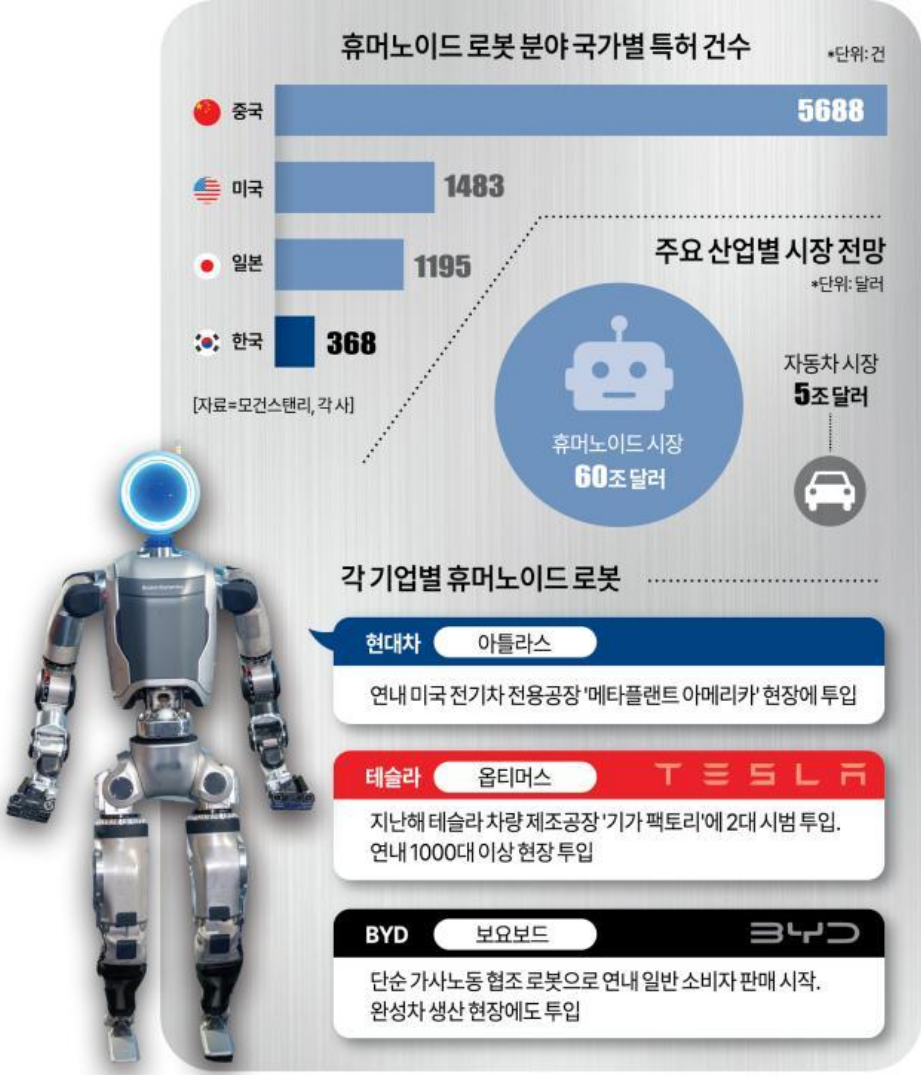
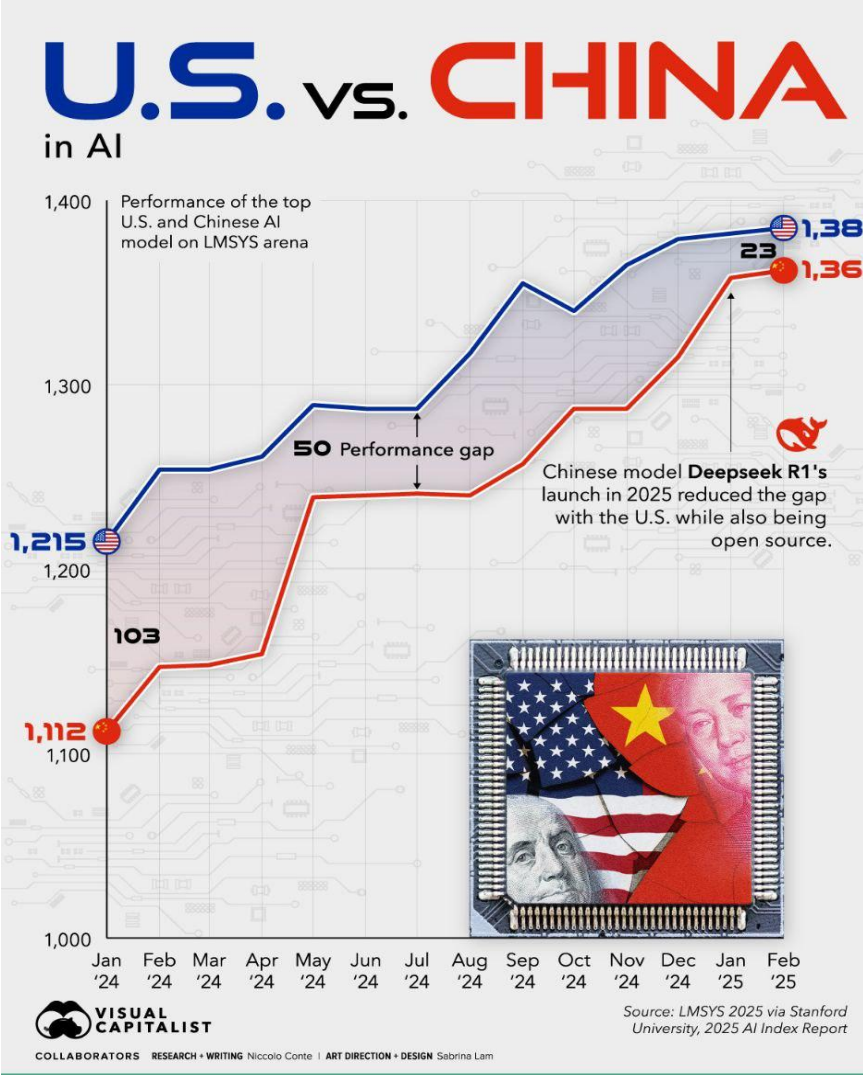
미국 vs 중국, 12개월 Forward P/E 비교



중국 Yield Gap +7.14%p, 아직 추가적인 상승 여력 많이 남아있음



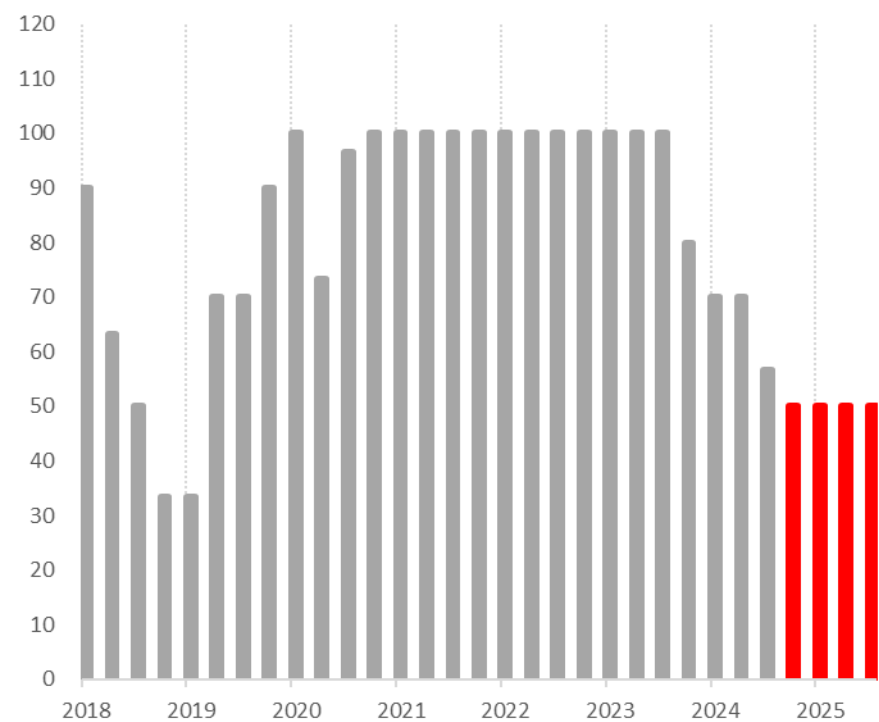
중국 증시는 “경기 침체 종료 + 경기 부양 + AI, 로봇 등 테크 기술” 3가지 모멘텀을 가지고 있습니다.



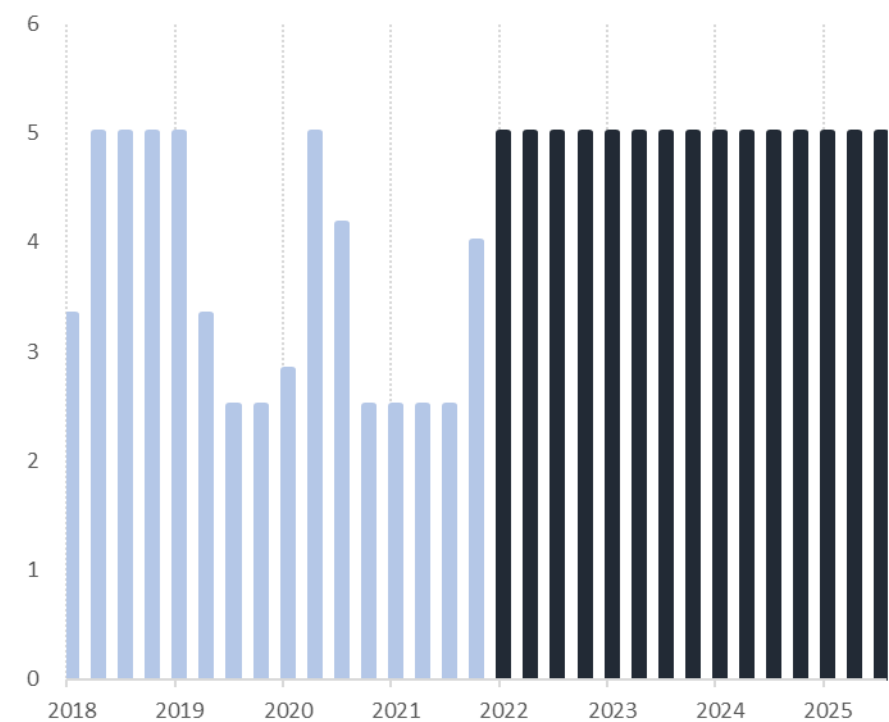
2025년 3분기 자산배분전략: 위험자산 비중 축소 유지, (미국) 국채 듀레이션 확대 유지

- 미국 경기 침체 리스크를 대비하기 위해 2024년 8월부터 주식비중을 추가로 축소해서 MAX 대비 50% 수준까지 낮췄 습니다.
- 전체적인 위험자산 투자비중 축소 유지하되 위험자산 내에서는 US보다 Non-US 투자를 더 높일 것을 권장합니다.

위험자산 투자비중 변화 추이
(2025년 3분기, 위험자산 투자비중 축소 유지 : 50%)



안전자산 채권 듀레이션 변화 추이
(2025년 3분기, 안전자산 비중 확대, 채권 듀레이션 확대 유지)



감사합니다.
End of Document

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 배포되는 자료로서 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것입니다. 그러나 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다.
따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없음을 알려드립니다.