현대차증권

# 2026년 거시경제 전망

# Thrive to Survive

Economist 최제민
RA 조준우

# Contents


| | |
|---|---|
| Thrive to Survive | 06 |
| Global Macro | 10 |
| US Economic Outlook | 18 |
| Korea Economic Outlook | 46 |

# Executive Summary

**Thrive to Survive: 기업과 국가의 흥망성쇠를 건 AI 레이스 본격화**

- AI 투자, 경쟁, 발전은 필연적이나 모두가 살아남지는 못함, 그럼에도 선두를 지키기 위한 투자는 가속. 부침 있겠으나 레이스(race) 포기 어려워
- AI 레이스는 군사 및 안보, 경제/산업 지배력과, 국제질서 주도권 경쟁과 모두 연관돼 있어 기업 뿐만 아니라 국가차원의 산업정책 어젠다의 핵심
- 특히 G2갈등은 관세전쟁 보다는 기술 패권, AI 패권 경쟁이 핵심으로 경쟁 심화 불가피. AI레이스 참가 국가와 기업은 생존을 위해 번영해야 함

**미국 경제전망: 성장세 둔화해도 버퍼가 존재**

- 경기 여전히 확장 중이나 성장 엔진은 일부 약화, AI 관련 투자와 재정지출, 감세 효과, 양호한 금융여건이 성장 하방을 지지(26년 1.9% 성장)
- 고용 증가세 둔화는 인구 및 이민자 감소 추세 고려할 때 자연스럽지만 성장 동력은 약화되는 측면 있음. 노동수요와 공급이 모두 감소해 실업률 상승이 제한되고 있으나 지금 보다 높은 실업률(4.3%~4.5%)도 어색하지 않은 환경, 실업률은 4.5%까지 상승할 공산이 큼
- 애써 외면해도 인플레이션은 여전히 문제. 막대한 재정적자와 유동성, 나쁘지 않은 금융여건과 경기 조합이 인플레이션 Sticky하게 만들 소지
- 다만, 관세발 인플레이션 압력(가격 전가)은 일회적인 성격 존재해 26년 하반기부터는 점차 약해질 것으로 예상
- 연준은 25년 12월 FOMC에서 추가 1회 인하, 2026년에 2회 인하해 총 3회 인하 나설 전망(단, 12월 인하는 Highly data dependent)
- 26년 상반기는 인플레이션 압력 남아 있어 금리 내리기 좋은 환경 아니고, 연준 의장 교체, 인플레 압력 둔화되는 하반기 추가 인하

**미국 경제의 해자(moat): 양호한 가계 건전성, 기업 수익, 금융여건과 순자산 호조가 미국 경제 뒷받침, 투자 확대 기조도 긍정적 요인**

- 긴축 장기화에도 낮은 가계의 이자상환부담과, 여전히 양호한 기업 수익, 은행대출태도 완화, 자산시장 호조로 인한 금융여건 개선도 경기 하방 압력을 완충하는 요인
- 한편, 민간부문 투자에 진심인 미국은 트럼프 정부의 주요국 투자 유치 및 미국 기업 리쇼어링 등에 힘입어 주요 산업에 대한 투자가 더 빠르게 증가할 가능성 있음. 향후 대미 투자펀드 구체화 등에 따른 수혜 산업에 대한 지속적인 관심이 필요

# Executive Summary

**한국 경제전망: 회복국면에 위치하며 성장률 반등 예상되나 비대칭적 회복, K자 경제 심화될 우려 상존**

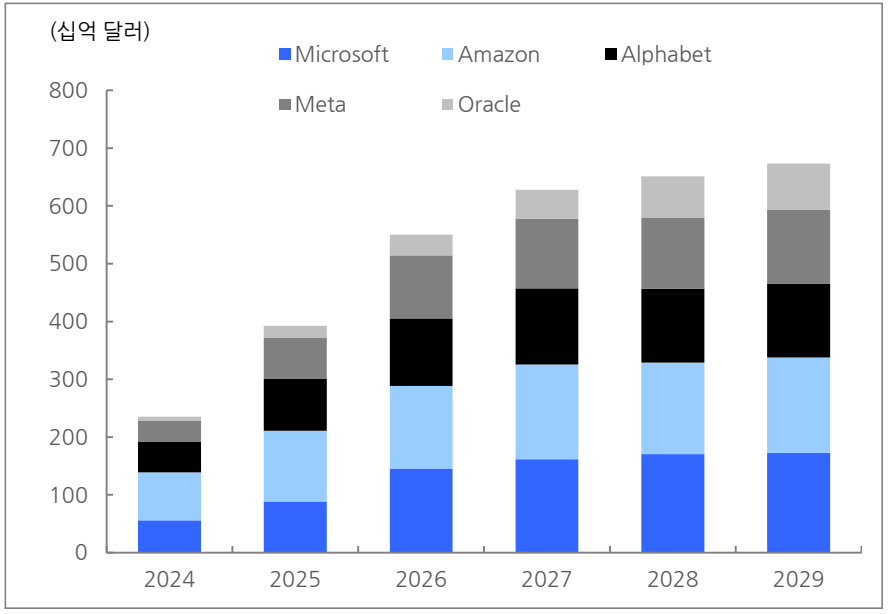
- 경기는 회복국면에 진입, 2026년에도 소비, 투자 등 내수 중심 회복국면 하에서 1.9% 성장 예상
- 한국, 살아남기 위한 투자와 개방 가속화 속 해결해야할 숙제 남아(원화가치 하락, 부동산과 가계부채, 인구구조 변화, 비대칭적 회복 등)
- 설비투자는 노후 설비 교체와 대기업 국내 투자 확대 발표 등 영향으로 양호한 실적 나타낼 전망, 건설투자는 공공부문 중심 점차 바닥 통과 예상
- 수출은 반도체 포함 ICT, 선박 등은 견조한 성장세 예상되나 그 외 품목은
- 한은, 기준금리 진퇴양난으로 26년까지 동결에 무게. ①집값, ②고환율과 인플레이션 상방 리스크 ③경기 상방 리스크가 인하 어렵게 만들어
- 다만, 금리 인상 우려는 다소 과도 ①강한 거시건전성 정책 시행 중이므로 인상의 실효성 떨어지고, ②팬데믹 이후 누적된 경기 부진으로 인한 상흔 효과와 높은 가계부채 비율로 강한 내수 회복 기대 어렵고, ③누적된 마이너스 GDP갭률 고려할 때 긴축은 부담
- 달러-원 환율은 당국 개입 시사(연금 환헤지 검토, 통화스왑 연장, 수출업체 면담 등)로 단기 고점 확인, 대외 악재 발생 시 추가 상승 열어둘 필요 있으나 현재 레벨에서 점차 낮아질 전망. 2026년 레인지: 1370~1,480원
- 달러화지수 기반 달러-원 환율 균형환율과 실제 달러-원 환율의 차이가 금융위기를 제외하면 가장 크게 벌어져 있고, 미국과 한국 금리차 대비해서도 과도한 약세, 26년에는 경기 측면에서도 한국과 미국 성장률 격차 좁혀지는 구간이므로 원화 강세 보일 여지가 있음
- 다만, 수급 측면에서 거주자의 해외투자가 이어지는 가운데 국내 기업의 대미 투자 확대에 따른 달러화 수급 공백이 발생할 우려가 남아있고, 원화가 얕은 외환시장 심도(depth)로 인해 악재에 더 민감하게 반응하고 있어 수급적인 우려 완화 조치와 민감도 낮출 수 있는 조치가 없다면 의미있는 레벨 다운은 어려울 것으로 예상

# Thrive to Survive

# AI 버블 우려 있어도 AI 레이스(race) 참가는 필수

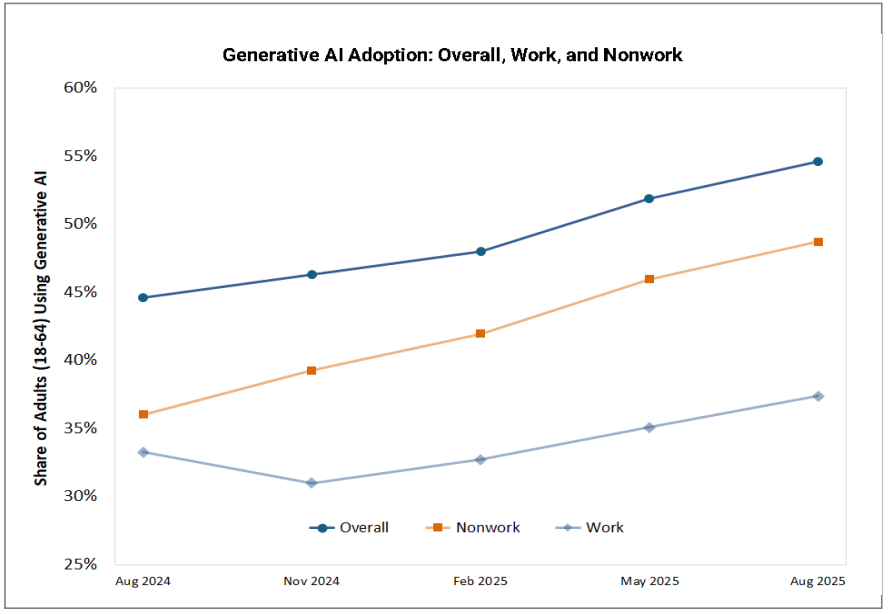
- 2025년 하이퍼 스케일러 Capex 투자 가속화(전년대비 60% 증가), 26년에는 증가율은 둔화(60%→40%되겠으나 여전히 강력한 성장세
- AI 성능 올리는 가장 확실한 방법은 스케일링이고 AI 투자 자체가 토지/전력/인프라/냉각/네트워크/GPU렉이 한번에 투입되는 성격
- AI 인프라, 플랫폼은 네트워크 효과와 락인 효과 강할 것으로 예상돼 빅테크 입장에서는 버블 논란에도 경쟁사 대비 투자 줄이기 어려운 구조

5개 하이퍼스케일러의 Capex 투자




자료: Bloomberg, 현대차증권

Gen AI(생성형 인공지능) 사용률

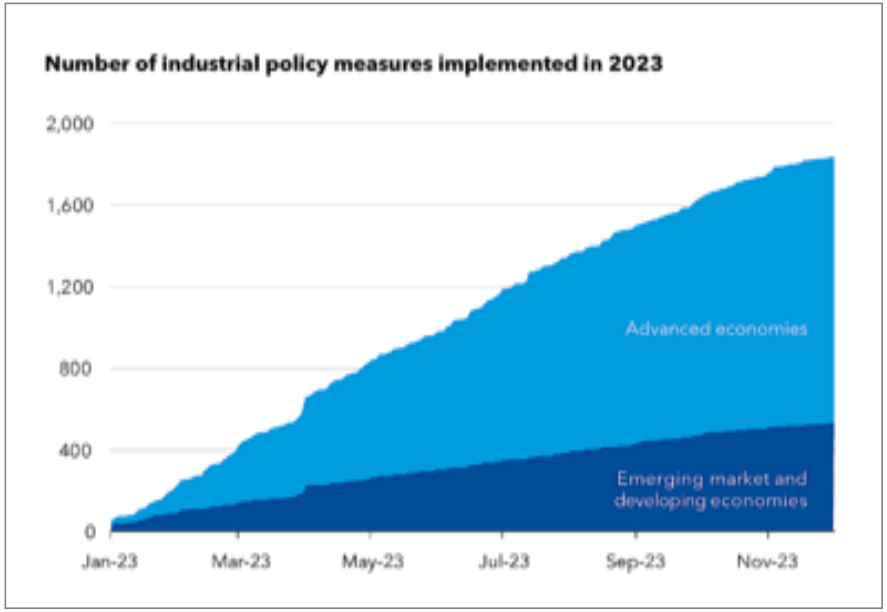



자료: The 2025 AI Index Report, 현대차증권

# 전략적 자본주의(strategic capitalism)

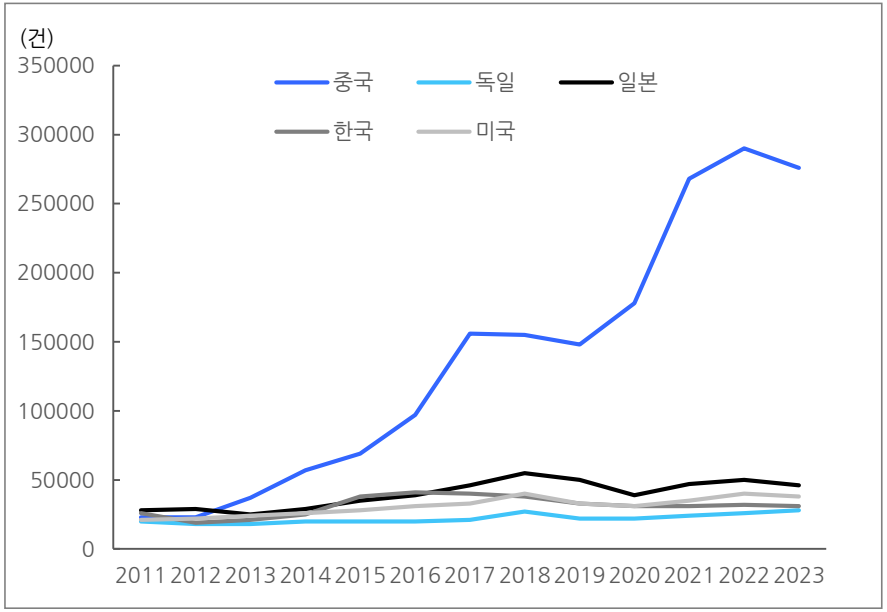
- 다자주의 리더십 약화로 전세계는 각자도생에 직면, 선진국과 신흥국 모두 자국 산업기반 확충, 경쟁력 강화에 사활을 걸 수 밖에 없는 환경
- AI 인프라는 이미 미국과 중국, EU가 국가전략 산업으로 인식하고 보조금, 규제완화 등을 통한 투자 확대를 지원하고 있음
- 미국은 컴퓨팅 파워에서 앞서지만 중국은 활용도 측면에서 어드밴티지

선진국, 산업정책 활용도 높음




자료: IMF, 현대차증권

산업용 로봇 설치 및 운용은 중국이 압도적

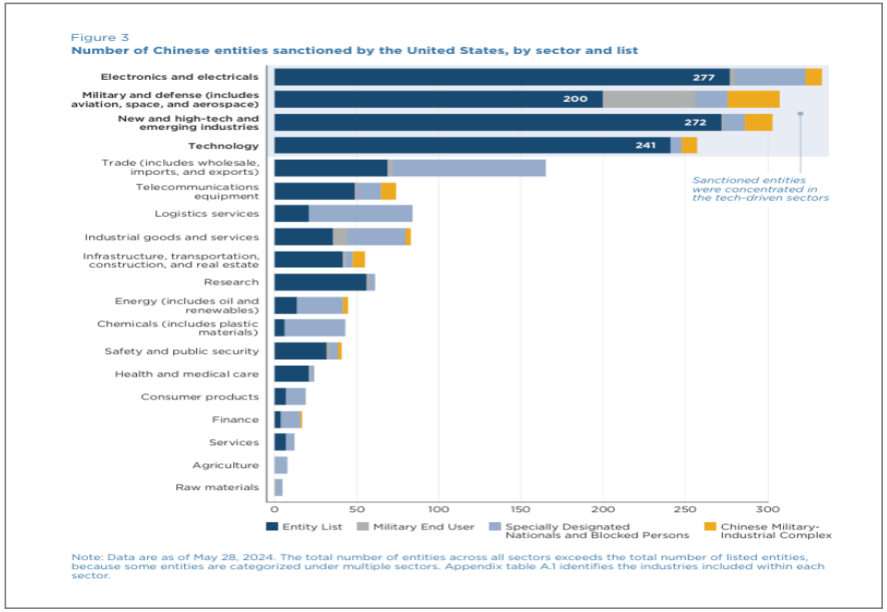



자료: The 2025 AI Index Report, 현대차증권

# G2 패권다툼은 '기술 패권 전쟁'이자 'AI race'

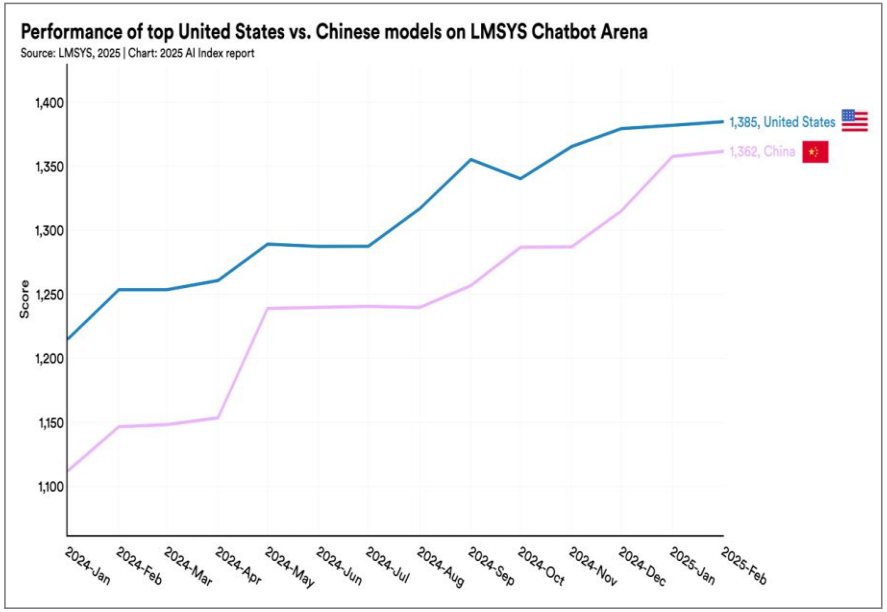
- 미중 무역전쟁은 초기에는 무역수지 불균형과 중국의 지재권 침해 문제어서 출발했으나 점차  첨단 기술 패권 경쟁으로 귀결
- 미국은 '중국제조2025' 전략을 직접적으로 견제하면서 반도체, 인공지능, 5G, 항공우주, 전기차 배터리 등 미래 산업 경쟁에서 중국 부상 차단을 시도
- 미국의 본격적인 대중 기술 제재는 공화당 보다 민주당 정권에서 더 많이 시행됐고, 정당과 상관없이 앞으로도 계속될 가능성 농후
- 미중 갈등은 단순한 무역분쟁을 넘어 국가 안보와 미래 산업과 생존이 걸린 기술 전쟁으로 확장됐고 그 중심에 AI 경쟁이 자리 잡고 있음

미국의 대중국 기술 제재 현황




자료: PIIE, 현대차증권

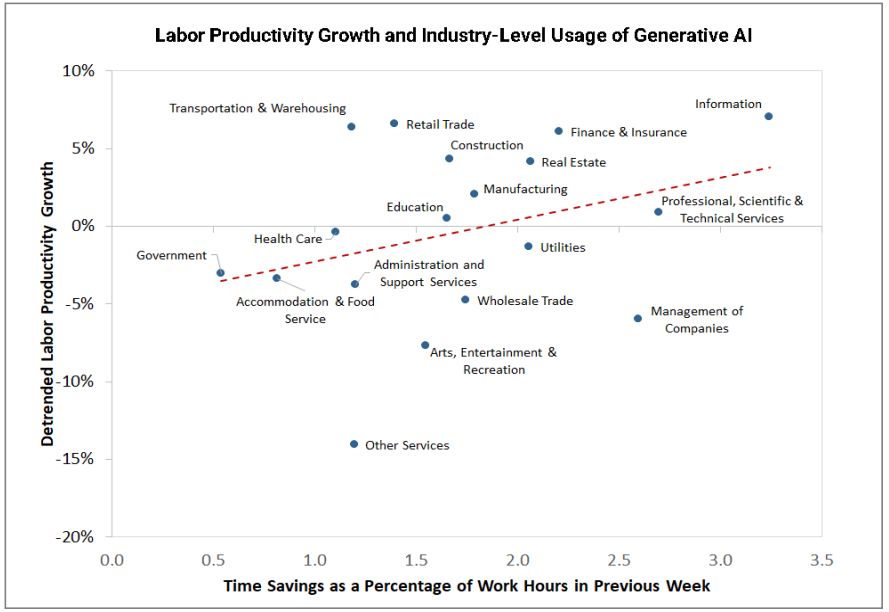
미국 AI 모델이 우위 점하고 있으나 중국 모델도 빠르게 따라잡는 중




자료: The 2025 AI Index Report, 현대차증권

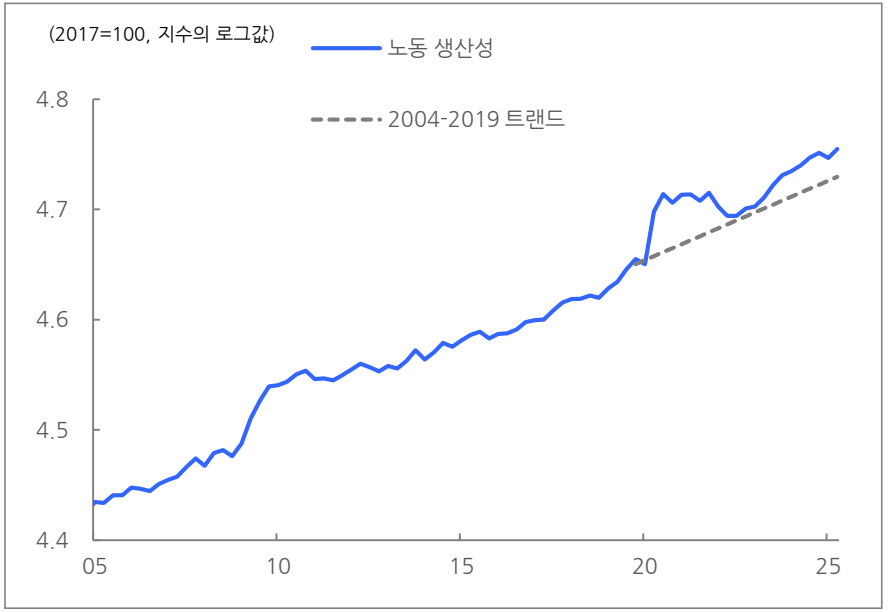
# 참조. AI 미국 생산성 향상 이끌고 있나?

산업별 생성형 AI 사용에 따른 노동생산성 증가율




자료: Fed, 현대차증권

미국 생산성 추세선 위로 재차 상승-AI 영향 일부 녹아있을 가능성



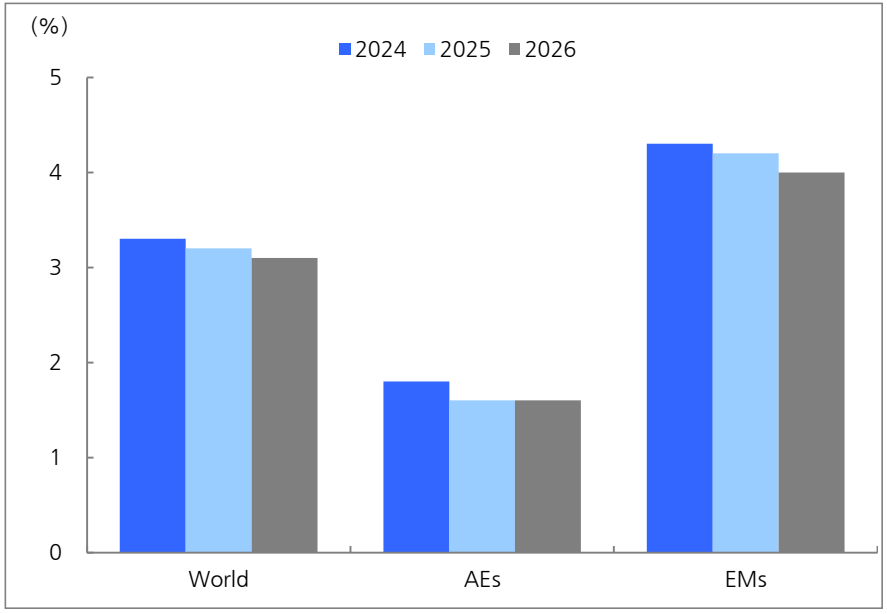

자료: BEA, 현대차증권

# 글로벌 매크로 환경

# 글로벌 경기 동력 일부 약화돼도 내년에도 비교적 견조

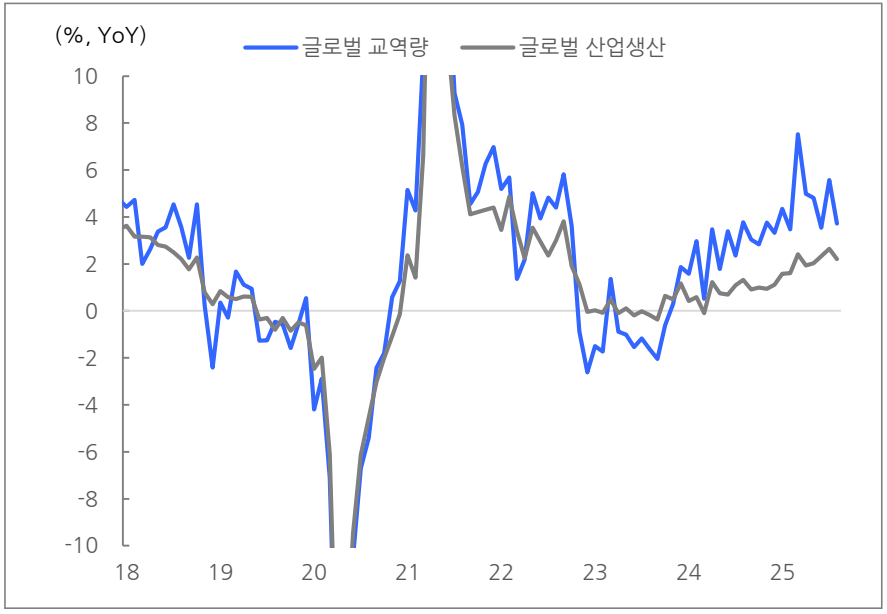
- 글로벌 경제성장률은 24년부터 소폭 둔화되고 있으나 내년에도 비교적 견조한 성장이 예상
- 다만, 관세와 정책불확실성의 여파가 대외수요 약화 및 교역 위축은 다운사이드 리스크로 작용

IMF 경제전망




자료: IMF, 현대차증권

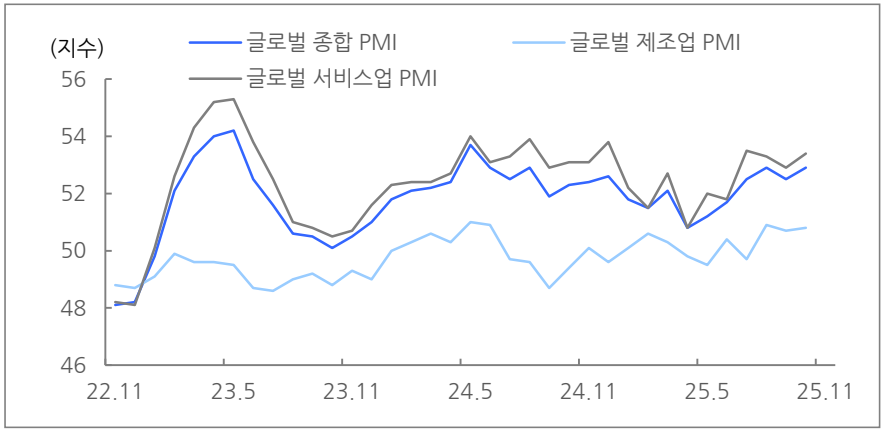
글로벌 산업생산과 교역량 추이




자료: WTO, 현대차증권

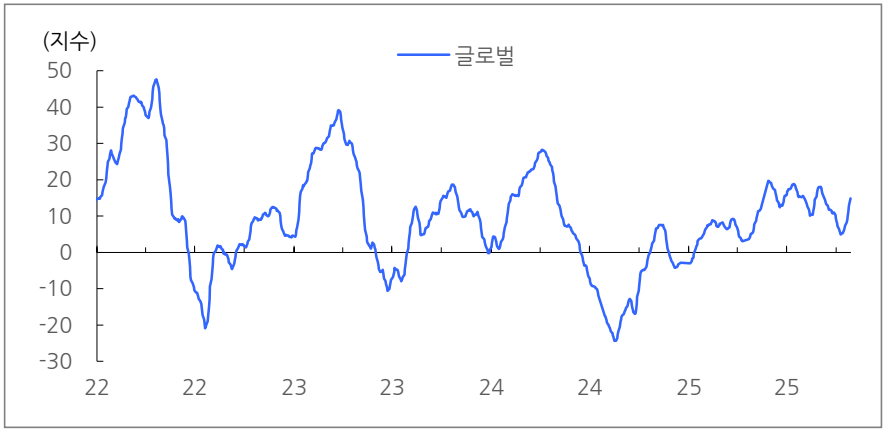
# 기대보다 강건한 글로벌 경제, 둔화 우려는 남아

## 글로벌 PMI는 글로벌 경제 확장을 시사



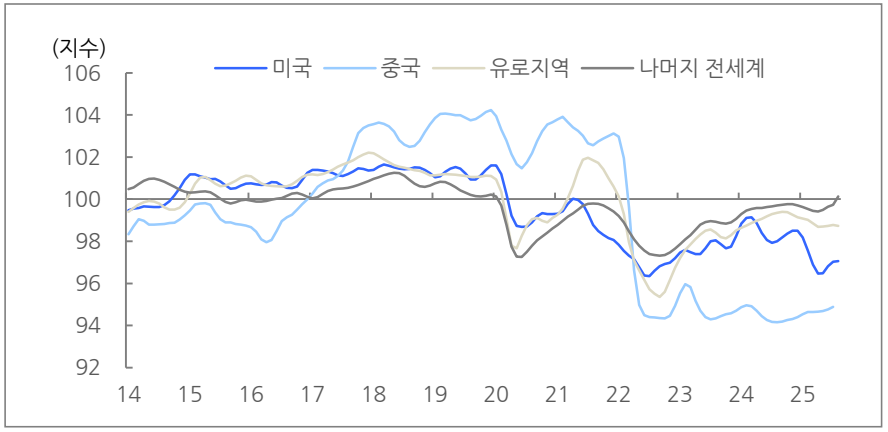

자료: Bloomberg, 현대차증권

## 글로벌 Economic Surprise Index



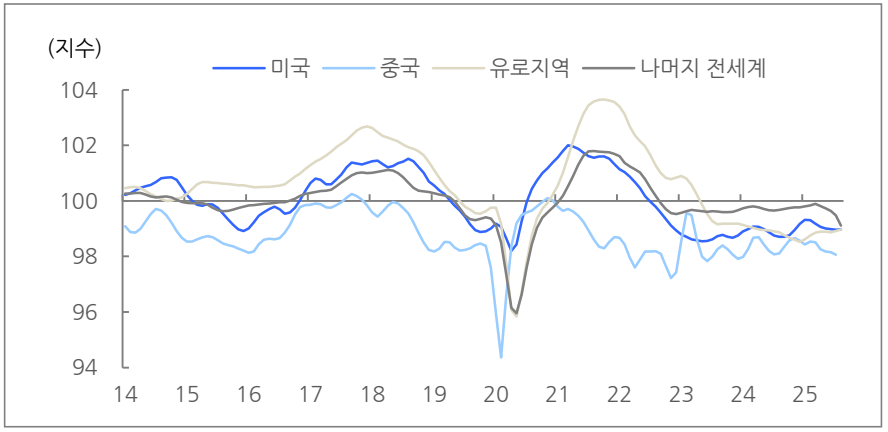

자료: Bloomberg, 현대차증권

## 소비자심리 여전히 부진




자료: IMF WEO(25.10월), 현대차증권

## 기업 심리도 부진

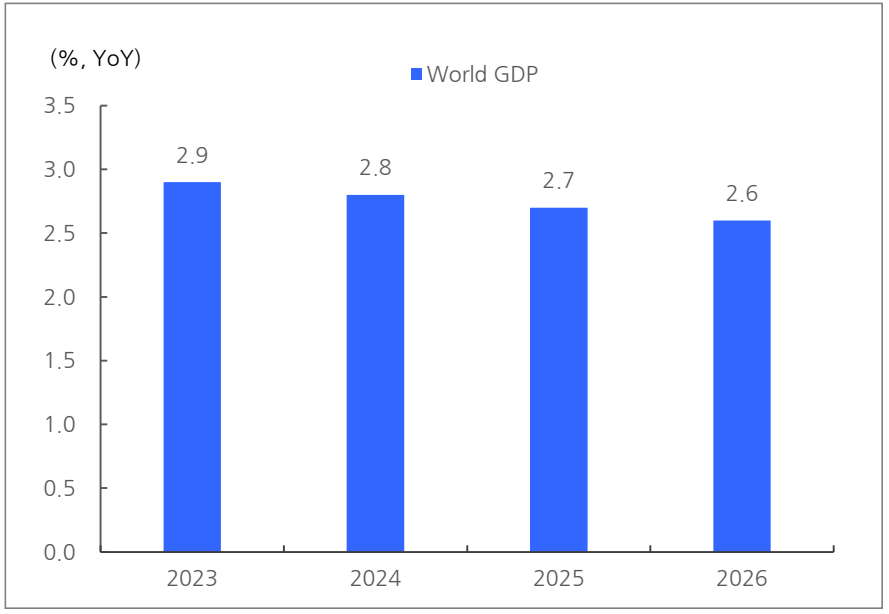



자료: IMF WEO(25.10월), 현대차증권

# 글로벌 경제 성장세는 소폭, 교역량(volume)은 상당폭 둔화

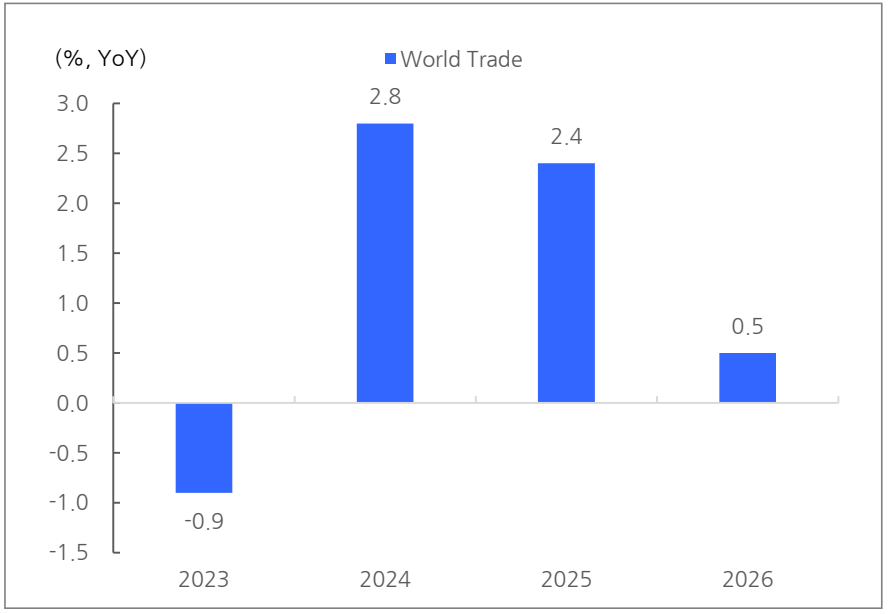
- 글로벌 경제성장세는 여전히 높은 금리와 물가, 관세 충격으로 인한 대외수요 약화 등 여파로 둔화되겠으나 완화적인 정책 기조, AI 산업 발전 등 새로운 성장 동력이 하방을 지지할 전망
- 교역량은 급격한 관세 인상 회피 위한 선수요(front-loading) 반작용, 관세 영향 본격화에 따른 대외수요 및 교역 위축 영향으로 부진이 예상

글로벌 경제 성장은 소폭 둔화




주: IMF, OECD, World Bank 주요기관 컨센서스
자료: WTO, 현대차증권

반면 내년 글로벌 교역(물량) 증가세는 크게 둔화

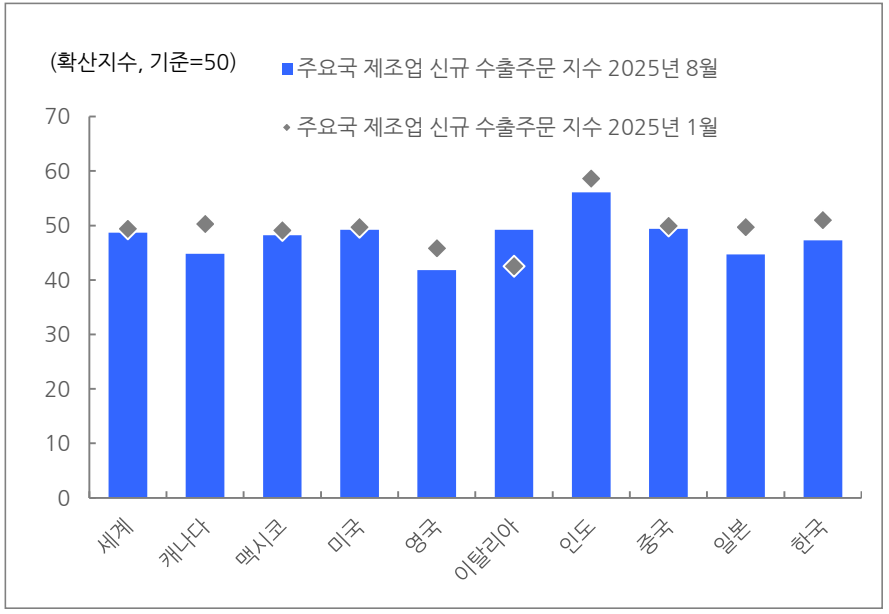



자료: WTO, 현대차증권

# 25년초 대비 주요국 신규 수출주문 위축

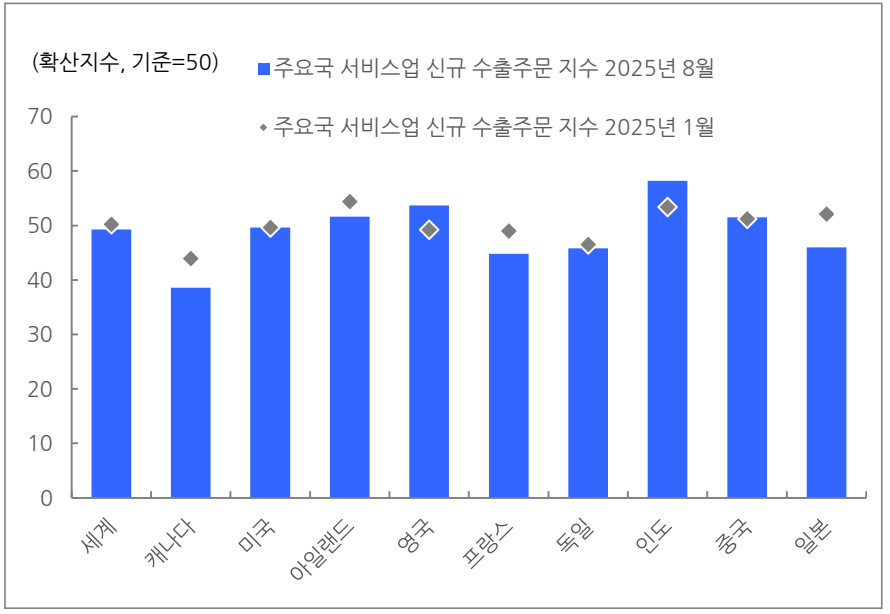
- 수출 경기 선행지표로 볼 수 있는 S&P PMI의 신규 수출주문 지수는 연초 대비 감소
- 대부분의 국가에서 확산지수(diffusion index)가 50이하에 머물러 위축을 시사하고 있으며 8월 수치가 1월 보다 확연이 낮아진 모습

2026년 글로벌 교역(물량) 증가세 크게 둔화, 성장률은 소폭 둔화




자료: WTO, 현대차증권

2026년 글로벌 교역(물량) 증가세 크게 둔화,

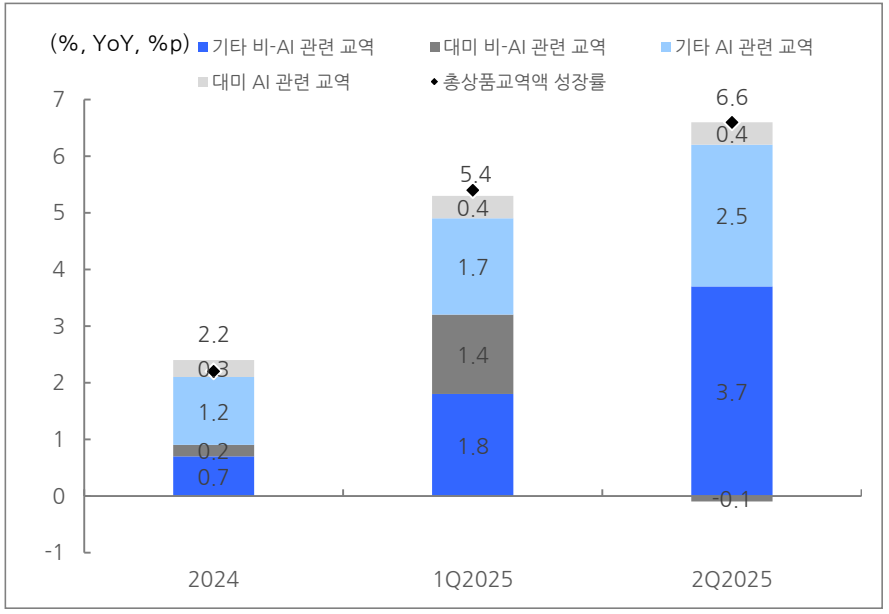



자료: WTO, 현대차증권

# 25년초 대비 주요국 신규 수출주문 위축

- AI 관련 상품(semiconductors, processors, finished computers, servers, and telecommunication equipment, etc) 교역은 25년 상반기에 전년동기 대비 20% 증가(24H1: 1.6조달러→25H1: 1.9조달러)해 25년 글로벌 무역 성장을 견인
- 반면, 비-AI 상품은 같은 기간 4% 증가(24H1 10.5조달러 →25H1: 10.9조달러)에 그쳐 AI 관련 상품의 25년교역 성장 기여율은 45%를 기록

AI와 관련된 교역량 증가세가 글로벌 교역 증가 견인




주: IMF, OECD, World Bank 주요기관 컨센서스
자료: WTO, 현대차증권

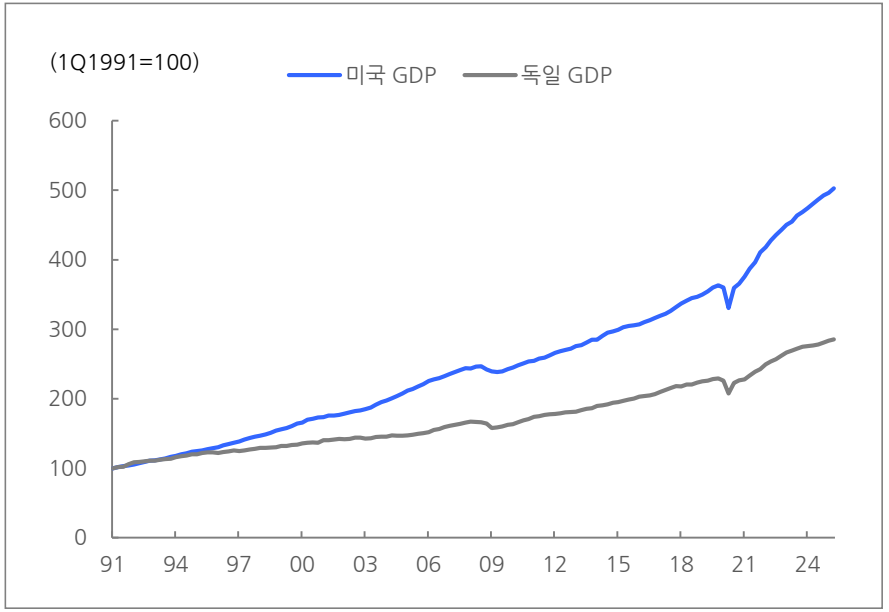
지역별 AI 관련 교역량 증가율과 기여도, 아시아 기여도 높아

| | 성장률 | | | 성장 기여도 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024 | 1Q 2025 | 2Q 2025 | 2024 | 1Q 2025 | 2Q 2025 |
| 대(對) 북아메리카 AI 관련 교역 | 16.9% | 29.2% | 28.7% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| 대(對) 유럽 AI 관련 교역 | -1.4% | 3.6% | 9.9% | 0.0% | 0.1% | 0.3% |
| 대(對) 아시아 AI 관련 교역 | 14.5% | 19.0% | 25.2% | 1.2% | 1.5% | 2.1% |
| 기타 AI 관련 교역 | 5.0% | 5.4% | -1.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 총 AI 관련 교역 | 10.7% | 16.5% | 21.7% | 1.5% | 2.2% | 3.0% |
| 비-AI 관련 교역 | 1.1% | 3.7% | 4.2% | 0.9% | 3.2% | 3.6% |
| 총상품교역액 성장률 | | | | 2.3% | 5.4% | 6.6% |

자료: WTO, 현대차증권

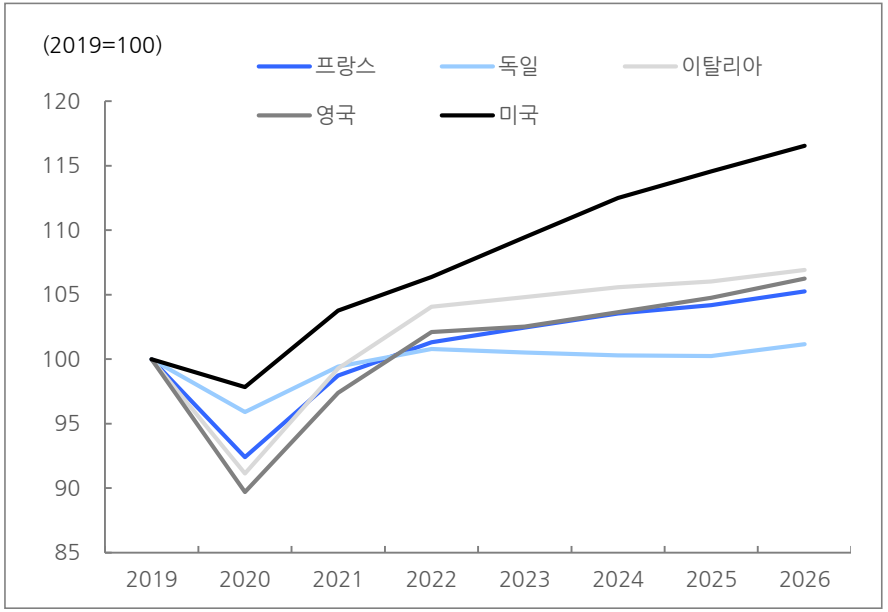
# 미국 예외주의 약해졌지만 여전히 우위

2026년 글로벌 교역(물량) 증가세 크게 둔화, 성장률은 소폭 둔화




자료: FRED, 현대차증권

미국과 유럽 주요국 GDP 격차 확대

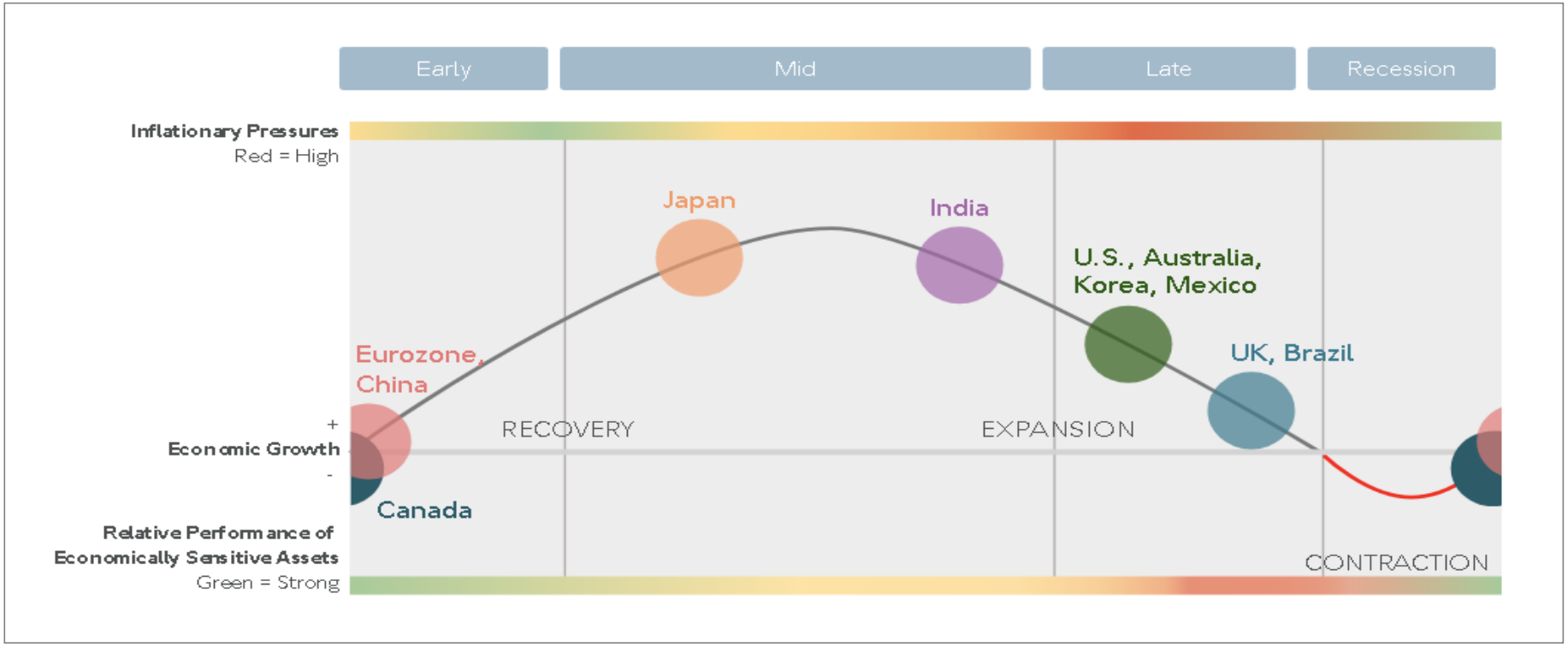



자료: WEO, 현대차증권

# 참조: Fidelity Business Cycle

- 중국과 유로존 Early Cycle에 위치해 있으나 회복 속도는 차별화, 중국은 체질 개선에 시간 소요, 유로존은 정치/재정 이슈로 발목
- Mid Cycle에 위치한 일본과 인도는 비교적 견조한 성장세 이어갈 것으로 예상되나 일본은
- Late Cycle에 위치한 미국과 한국은 확장 재정과 AI 투자 관련 사이클이 경기 확장 국면을 연장해줄 것으로 예상

Fidelity Business Cycle



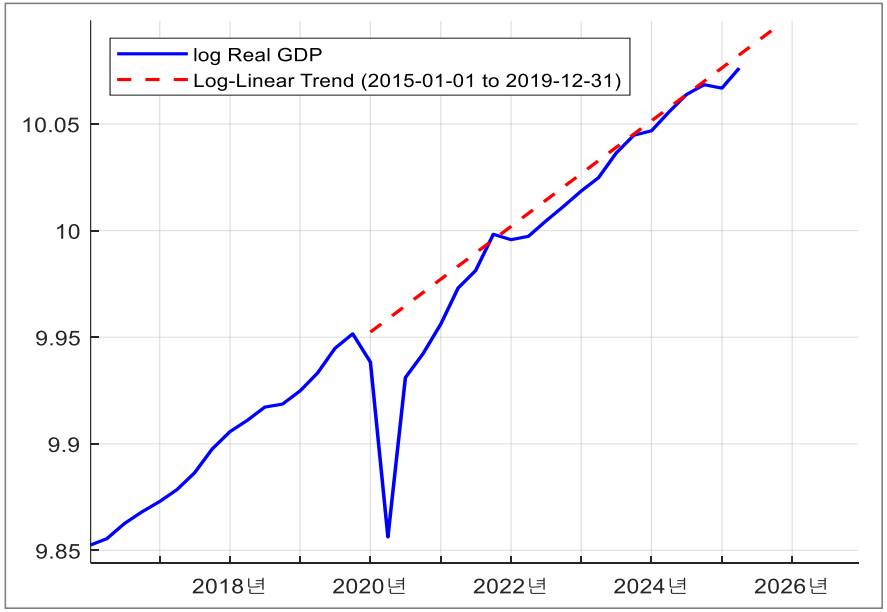

자료: Fidelity

# 미국 경제전망

# 성장 둔화 예상되나 버퍼 존재

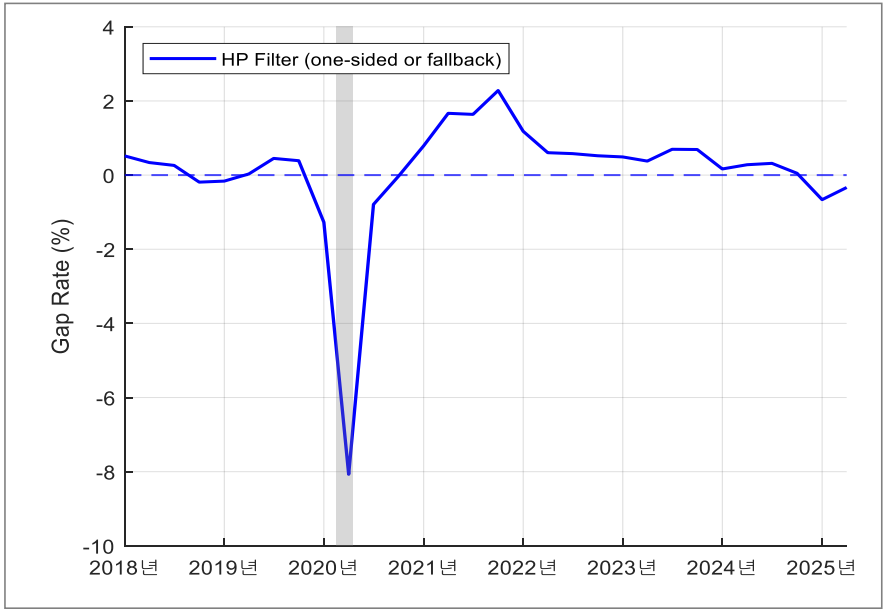
- 셧댜운으로 3분기 GDP가 발표되지 않았으나 미국 경기는 3분기 견조한 성장 이후 4분기에 셧댜운 영향으로 둔화될 전망
- 25년 경제성장률은 4분기 셧다운 영향으로 기존 전망 2.1%에서 1.9%로 낮아질 것으로 예상
- 26년 경제성장률은 1.9%로 잠재성장률 수준과 유사한 성장세 보일 전망
- 고용과 소비 중심으로 성장 동력이 일부 약화 되겠으나 AI 투자 사이클과 OBBBA의 효과, 완화적인 금융여건이 성장을 견인할 전망

미국 경기, 팬데믹 이전 추세 재차 근접




자료: 현대차증권

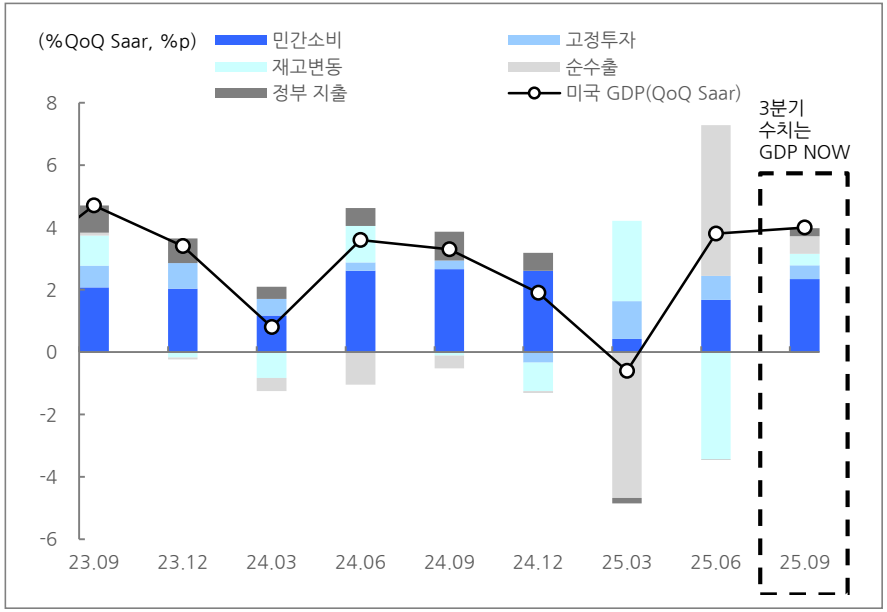
경기 국면




자료: 현대차증권

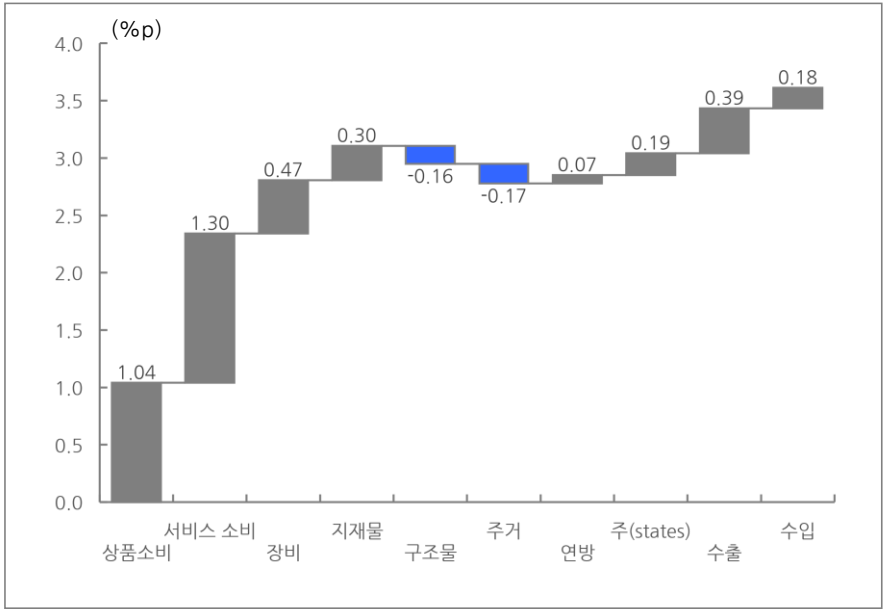
# [참조] 미국 GDP 지출항목별 성장 기여도

경제성장률 기여도




자료: Bloomberg, GDPNOW, 현대차증권

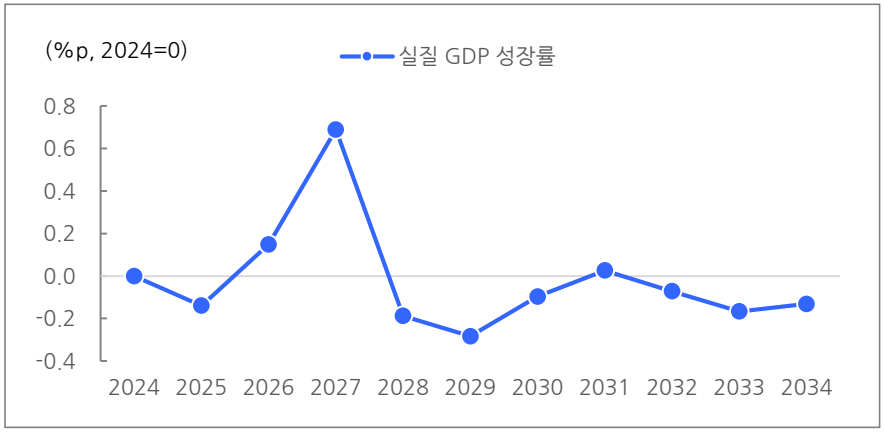
GDP NOW 기준 25년 3분기 세부항목별 경제성장률 기여도



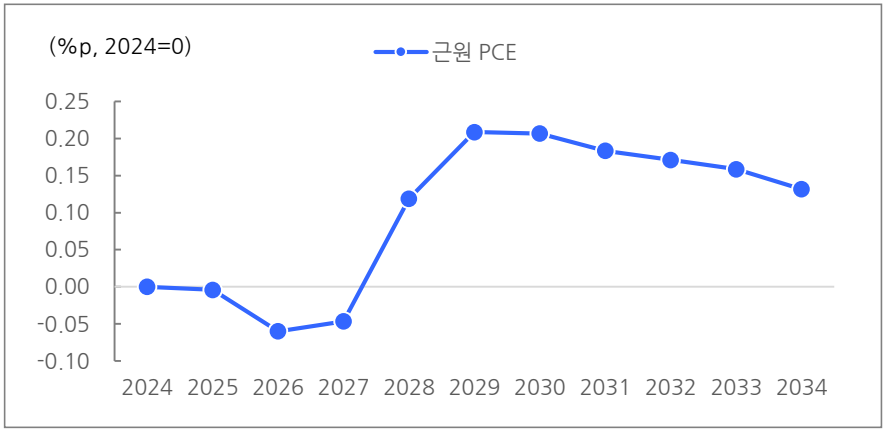

자료: GDPNOW, 현대차증권

# OBBBA 제정에 따른 실물경제 영향

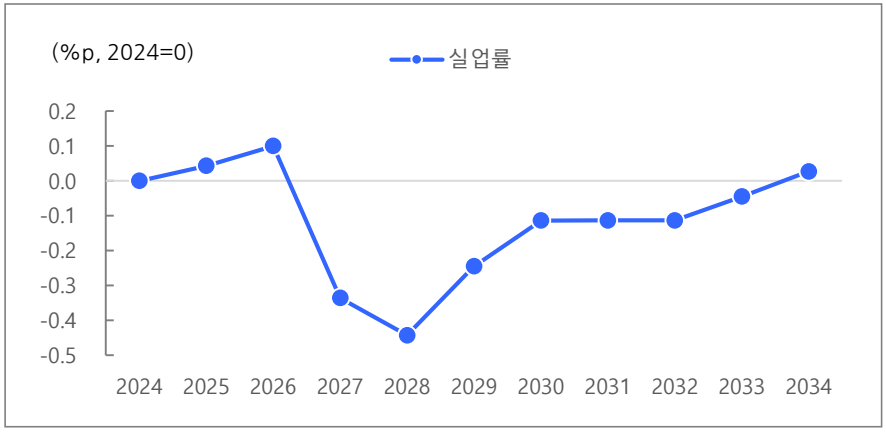
## 실질 GDP 전망치



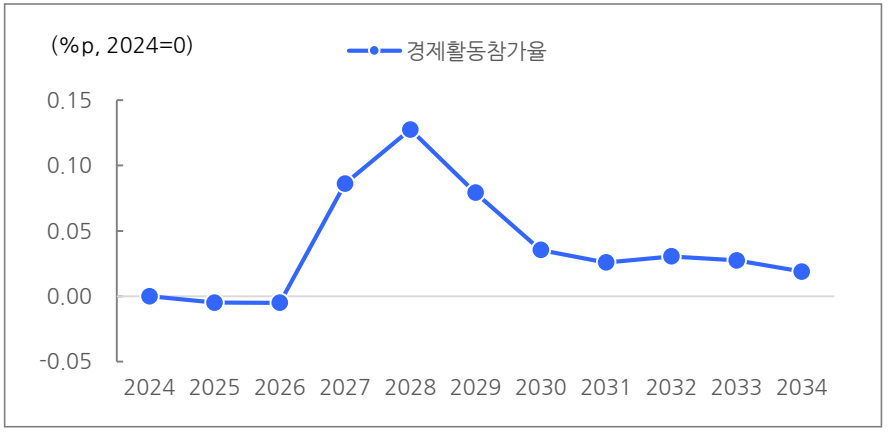

## 근원 PCE 전망치




## 실업률 전망치




## 경제활동참가율 전망치

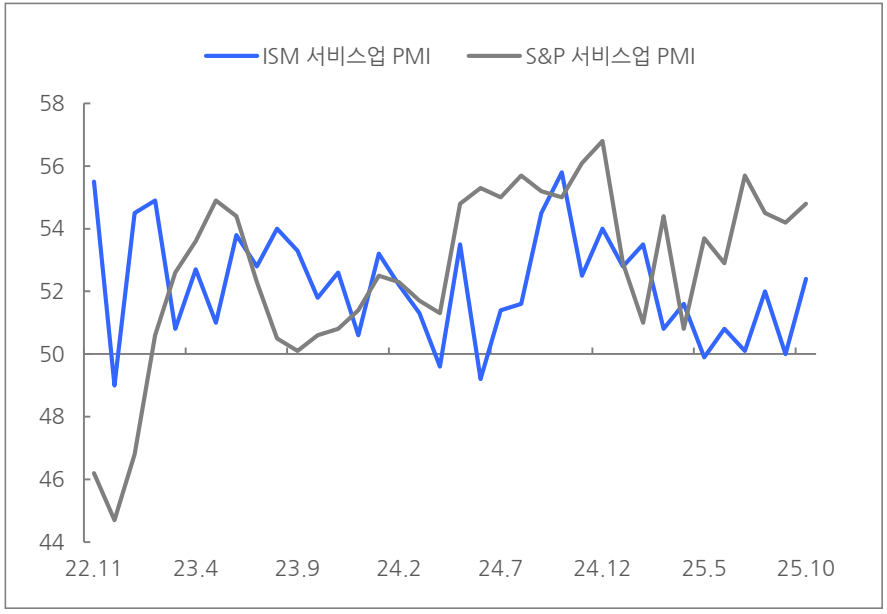



주: 전망치는 2024년 대비 차이
자료: The Budget Lab, 현대차증권

# 서비스업과 제조업 여전히 확장?

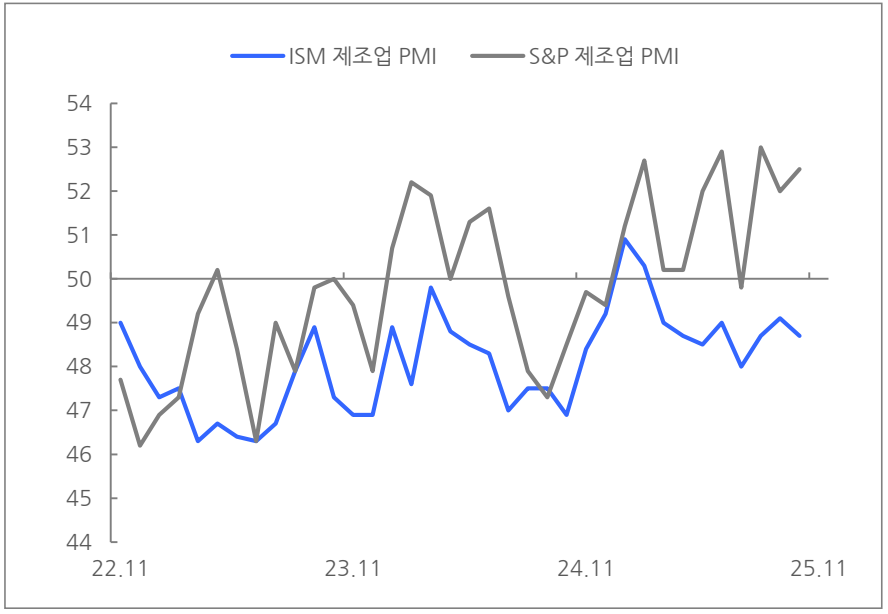
- 관세, 셧다운에도 10월까지 서비스업 경기는 확장 국면에 위치하며 3분기에 이서 4분기도 견조한 성장 모멘텀 지속
- 다만, 성장이 일부 섹터에(금융서비스와 테크 기업) 집중 돼있고, PMI 응답 기업들은 재료가격 상승, 수요 약화 조짐 등을 근거로 내년 경기에 대한 부정적 견해가 강해지고 있음

미국 서비스업 경기 견조




자료: Bloomberg, 현대차증권

제조업 경기는 다시 위축 국면?

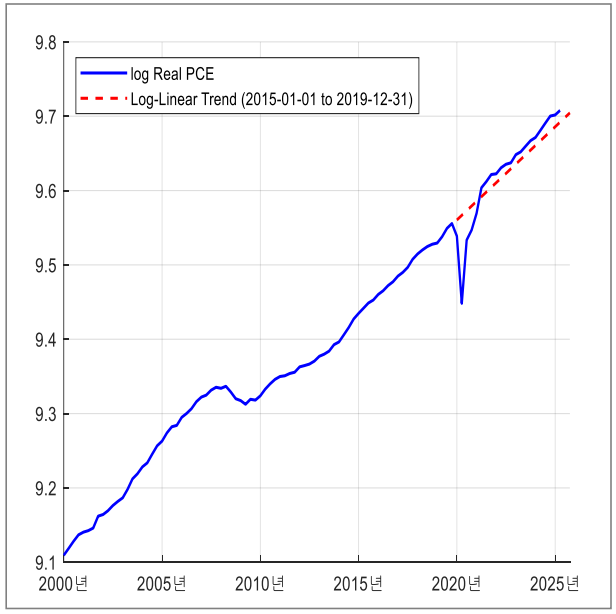



자료: Bloomberg, 현대차증권

# 소비는 아직 견조하나 점차 둔화 예상

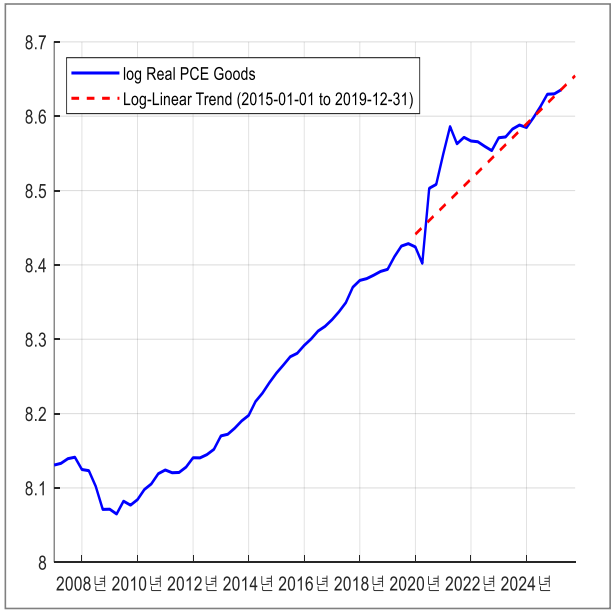
- 미국 개인소비지출은 팬데믹 이전(2015~2019)년 추세를 상회
- 상품 소비는 팬데믹을 기점으로 급증했던 부분이 되돌려지면서 정상화, 관세/인플레/금리 인하 속도 둔화 영향 본격화되면 상승세 둔화 불가피
- 서비스소비는 팬데믹 이전 추세 여전히 크게 상회하고 있어 정상화 진행되면 성장세는 약화될 것

실질 개인소비지출(PCE) 추이



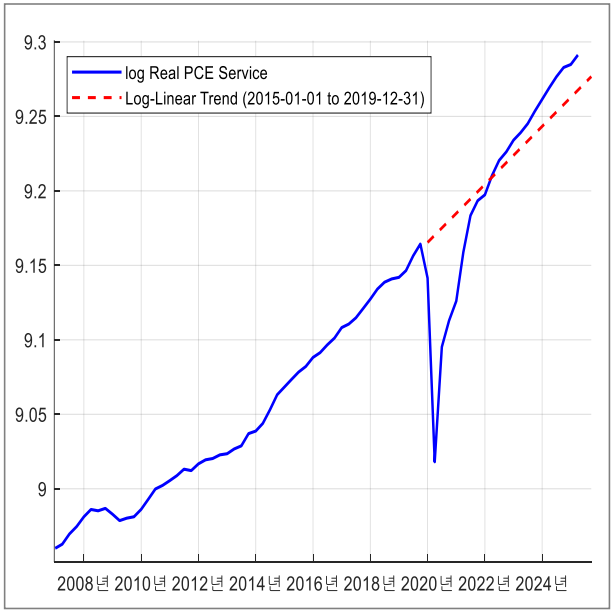

자료: BEA, 현대차증권

실질 상품 PCE 추이




자료: BEA, 현대차증권

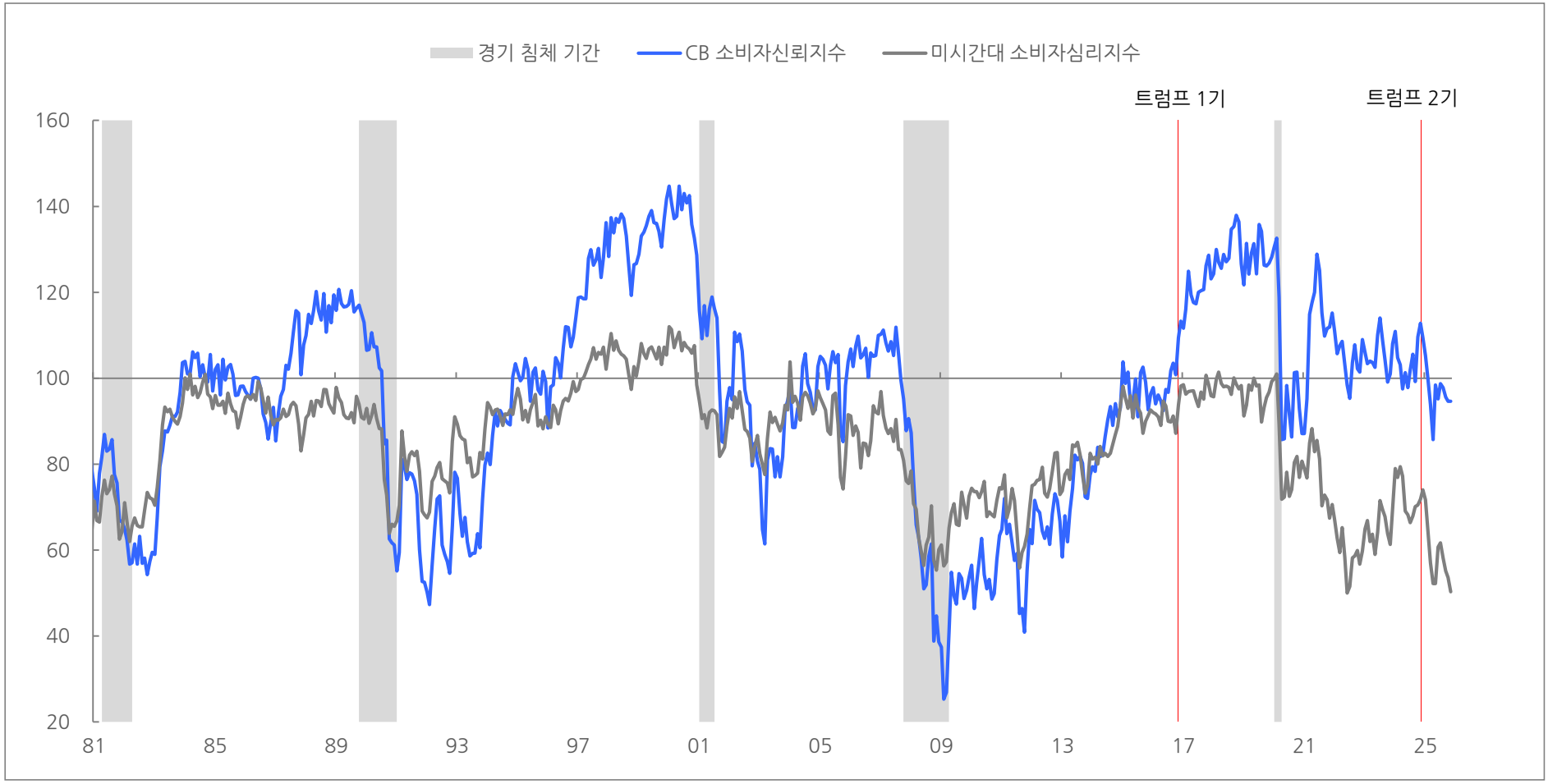
실질 서비스 PCE 추이




자료: BEA, 현대차증권

# 소비자 심리는 악화

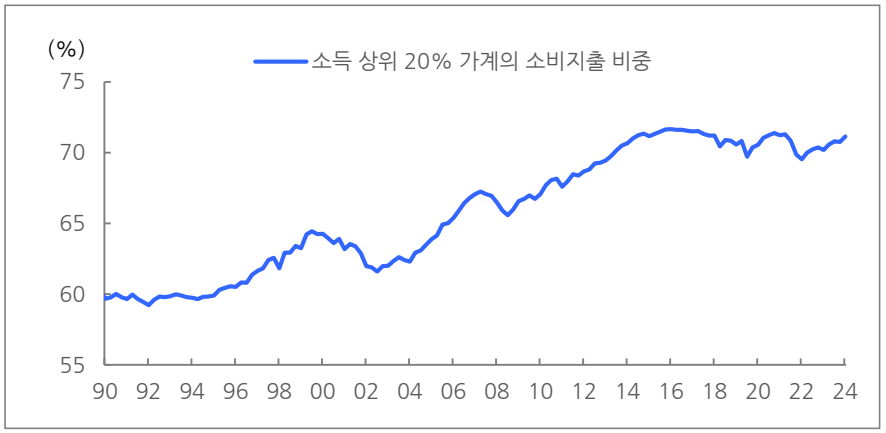
- 소비자심리는 악화되는 모습, 특히 10월 미시간대 소비자심리지수는 셧다운 장기화 영향으로 40개월래 최저치를 기록
- 한편, 고소득층, 대량의 주식 보유자들은 소비심리가 개선된 반면 저소득층 소비심리는 크게 악화되면서 K자 경제 환경 심화되는 모습



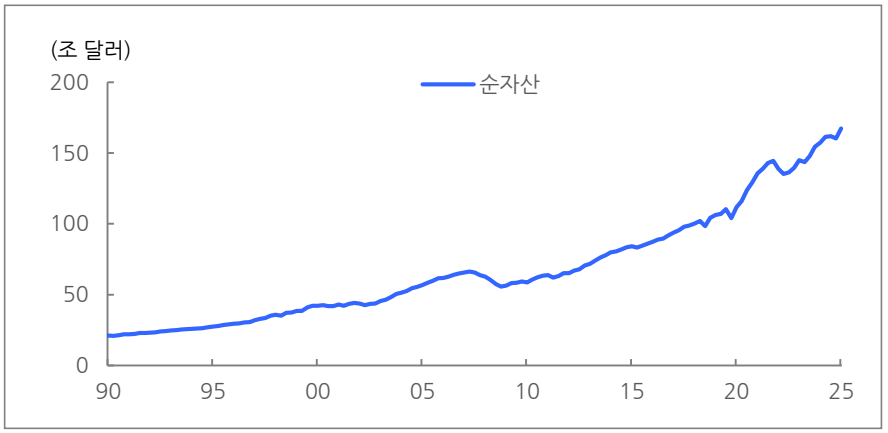

자료: FRED, 현대차증권

# K자 소비 경향 강해지는 미국, 부유층과 중산층 이상 소비는 양호

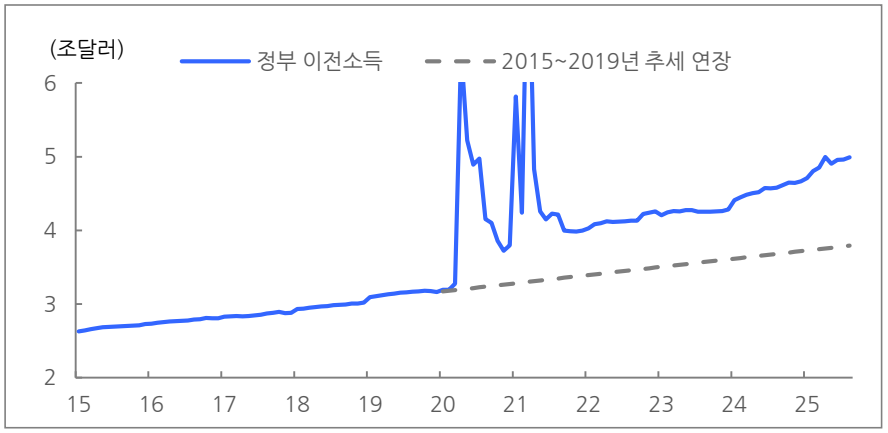
소득 상위 20%가 소비지출에서 차지하는 비중 높음



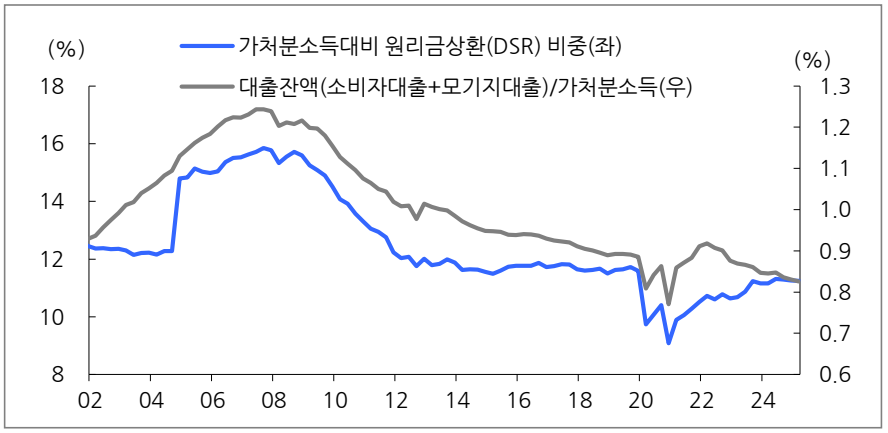

막대한 규모의 가계 순자산




정부→가계 이전지출 증가 흐름 여전




여전히 팬데믹 이전 수준을 하회하는 가계대출 DSR

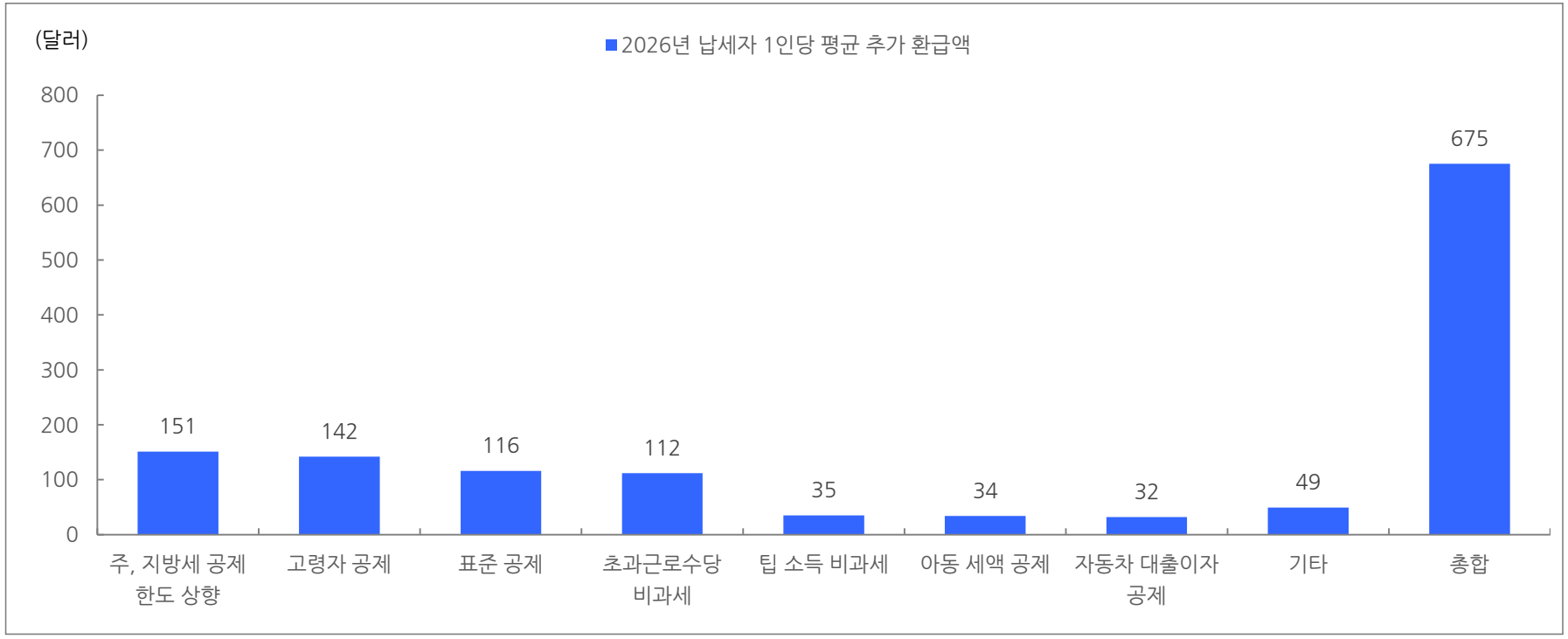



자료: FRED, 현대차증권

# OBBBA는 단기 성장 견인에는 도움

- OBBBA는 중장기적으로 미국 재정적자 확대를 통해 국채 발행 및 이자부담을 가중시키고 장기물 금리 상승 압력을 높이는 정책
- 다만, 단기적인 관점에서는 세액공제 혜택, 기업 투자 인센티브 확대 등 통해 성장에 도움

OBBBA 제정으로 인한 2026년 납세자 한 명당 세금 환급액은 약700달러

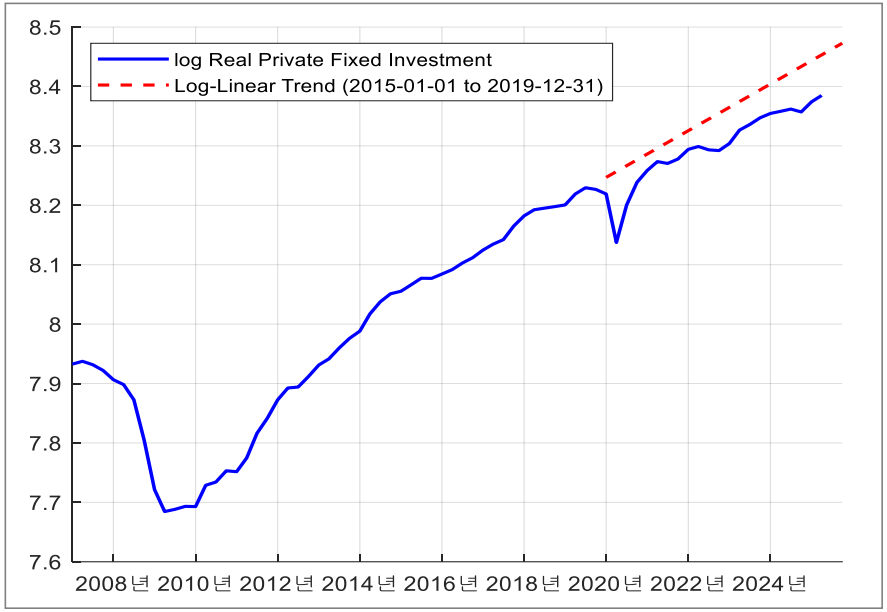



자료: CBO, 현대차증권

# 투자는 회복될 여력 남아있고, 최근 장비와 IP투자 모멘텀 강화

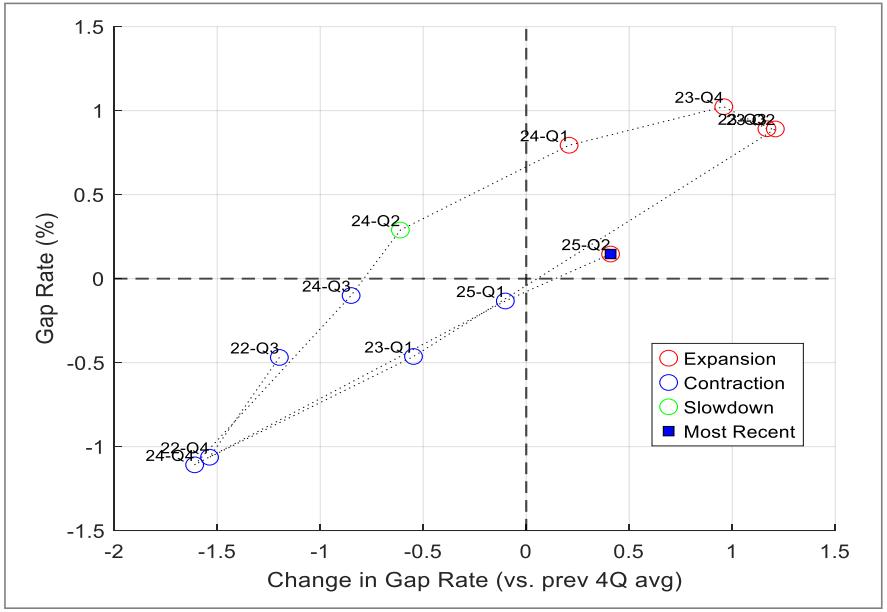
- 미국 실질 민간투자는 확장 국면에 진입
- 주거용 부동산 투자와 구조물 투자가 부진하나 AI 산업 발전으로 장비, R&D 투자액 빠르게 증가해

미국의 대중국 기술 제재 현황




자료: 현대차증권

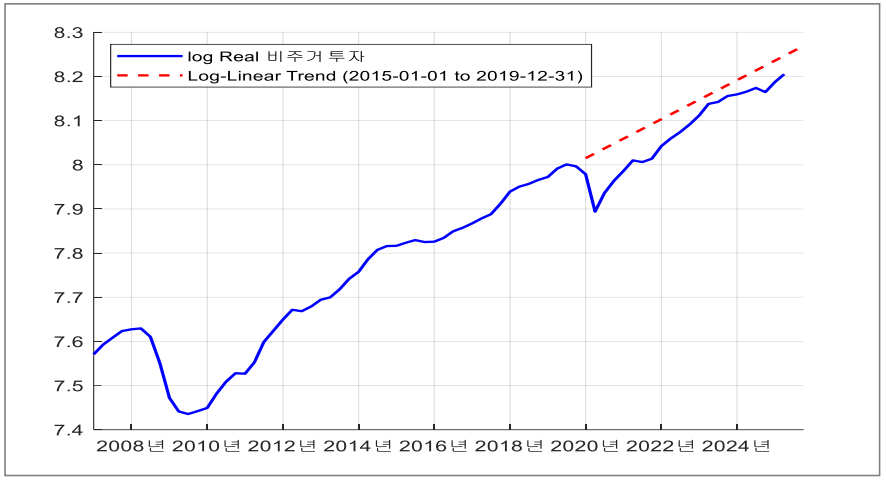
미국 AI 모델이 우위 점하고 있으나 중국 모델도 빠르게 따라잡는 중



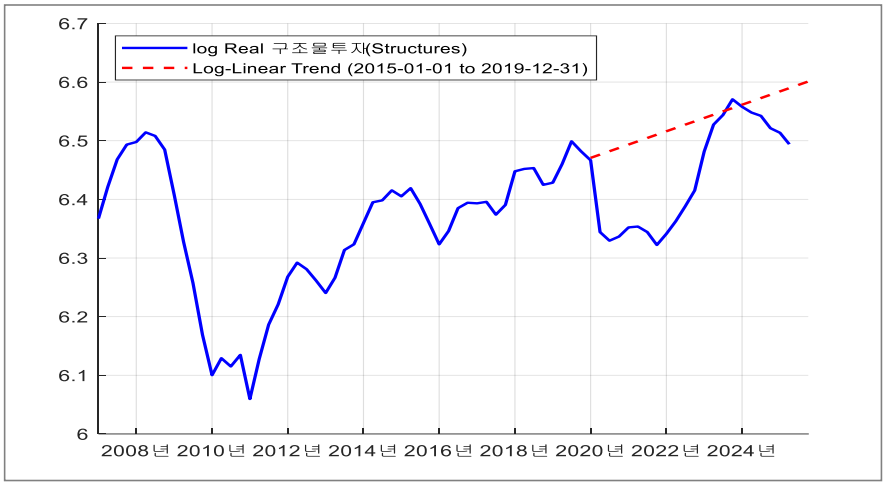

자료: 현대차증권

# 비주거 투자는 장비투자와 지재물(IP)투자가 견인

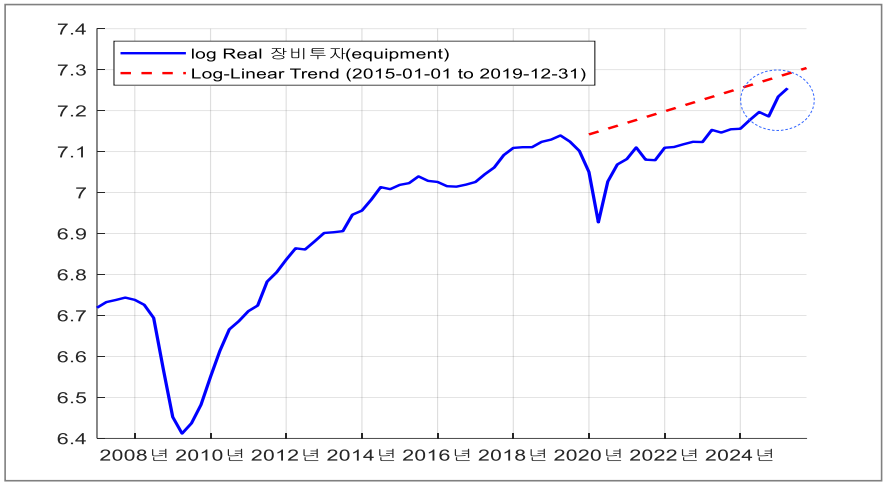
실질 비주거용 건설투자



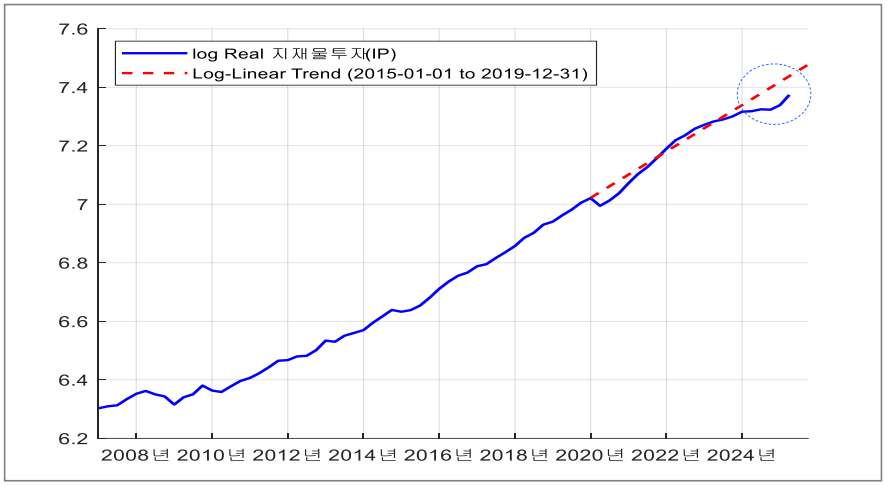

실질 구조물 투자




실질 장비투자



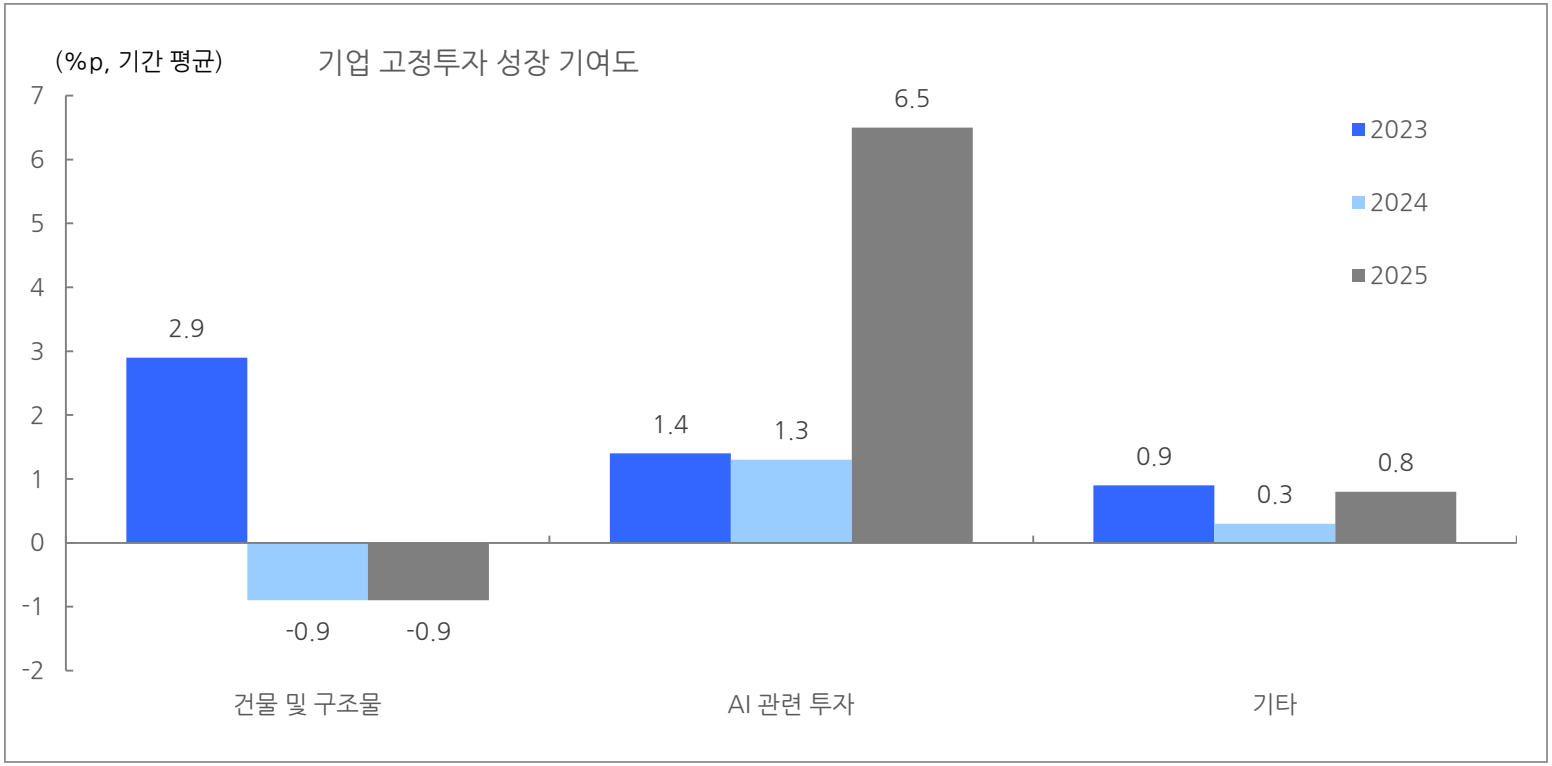

실질 지식재산물 투자(R&D)




자료: BEA, 현대차증권

# 참조: AI 관련 투자가 기업 투자 성장 견인

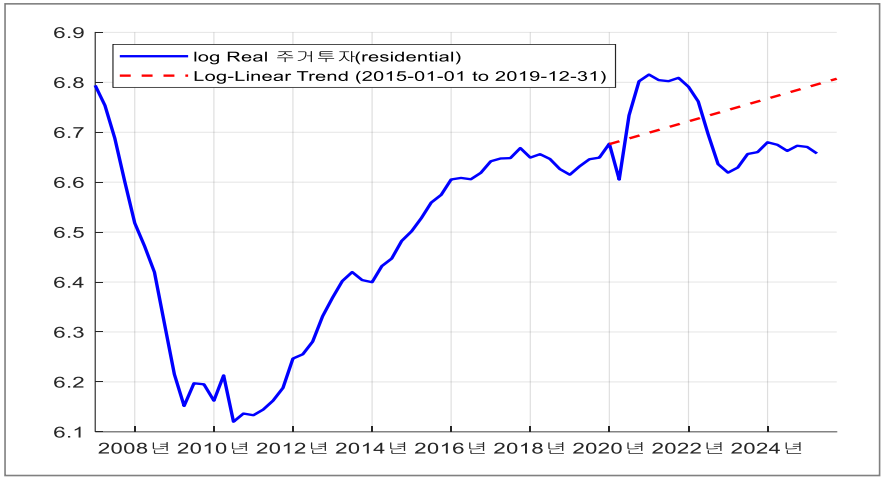
기업 고정 투자(Business Fixed Investment) 성장에 대한 기여도



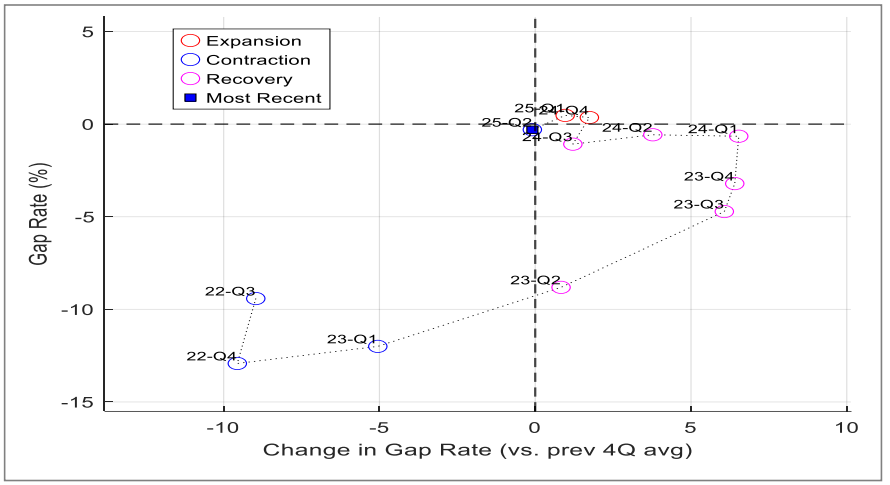

주: AI 관련 투자는 정보처리 장비, 소프트웨어, R&D 투자를 포함
자료: BEA,,PIIE, 현대차증권

# 주거 투자는 여전히 부진하나 바닥 통과는 기대

실질 주거용 건설투자, 여전히 맥 못쓰는 중

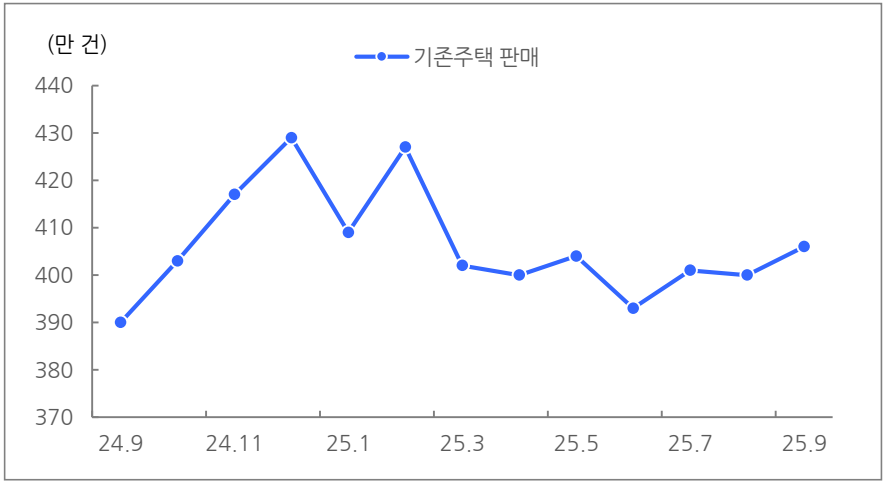



주거용 건설투자 확장 국면 진입 시도 중이나 쉽지 않아




모기지금리 6%대초반으로 내려왔지만…

기존주택 판매

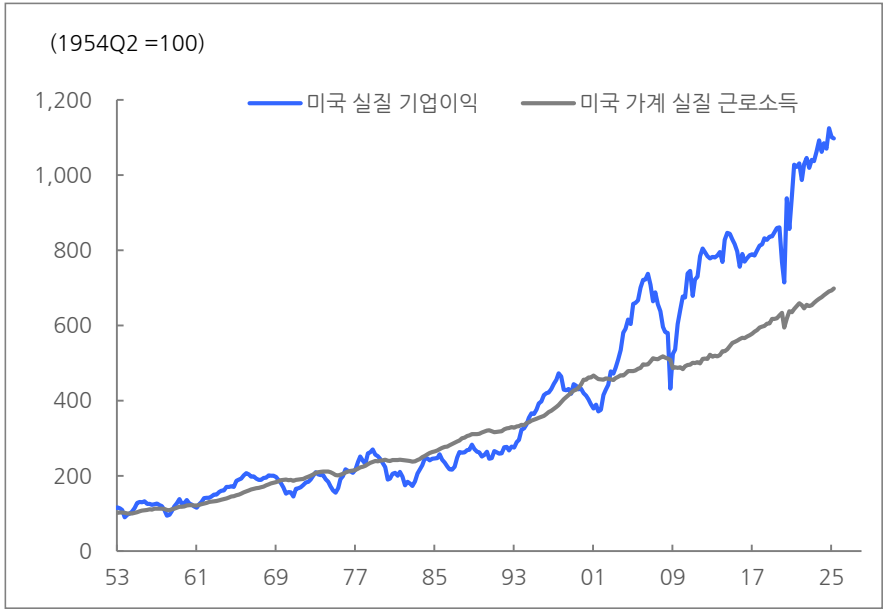



자료: Bloomberg, 현대차증권

# 기업이익 견조, 관세 영향으로 마진 축소돼도 버퍼 존재

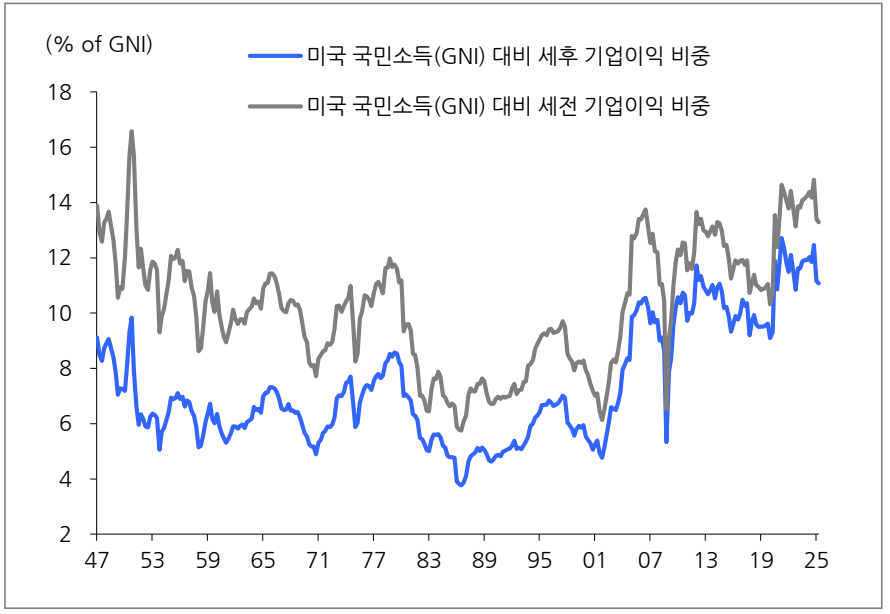
- 미국 기업이익은 금융위기와 팬데믹 위기를 거치면서 매우 가파르게 증가
- 국내총소득에서 차지하는 비중도 역사적 고점 수준. 견조한 기업이익으로 이자비용 부담 증가에도 ICR 높게 유지
- 중소기업과 대기업의 양극화 흐름도 존재하나 기업이익 개선은 경제 전반에 걸쳐 나타나고 있으며 기업의 고용과 투자 활동도 견조
- 관세 영향으로 상품수입 기업 중심으로 마진 줄어들 우려는 상존

전후 장기 시계열 비교: 미국의 실질 기업이익과 실질 근로소득




자료: FRED, 현대차증권

미국 국민소득 대비 기업이익 비중 All time high 수준

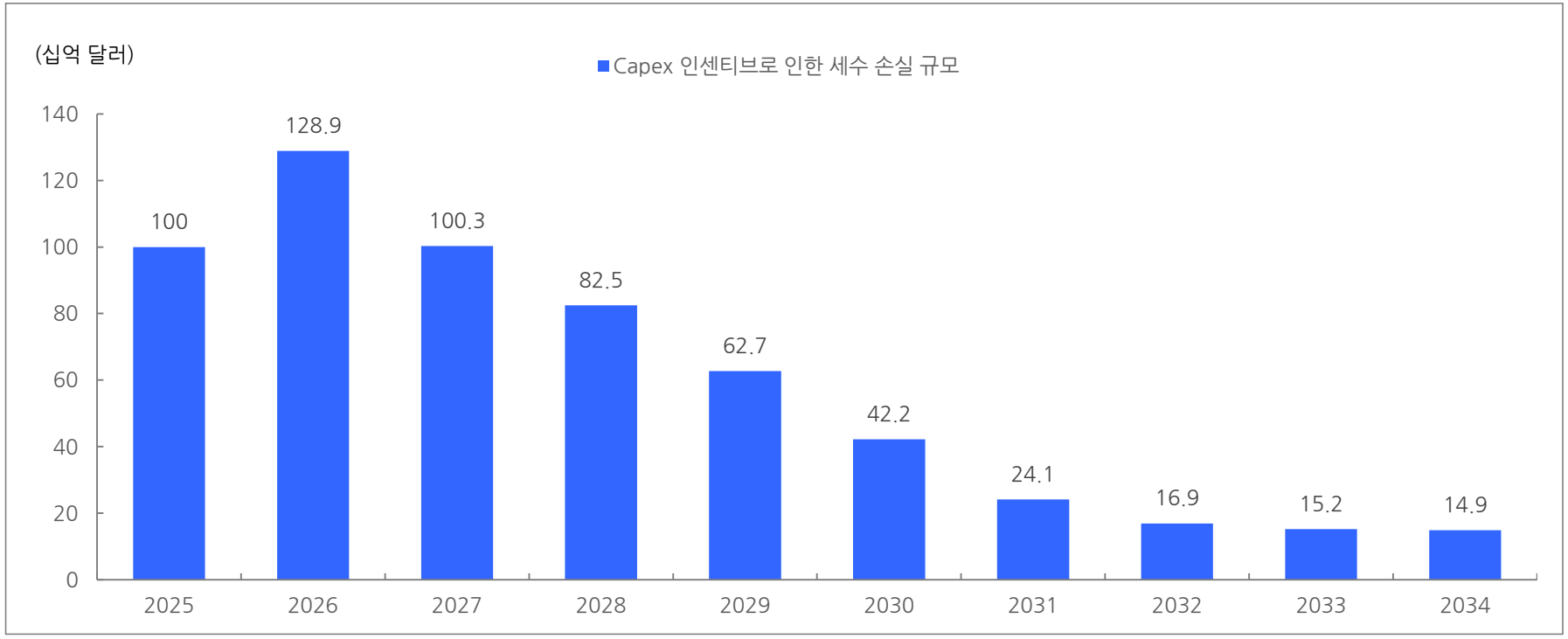



자료: BEA, 현대차증권

# 참조. OBBBA 제정에 따른 Capex 인센티브

- OBBBA는 기업 capex와 R&D 활동에 인센티브를 제공
- 미국 CBO 추정에 따르면 향후 10년간 기업들은 약 6000억달러에 달하는 규모의 세제 혜택을 볼 것으로 추정
- 동 조치는 소급 적용 되므로 향후 2년간 미국 기업들의 실효세율 수준 21%에서 15% 수준으로 하락하고, 이에 따라 기업 현금흐름 개선, 단기 투자 모멘텀 확대 등 효과가 동반될 소지가 있음

Capex 인센티브로 인한 세수 손실 규모 = 기업 입장에서는 세금 절감으로 수익 증가

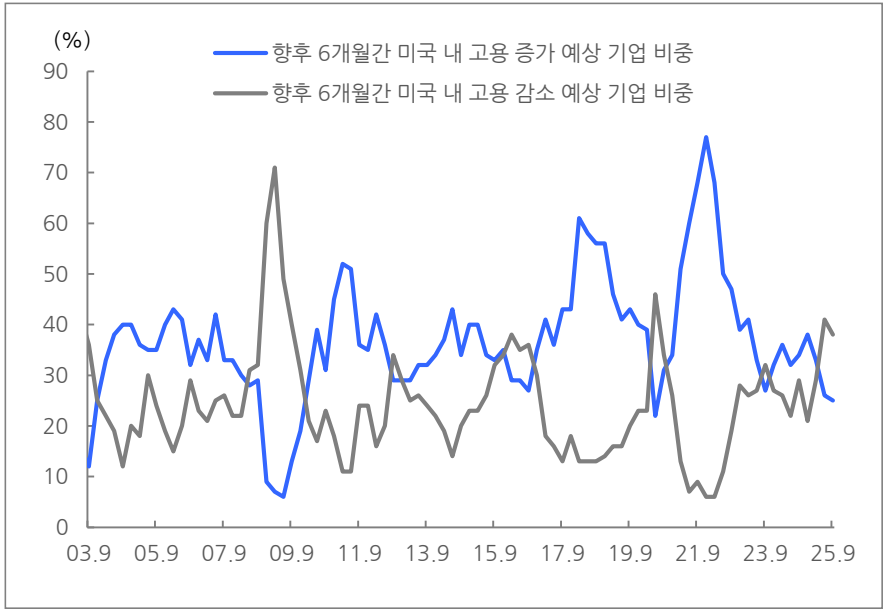



자료: CBO, Principal Asset Management, 현대차증권

# 고용심리는 부정적이며 추가 고용 둔화를 시사

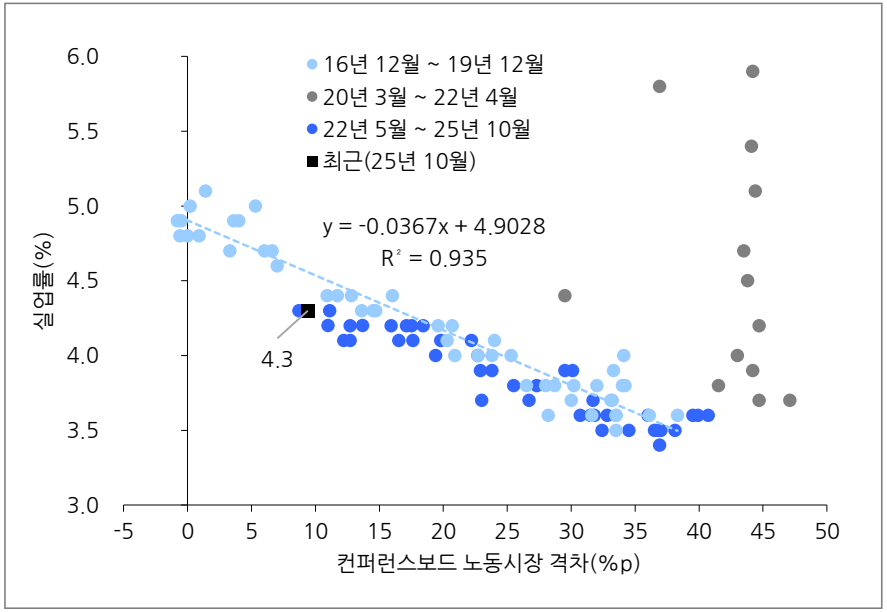
- 미국 근로자와 기업측 모두 고용상황에 대한 심리가 좋지 않은 편
- 노동시장 격차는 실업률과 연광성 매우 높은데 노동시장 격차 수준을 고려하면 실업률은 4.3~4.5% 레인지에 위치할 가능성

기업측 고용 심리(CEO Round Table 서베이) 부정적




자료: CEO Roundtable Survey

실업률과 컨퍼런스보드 노동시장 격차는 추가적인 실업률 상승 가능성 시사

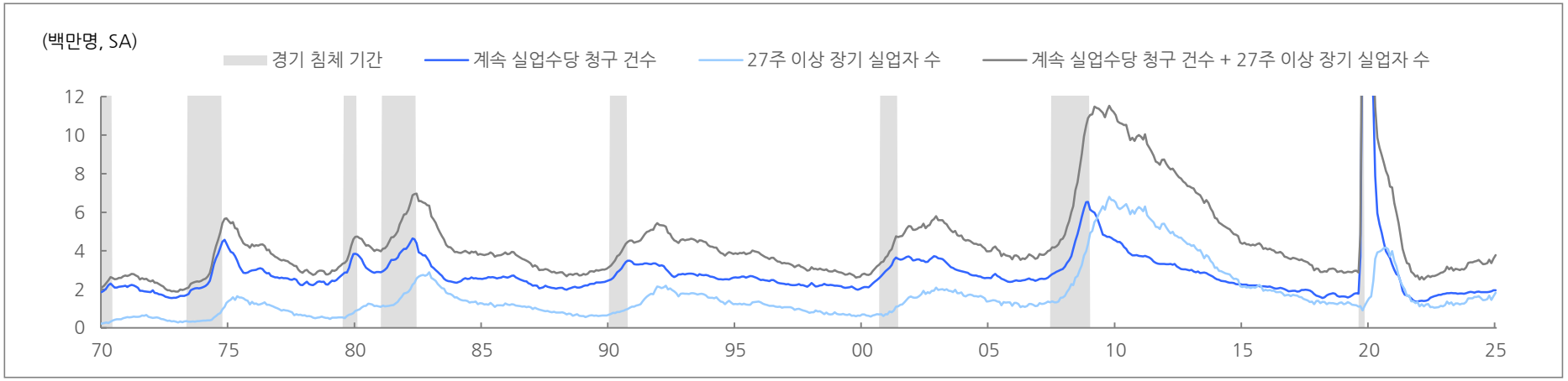



자료: CEIC, 현대차증권

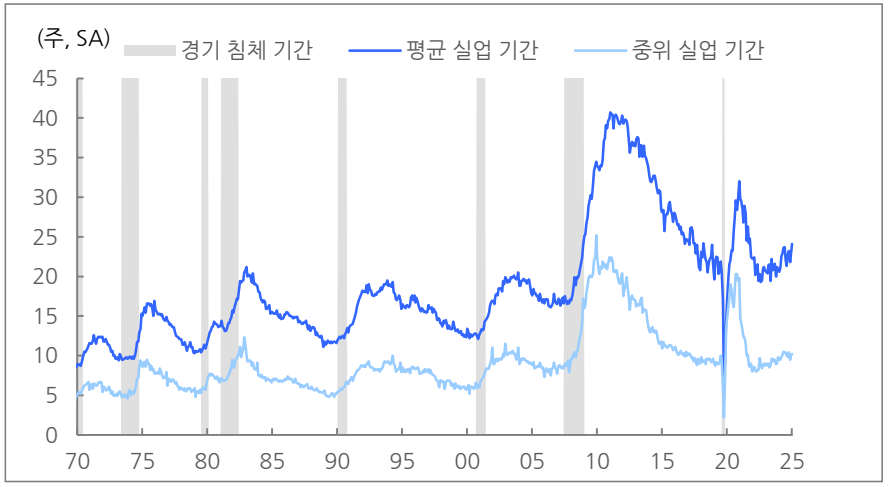
# 고용 지표 깜깜이 되기 전에도 질적인 부문에서 약화는 진행

- 미국 고용시장 수요와 공급 균형에 근접, 계속실업수당 완만한 증가세 보이는 가운데 장기실업자 쌓이고 있어 질적인 측면에서 약화 진행 중

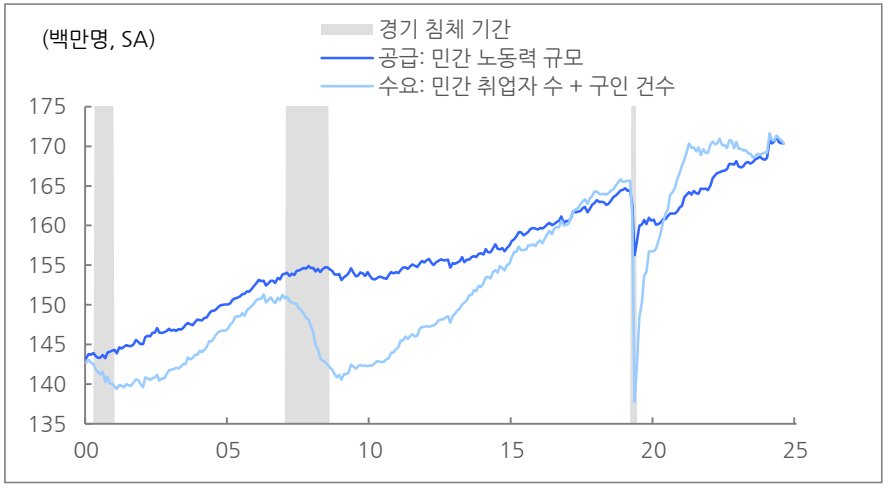
실업수당 청구 건수, 장기 실업자 추이




실업 기간 추이




노동 수요 및 공급 추이

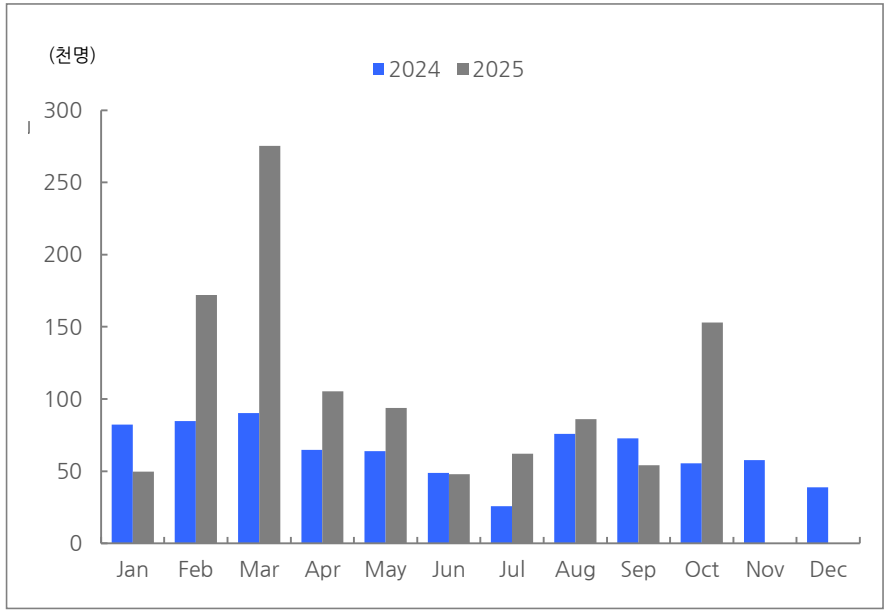



자료: FRED, 현대차증권

# 연초 정부 감원 여파와, 최근 감원 증가도 고용 우려 더하는 요인

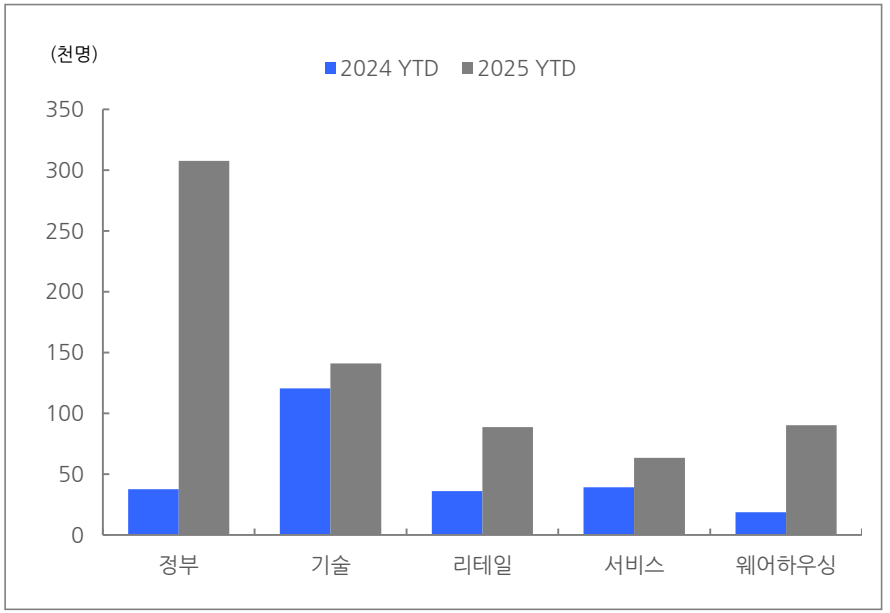
- 트럼프 취임 이후 DOGE 활동(과 부처 예산 삭감(대표적으로 교육부) 등으로 정부 측 고용 감소세 이어질 우려
- 사직 유예(deffered resignation) 기간 경과로 10월 정부부문 퇴직자 늘어났을 가능성 있음

2025년 감원 계획 연초 DOGE 활동으로 크게 증가




자료: Challenger, Gray & Christmas, Inc., 현대차증권

정부 고용 감원(job cuts) 계획 매우 높은 수준

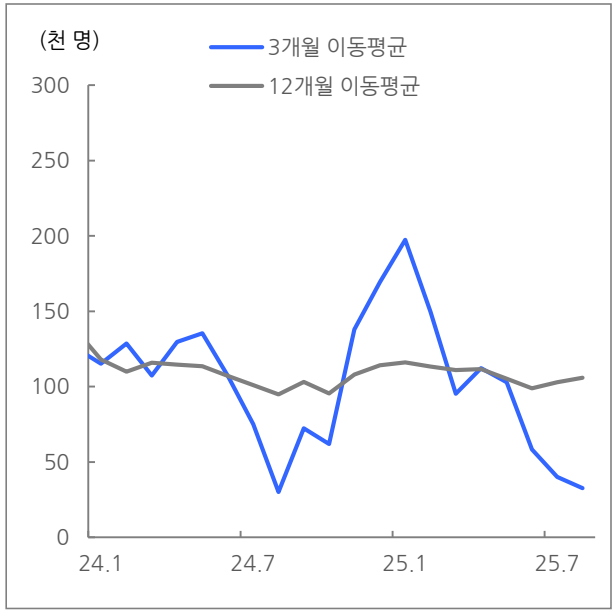



자료: Challenger, Gray & Christmas, Inc., 현대차증권

# 정부와 건설부문 고용 부진이 더 두드러져

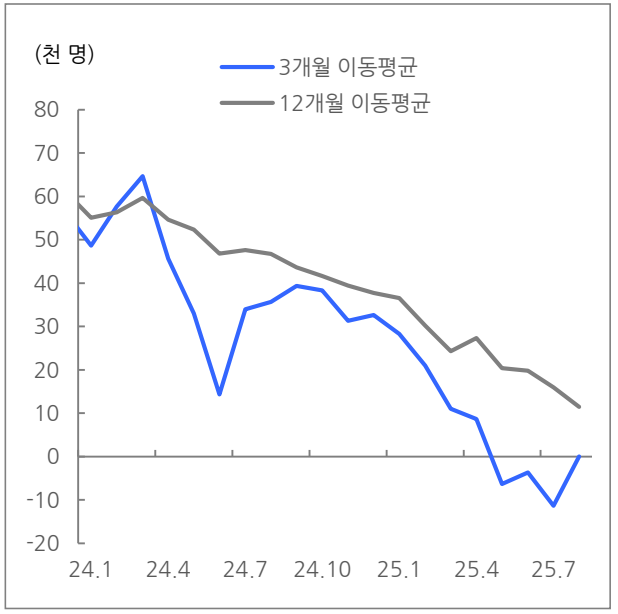
- 민간부문의 고용은 3개월 이동평균 기준으로는 급락했으나 12개월 이동평균 기준으로는 추세 꺾이지 않았음
- 다만, 정부부문과 건설 부문은 24년 하반기부터 감소세가 이어지면서 부진이 더 심화
- 정부는 DOGE 활동 여파, 건설투자는 고금리 장기화에 따른 건설경기 회복 지연, 이민 노동자 감소 등이 영향

민간 고용(건설 제외) 변화



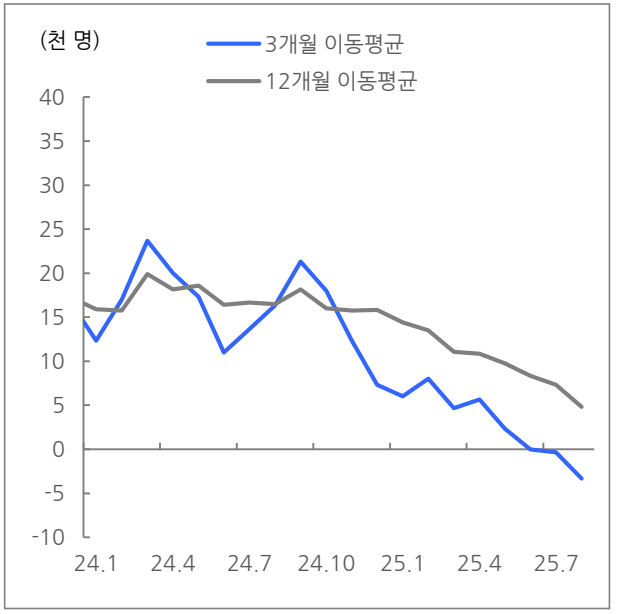

자료: BLS, 현대차증권

정부부문 고용 변화




자료: BLS, 현대차증권

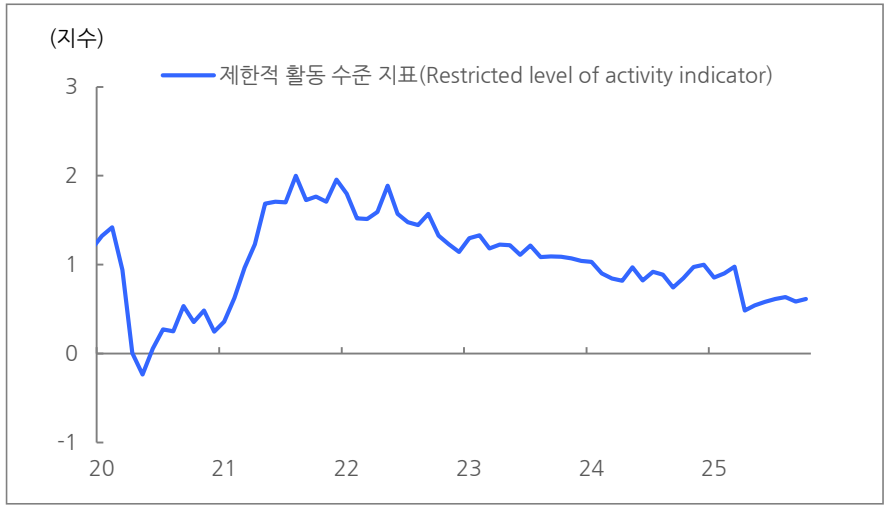
건설부문 고용 변화



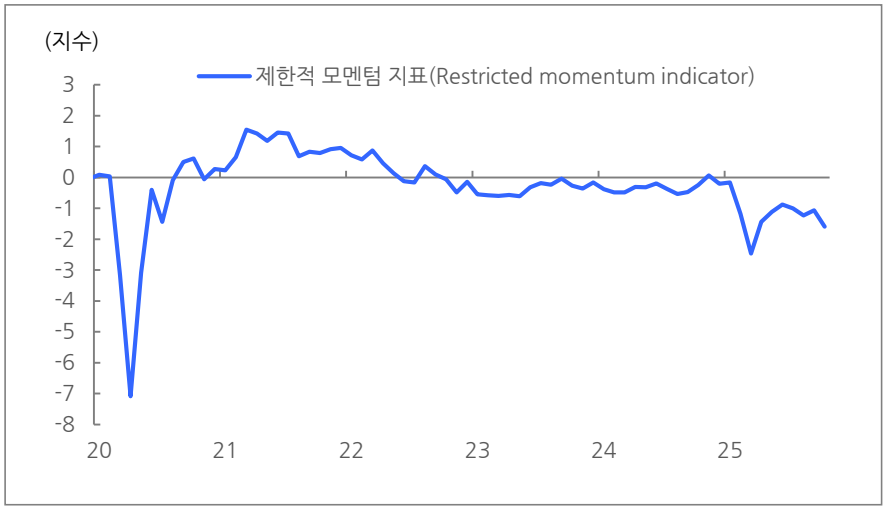

자료: BLS, 현대차증권

# 고용 대제 지표 통해 보는 미 고용 상황

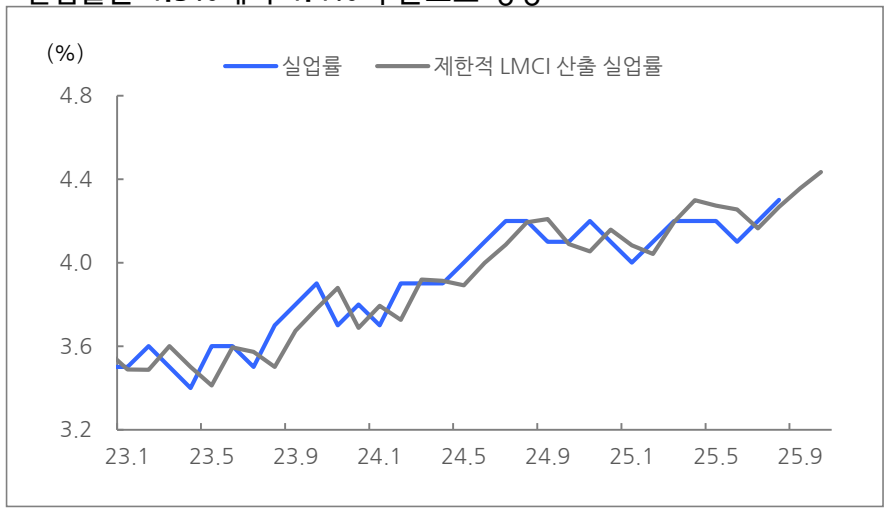
캔사스 연은 노동시장활동수준 지표 크게 악화되지 않고 있음



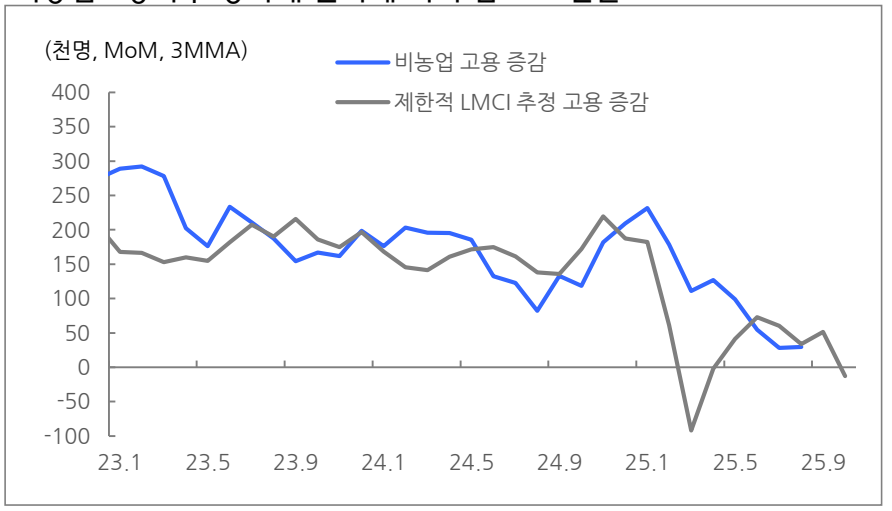

노동시장 모멘텀 지표는 하락




실업률은 4.3%에서 4.4% 수준으로 상승



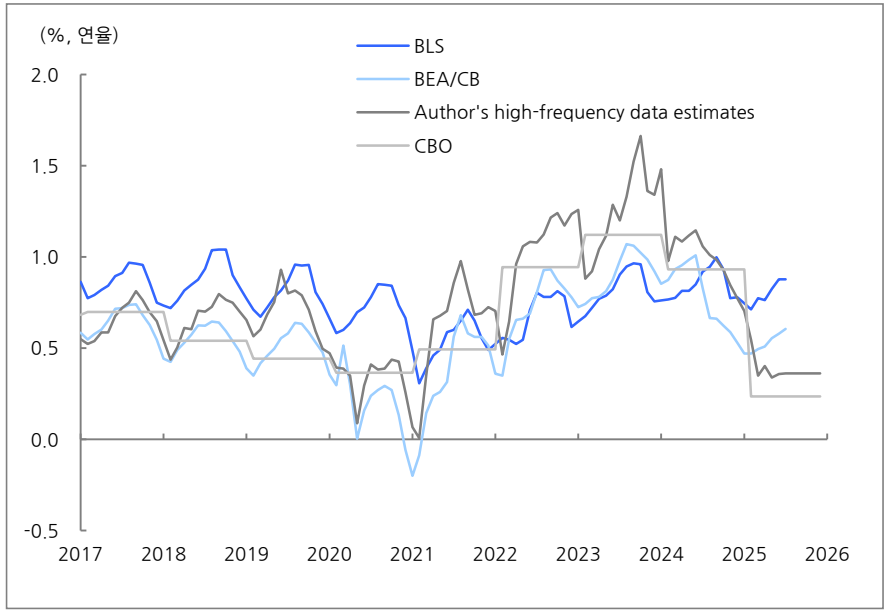

비농업고용자수 증가세 둔화에 이어 감소로 전환




자료: Kansas City Fed(LMCI)., 현대차증권

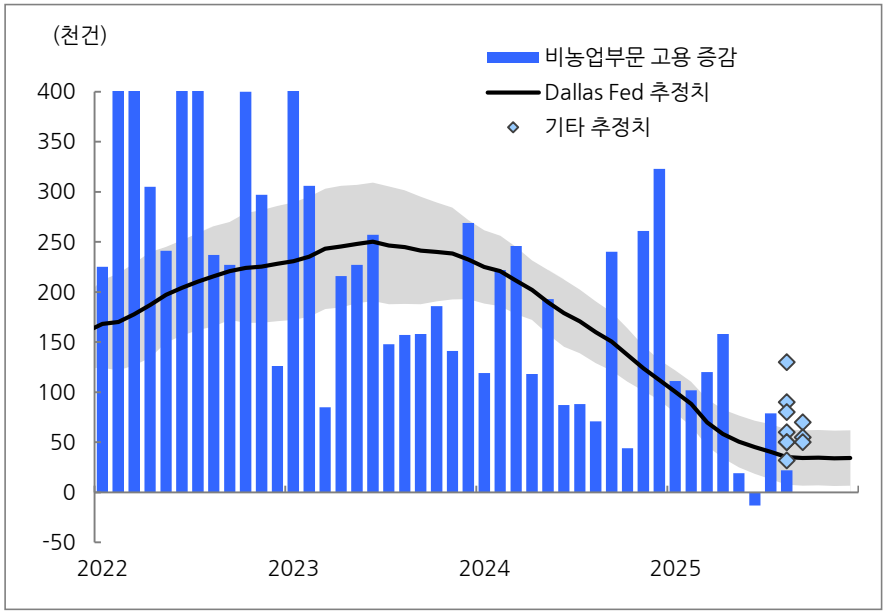
# 인구 증가세 둔화로 Breakeven 일자리 수는 대폭 감소

미국 인구 증가율 추정, 최근 증가율 빠르게 둔화




자료: Dallas Fed, 현대차증권

노동공급 감소로 Breakeven 일자리수도 크게 감소(3만명 수준)

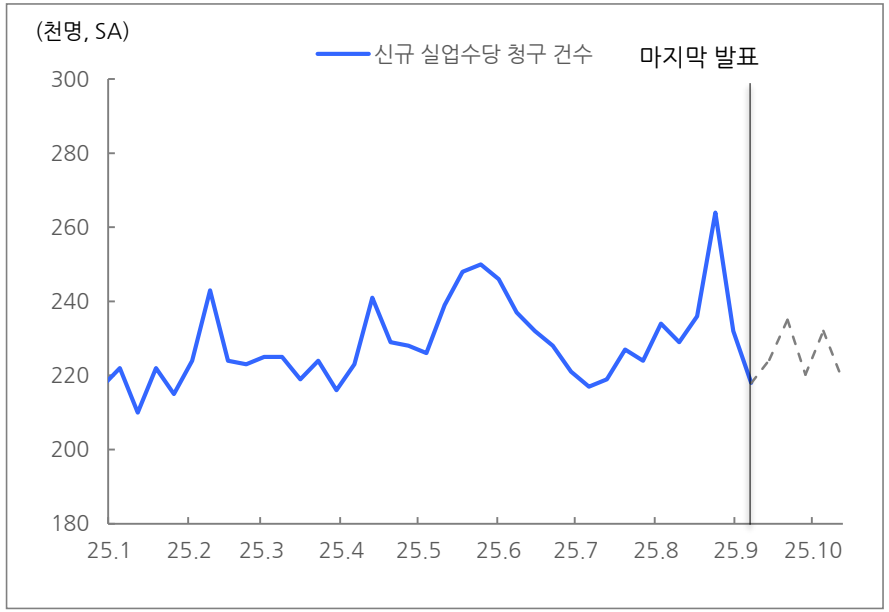



자료: Dallas Fed, 현대차증권

# 대체 신규실업수당청구건수는 크게 늘지 않아 급격한 악화는 제한

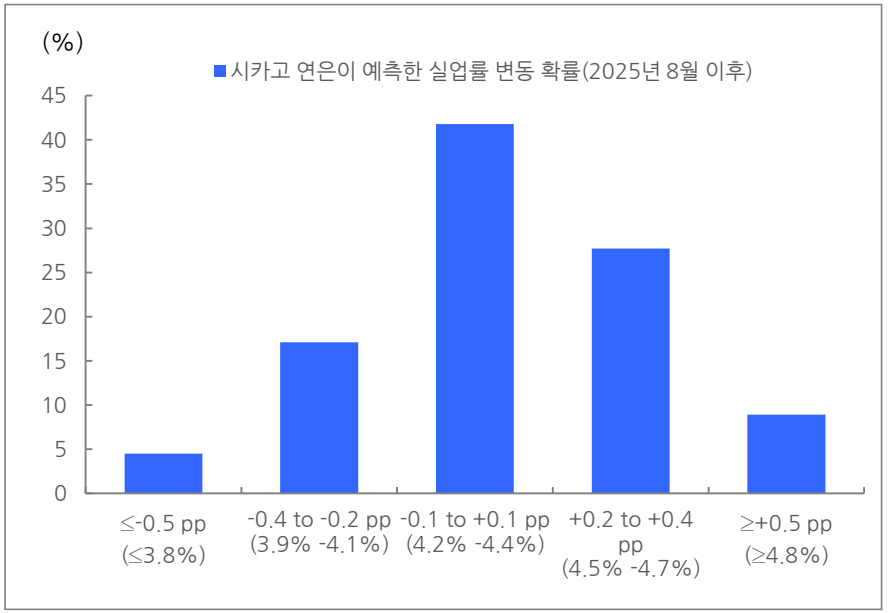
- 한편, 주단위로 집계되는 신규실업수당청구건수를 계절조정해서 연장해 보면 최근까지도 신규실업수당 청구건수 증가세는 제한적
- 고용지표가 발표되지 않는 기간 동안의 실업률 수준은 4.2%~4.4% 수준으로 추정(Chicago Fed)돼 당초 예상과 유사한 수준

주(States)별 데이터로 추정한 신규실업수당청구건수는 안정적




주: 주(state) 단위로 발표되는 신규실업수당청구건수의 합계를 BLS 계절조정 factor를 사용해 계절조정 계열로 변환
자료: Department of Labor, BLS, 현대차증권

시카고 연은 예측 실업률은 4.2~4.4% 수준

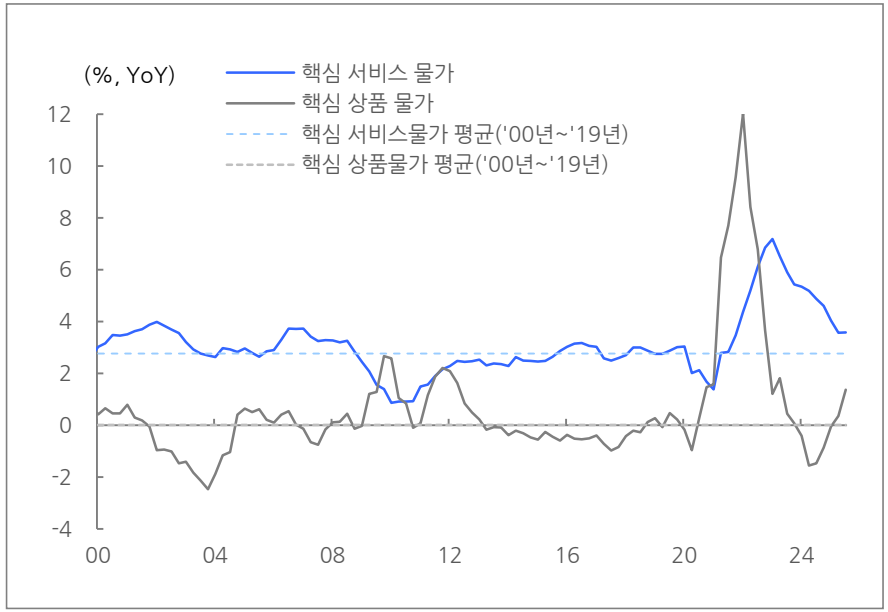



자료: Chicago Fed, 현대차증권

# 인플레이션 불씨는 아직 잔존

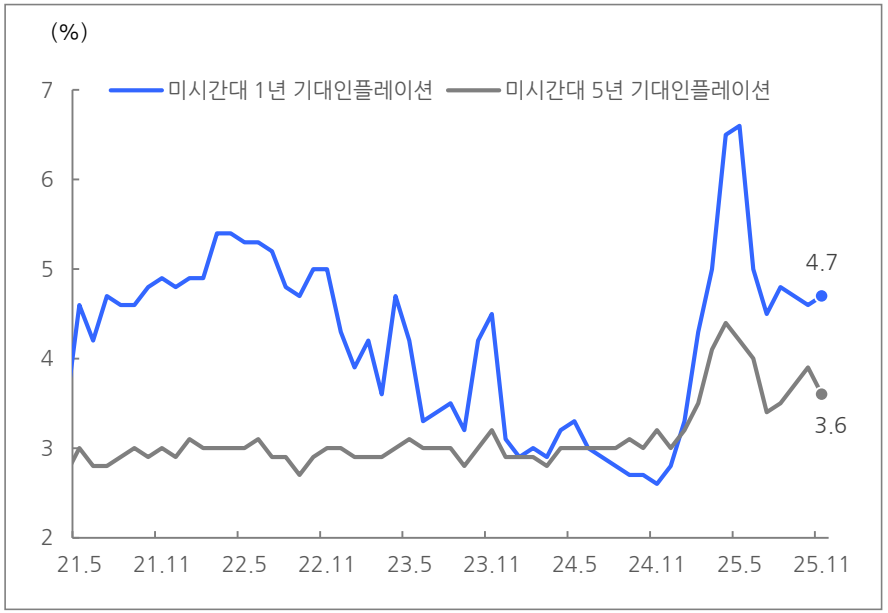
- 미국 소비자물가 상승률은 연준의 물가안정 목표치(2.0%)를 큰 폭으로 상회
- 핵심 서비스 물가는 하방 경직성 보이고 있고, 핵심 상품물가는 반등
- 관세 영향 당초 예상보다 제한적이나 재고소진, 관세 영향에 따른 마진 축소 등 만회하기 위한 가격 전가 나타날 가능성 배제 하기는 이름

핵심 상품물가는 반등, 핵심서비스 물가는 하방 경직




자료: Challenger, Gray & Christmas, Inc., 현대차증권

미시간대 기대인플레이션 여전히 높아

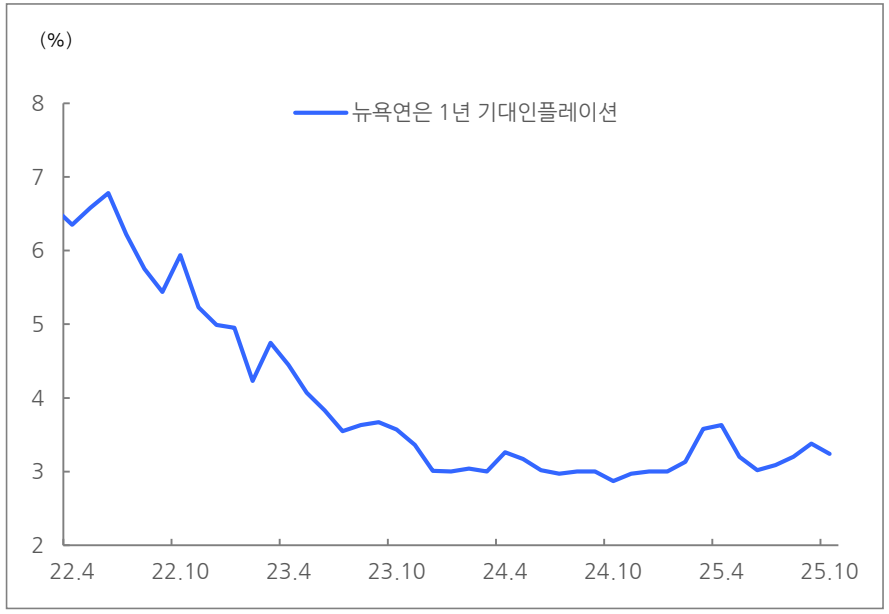



자료: Bloomberg, 현대차증권

# 뉴욕 연은 기대인플레이션은 대체로 안정적

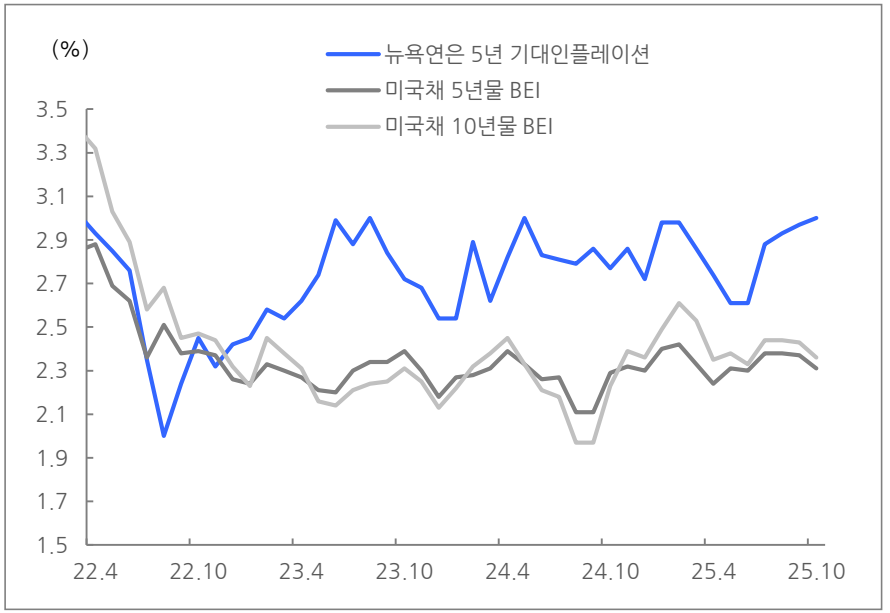
- 미시간대 기대인플레이션과 달리 뉴욕 연은 기대인플레이션과 5Y, 10Y BEI는 대체로 안정적인 모습

뉴욕연은 1년 기대인플레이션




자료: Bloomberg, 현대차증권

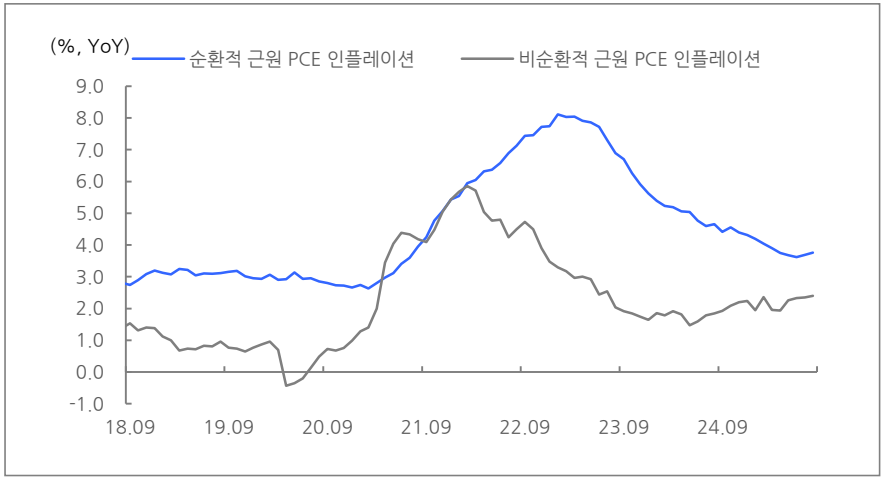
뉴욕연은 5년 기대인플레이션과 국채 5년물 및 10년물 BEI



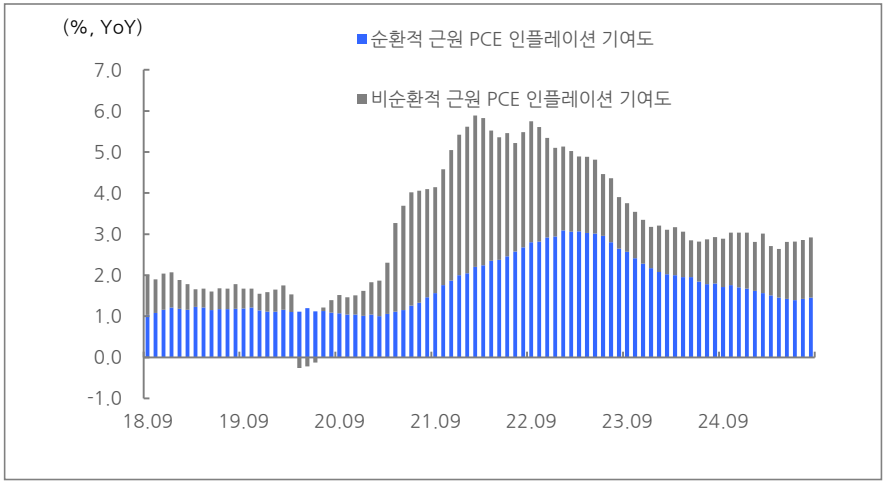

자료: Bloomberg, 현대차증권

# 순환적 인플레와 비순환적 인플레 모두 반전 조짐

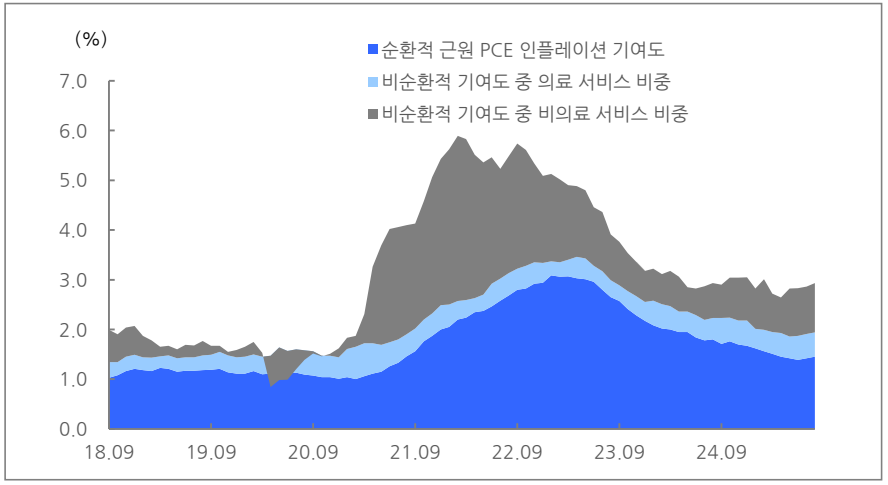
## 순환적 근원PCE, 비순환적 근원PCE 인플레이션 추이



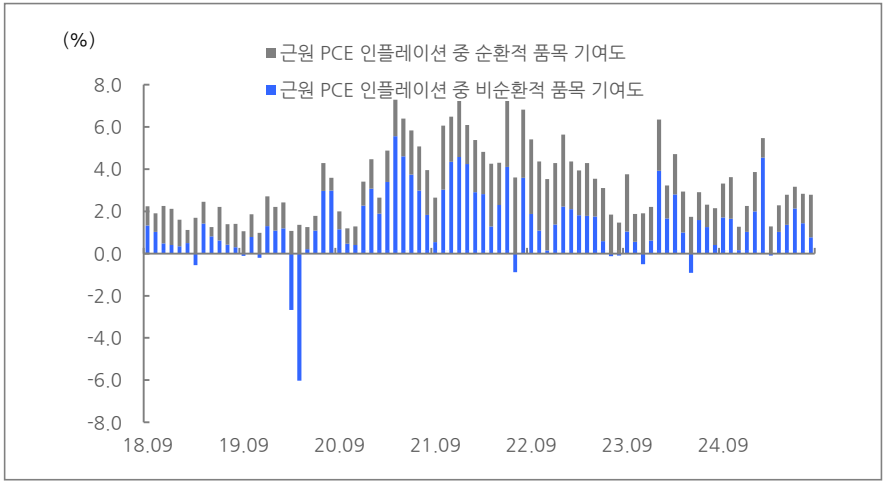

## 인플레이션 기여도(YoY, %)




## 비순환적 성장 기여도 의료서비스 및 비의료 서비스 비중

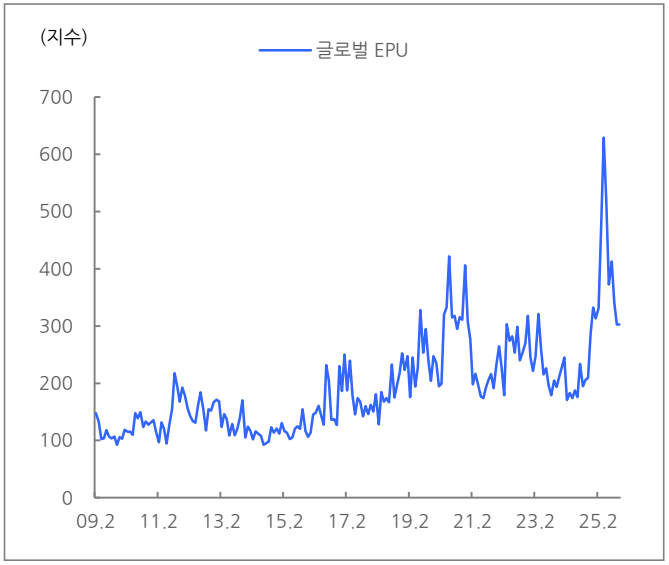


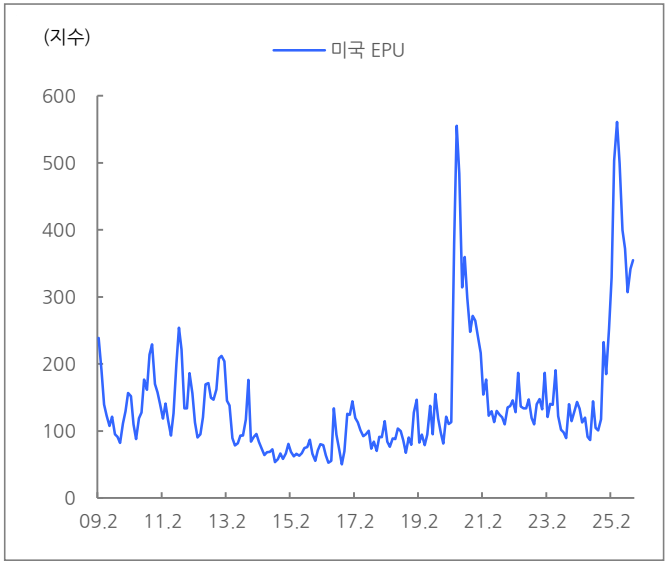

## 인플레이션 기여도(MoM, %)

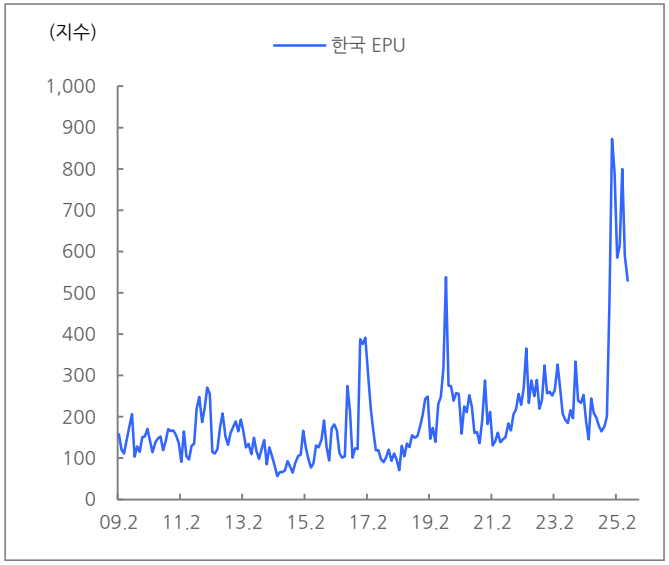


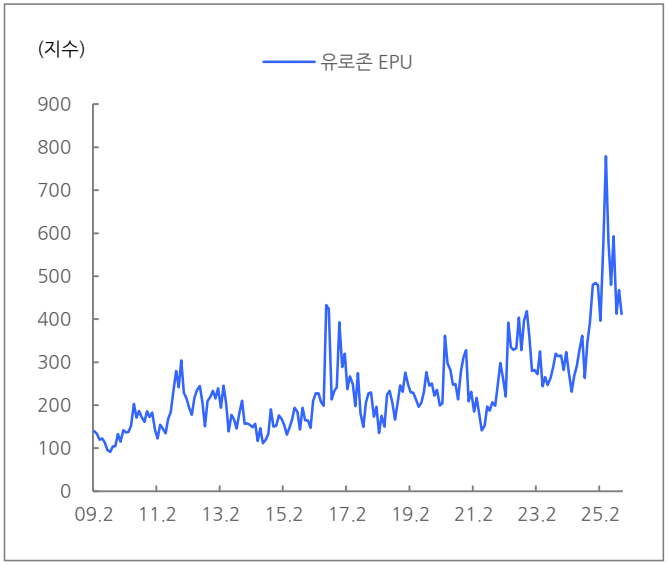

자료: Bloomberg, 현대차증권

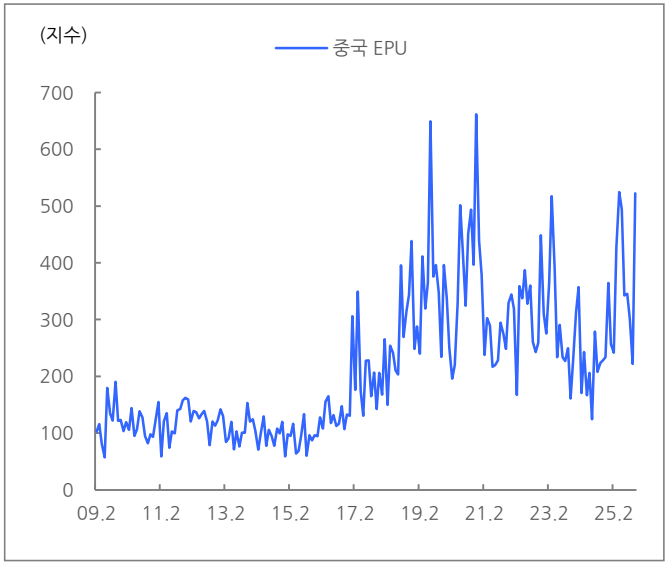
# 참조. 경제정책 불확실성 많이 낮아졌지만 여전히 높은 수준




자료: Bloomberg, 현대차증권

# 참조. 불확실성 충격의 경제 영향(경로, 충격 크기, 지속 기간)

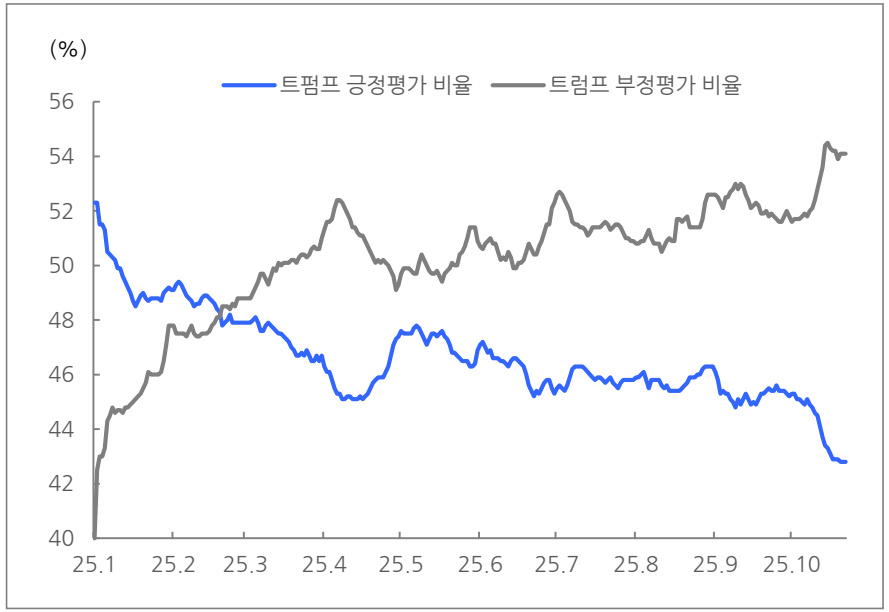
- 불확실성은 기업과 소비자 심리에 부정적 영향, 투자 활동 제약, 소비 위축, 예비저축 동기 높임에 따라 경기 둔화로 연결
- 무역정책 불확실성 확대는 투자 감소와 교역량 감소 경로 통해 기업의 투자활동 제약해 GDP에 영향, 3개월 시점에 투자 0.7~1.0% 감소하고 효과는 3분기에서 1년 내로 소멸되는 것으로 나타남

| 불확실성 유형 | 진행 과정 | 불확실성이 1 표준편차 상승할 경우 | 샘플 기간 | 출처 |
|---|---|---|---|---|
| 실물경제 불확실성 (REU) | 가계의 예방적 저축 증가 및 기업의 ' 관망 전략' → 소비 및 투자 위축 → 노동시장 둔화(고용 및 임금 정체) | 산업생산은 약 6개월 시점에 0.5% 감소로 정점에 도달<br>효과는 60개월 이상 지속 | 1960~2011 | Jurado, Ludvigson, Ng (2015) |
| 인플레이션 불확실성 (Inflation U) | 투자 감소 및 가계의 예방적 저축 증가 →<br>글로벌 금융기관의 위험회피 강화 →<br>신용저축 및 금융 불안정성 증가 | 투자 감소는 약 2년 시점에 0.6%로 정점 도달<br>효과는 60개월 이상 지속 | 1960~2023 | Londono, Ma, Wilson (2024) |
| 경제정책 불확실성 (EPU) | 정책 불확실성으로 자금 배분, 소비, 투자 지연 →<br>국채 리스크 프리미엄 상승 →<br>정부 차입 비용 증가 및 재정 여력 축소 | 산업생산은 약 7개월 시점에 0.5% 가까이 감소<br>효과는 최대 14개월 지속 | 1985~2014 | Baker, Bloom, Davis (2016) |
| 무역정책 불확실성 (TPU) | 글로벌 공급망 투자 지연 → 교역량 감소 →<br>기업의 시장 진입 및 확장 회피 | 투자는 3개월 시점에 0.7~1% 감소로 정점에 도달<br>효과는 3분기에서 1년 내로 소멸 | 1960~2018 | Caldara et al. (2020) |
| 지정학적 리스크 (GPR) | 자본 유출 → 통화가치 하락 및 신용조건 악화 →<br>기업의 투자 및 공급망 조정 지연 | 약 1년 시점에 0.8% 감소로 정점에 도달<br>효과는 1.5~2년 내 소멸 | 1986~2019 | Caldara and Iacoviello (2022) |
| 금융 불확실성 (e.g. VIX) | 금융시장 변동성 확대 →<br>가계 자산 축소 및 소비심리 위축 →<br>기업의 투자 결정 지연 | 산업생산은 약 0.4% 감소하고 6개월 시점에 정점 도달<br>효과는 약 1.5년 내 소멸 | 1960~2011 | Jurado, Ludvigson, Ng (2015) |

자료: FRB, 현대차증권

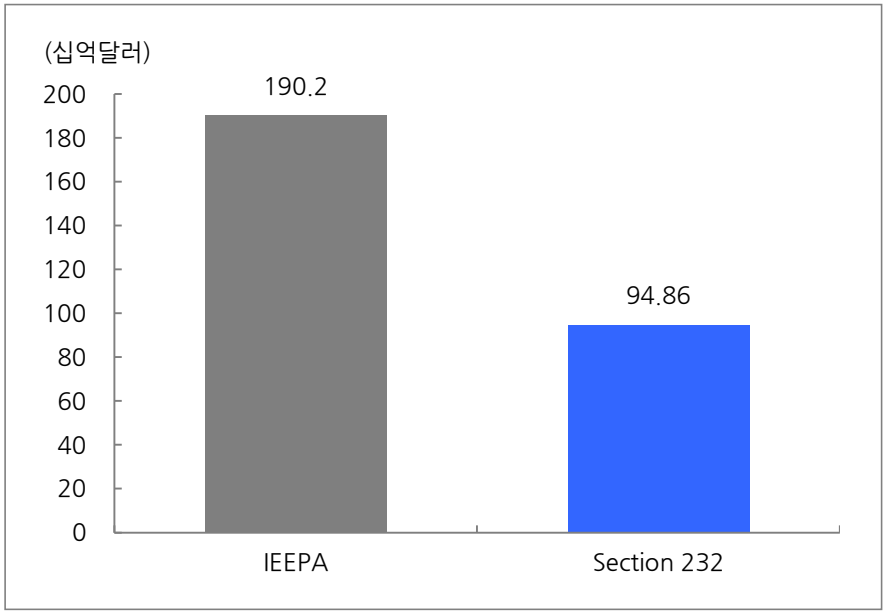
# 참조. IEEPA 판결과 중간선거는 와칭 포인트

흔들리는 트럼프 지지율, 중간선거 패배하면 정책 동력 약화될 소지




자료: Bloomberg., 현대차증권

IEEPA 법원 판결에 따라 무역정책 불확실성 재차 확대될 소지



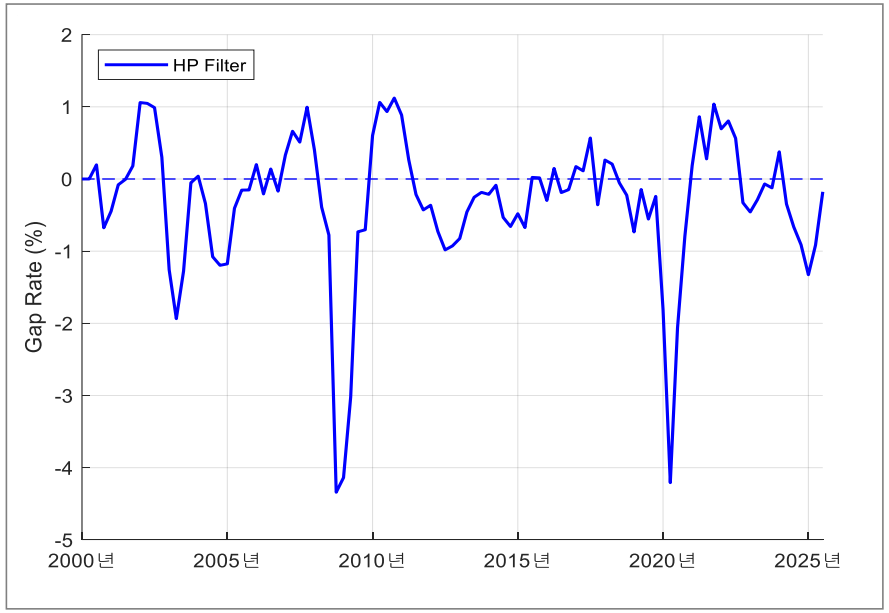

자료: Challenger, Gray & Christmas, Inc., 현대차증권

# 한국 경제/환율/금리

# 26년 우리 경제는 1.9% 내외 성장 예상

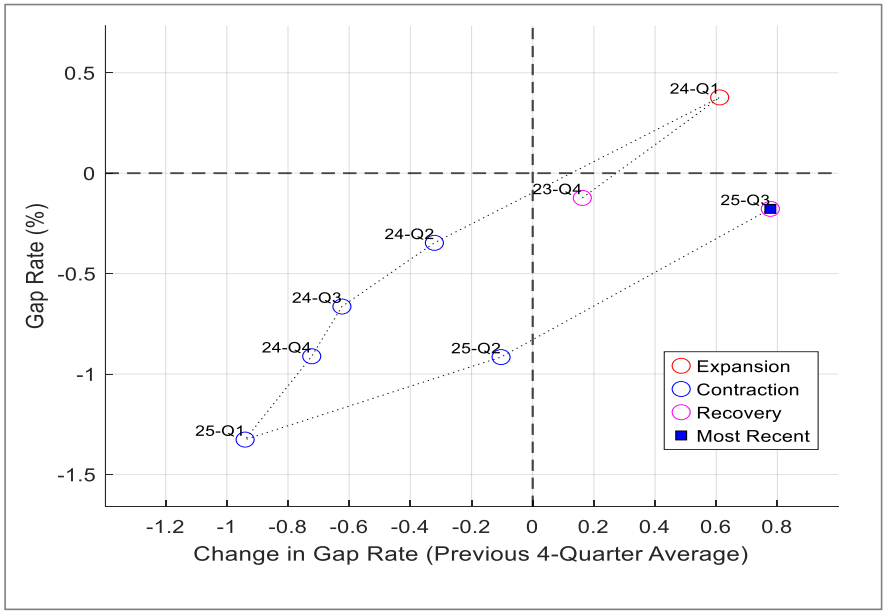
- 25년 3분기 한국 경제는 직전 5개 분기 연속 하강 국면에서 탈출해 회복국면에 진입
- 한국 경제성장률은 25년 1.0%를 기록한 이후 26년에는 1.9% 수준까지 반등할 전망
- 기저효과, 확장 재정 기조, 소비심리 회복에 따른 내수 회복, 산업정책 강화 속 기업투자 확대, ICT 중심 수출 호조가 성장 견인할 전망
- 다만, 관세발 글로벌 교역과 수요 위축 우려, IEEPA 법원 판결 결과에 따른 통상 정책 불확실성 확대 가능성, 재정부양책 효과 소멸 이후 민간의 자생적 회복력이 약할 가능성 상존

25년 3분기 한국 GDP 반등, 갭률 마이너스 폭 크게 축소




주: HP 필터(one-sided)로 갭률 추정
자료: 한국은행, 현대차증권

성장순환 국면상 회복국면에 진입

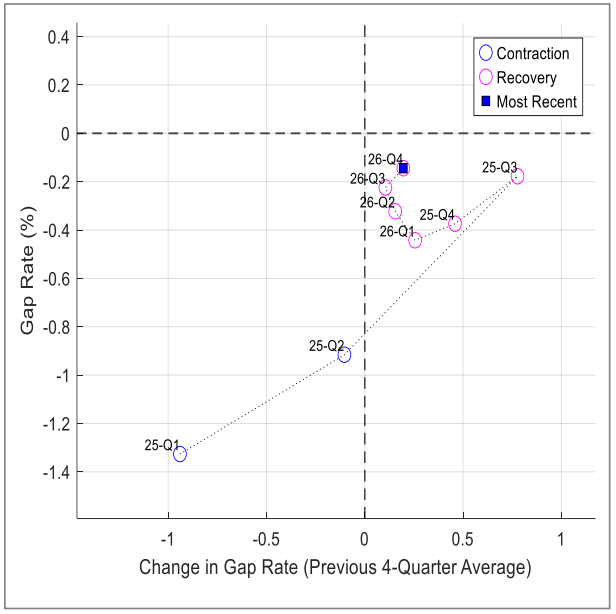



주: HP 필터(one-sided)로 갭률 추정
자료: 한국은행, 현대차증권

# 26년 우리 경제는 1.9% 내외 성장 예상

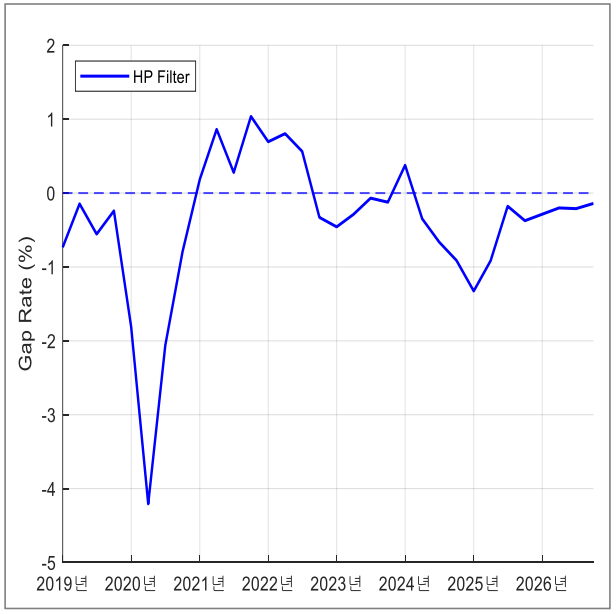
- 26년에 경제성장률이 1.9%인 경우 한국 경기는 성장순환 국면(확장, 둔화, 하강, 회복) 중 회복국면에 위치해 있을 전망
- 경제성장률이 2%를 초과하게 되면 마이너스 GDP갭률이 닫히게 될 것으로 예상

1.9% 성장시 경기는 회복국면에서 점차 개선



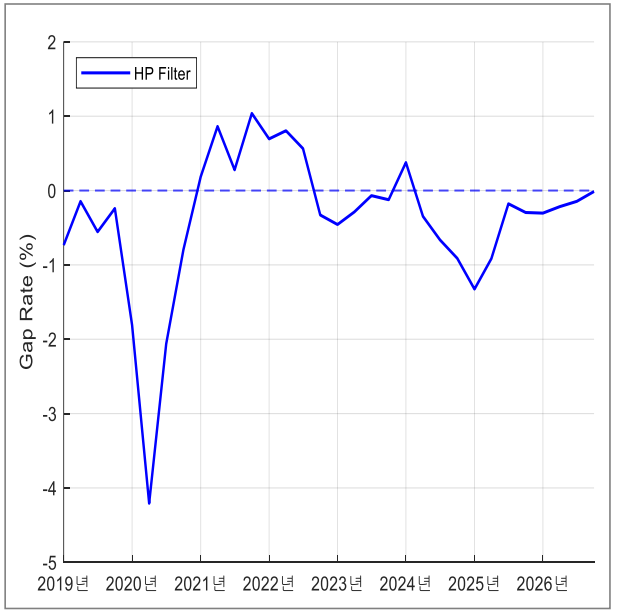

주: HP 필터(one-sided)로 갭률 추정
자료: 한국은행, 현대차증권

경제성장률 2.0%인 경우 GDP갭률 추이




주: HP 필터(one-sided)로 갭률 추정
자료: 한국은행, 현대차증권

경제성장률 2.1%인 경우 GDP갭률 추이

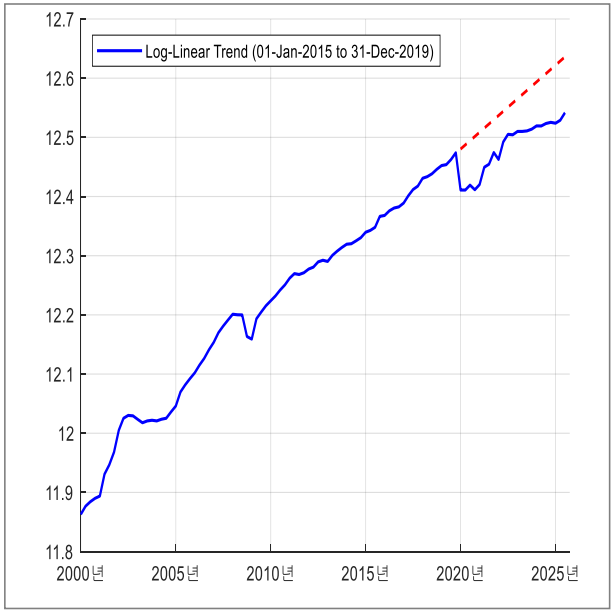



주: HP 필터(one-sided)로 갭률 추정
자료: 한국은행, 현대차증권

# 소비 회복이 성장 견인?

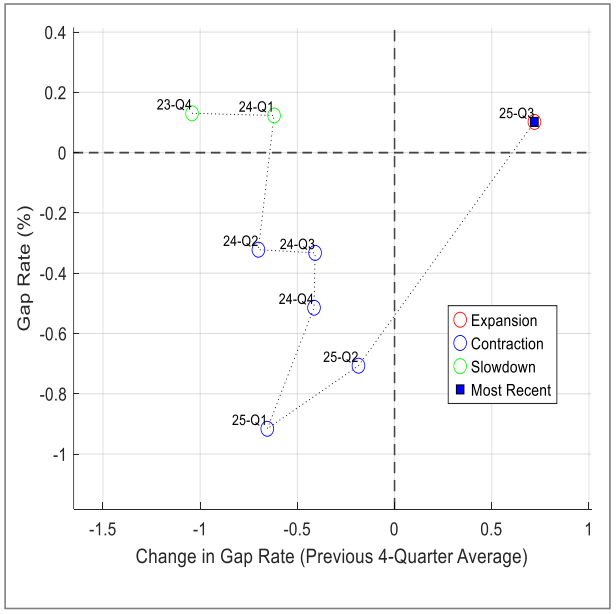
- 민간부문의 고용은 3개월 이동평균 기준으로는 급락했으나 12개월 이동평균 기준으로는 추세 꺾이지 않았음
- 다만, 정부부문과 건설 부문은 24년 하반기부터 감소세가 이어지면서 부진이 더 심화

민간소비는 여전히 추세 회복과는 거리



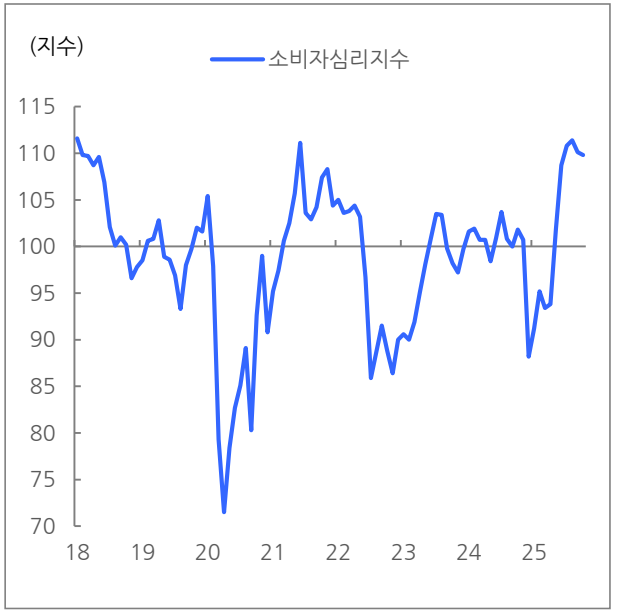

자료: 한국은행 ECOS, 현대차증권

성장순환 국면에서는 확장 국면 빠르게 진입




자료: 한국은행 ECOS, 현대차증권

소비자심리지수는 양호

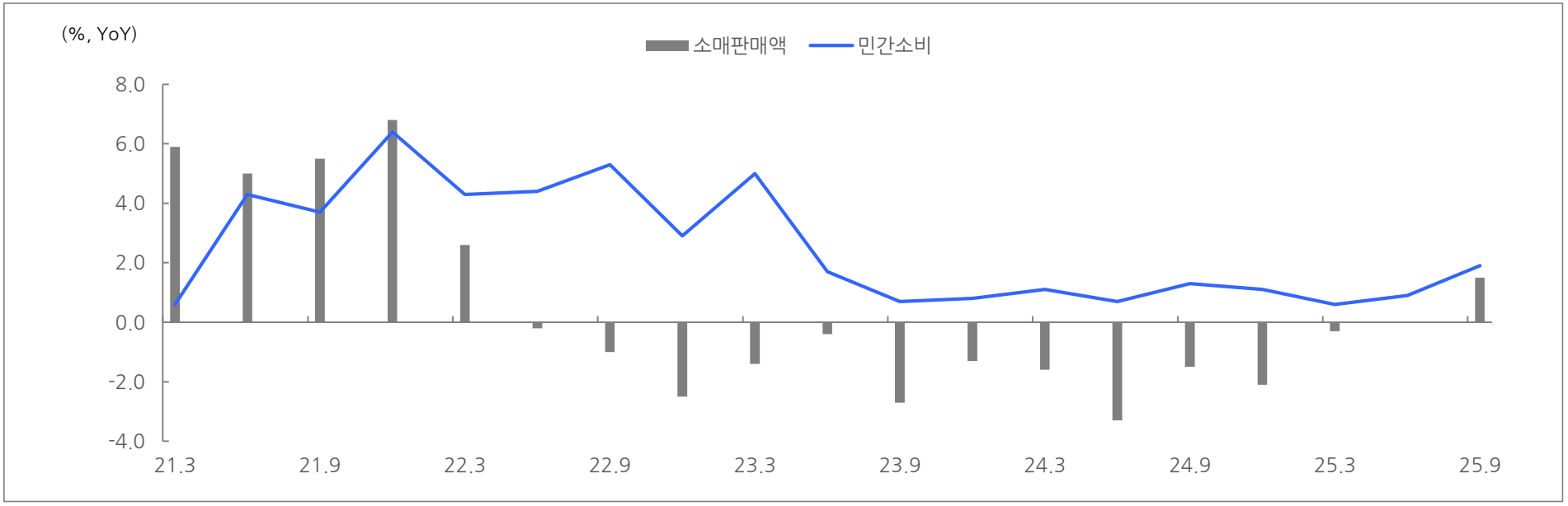



자료: 한국은행 ECOS, 현대차증권

# 민간소비가 성장 견인하고 있으나 아직 추세 회복은 요원

- 소매판매와 민간소비는 오랜 부진 끝에 최근에 반등했으나 지속성에 대한 의구심은 아직 잔존

민간소비는 여전히 추세 회복과는 거리

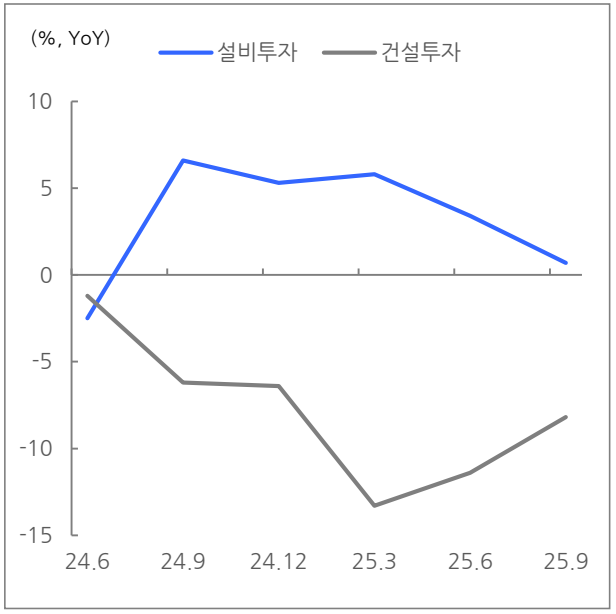



자료: ECOS, 현대차증권

# 건설투자는 회복 더디나 바닥 통과는 기대

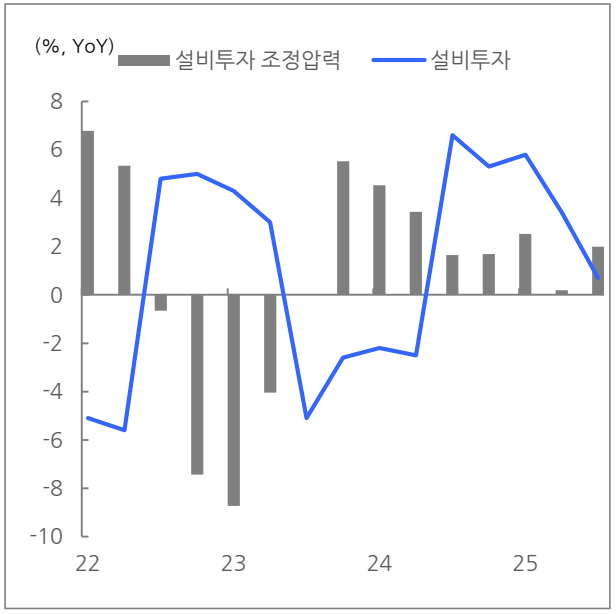
- 투자 측면에서는 설비투자는 증가세가 둔화되나 비교적 양호한 투자 흐름 지속 예상되고 건설투자는 점차 바닥 통과 예상
- 최근 대미 무역합의 이후에 국내 대기업들의 국내 투자 확대 발표가 잇따르면서 설비투자는 당초 예상보다 늘어날 가능성 높아진 상황
- 건설투자는 수주가 증가하고 있으나 착공 면접이 아직 빠르게 증가하지 못했고, 건설기성 회복은 더디게 진행
- 민간은 부동산 규제 등으로 투자 증가세 제한되겠으나 공공부문 중심으로 건설투자 회복 예상

설비투자와 건설투자 추이



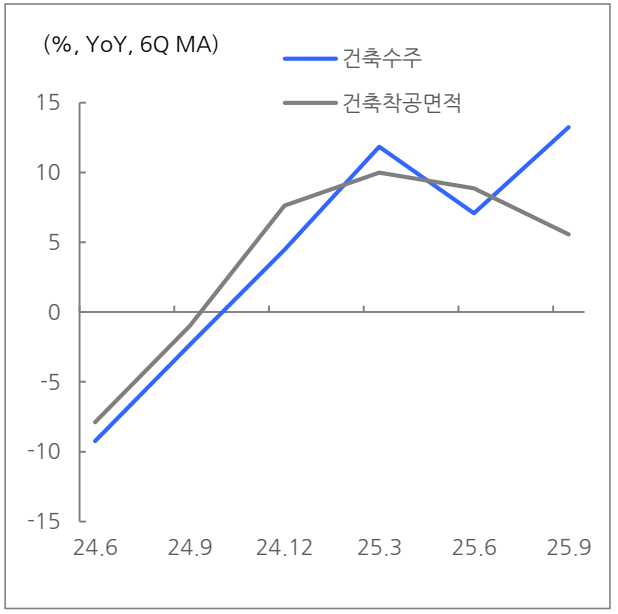

자료: ECOS, 현대차증권

설비투자 조정압력과 설비투자 추이




자료: ECOS, 현대차증권

건설 수주와 착공, 건설기성도 같이




자료: ECOS, 현대차증권

# 한미 무역합의 주요 내용

한미 무역합의 주요 내용

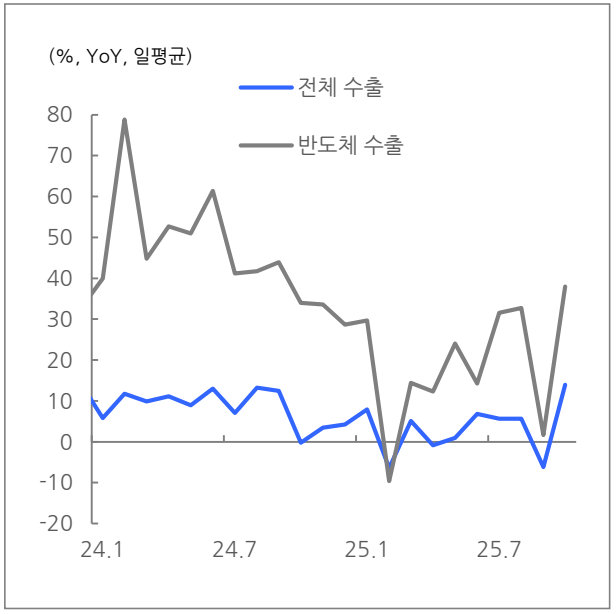
| | |
|---|---|
| | **전략무역 및 투자 합의** |
| **투자 분야** | 조선 · 에너지 · 반도체 · 의약품 · AI 등 |
| **투자 규모** | 1500억 달러(승인 투자) + 2000억 달러(MOU 추가 투자) |
| | **관세 정책** |
| **기본 원칙** | FTA/MFN/15% 중 높은 세율 |
| **자동차 · 부품 · 목재(232조 관세)** | 15%로 인하 |
| **의약품** | 관세율이 15% 초과하지 않도록 제한 |
| **반도체(장비 포함)** | 자동차 · 부품 · 목재(232조 관세) |
| **'조율된 파트너국 잠재적 관세조정'** | 제네릭 원료 · 화학전구체 · 미생산 천연자원 등 특정 리스트 관세 철폐 |
| **항공기 · 부품** | 14257호 · 9704호 · 9705호 · 10962호 관세 철폐 |
| | **외환시장 안정** |
| **연간 조달 한도** | 한국은 연간 200억 달러 초과 조달 요구받지 않음 |
| **외환시장 영향 최소화** | 한국은 시장 외 방식으로 달러 조달에 노력 |
| **시장 불안 예상 시** | 한국은 조달 규모 · 시점 조정 요청 가능, 미국은 성실 검토 |
| | **상호무역 촉진 및 비관세 장벽 해소** |
| **자동차** | 미국산 자동차 연간 5만대 상한 폐지, 추가 개조 면제, 배출가스 서류 추가 제출 금지 |
| **농식품** | 생명공학 규제 효율화, 미국 원예작물 전담 U.S Desk 설치, 특정 명칭 미국산 육류 · 치즈 시장 접근 유지 |
| **디지털 서비스** | 망사용료 · 온라인 규제에서 美 기업 차별 금지, 데이터 국경 간 이전 보장, WTO 전자전송물 관세 모라토리엄 영구화 지지 |
| **경쟁 · 법률** | 변호사-의뢰인 비밀보장 등 절차적 공정성 강화 |
| **지식재산권** | 한국의 특허법조약(PCT) 가입 노력 지원 |
| **노동권** | 강제노동 대응 협력 |
| **환경** | WTO 수산보조금 협정 이행 등 환경규제의 무역왜곡 방지 |
| | **국방 · 안보 · 동맹 현대화** |
| **국방비** | 한국, GDP 3.5%로 증액 계획 |
| **미국산 군사장비 구매** | 한국, 250억 달러 |
| **주한미군 지원** | 330억 달러 제공 계획 |
| | **해양 · 조선 · 원자력 협력** |
| **조선 산업** | 미국 조선소 및 인력 투자 환영. 양국 조선 실무협의체 운영 |
| **원자력** | 한국 민간 및 해군 원전 프로그램 지원 |
| **핵잠** | 미국, 한국의 핵추진 잠수함 건조 승인 및 연료 조달 협력 |

자료: 대통령실, 현대차증권

# 수출 K자 성장

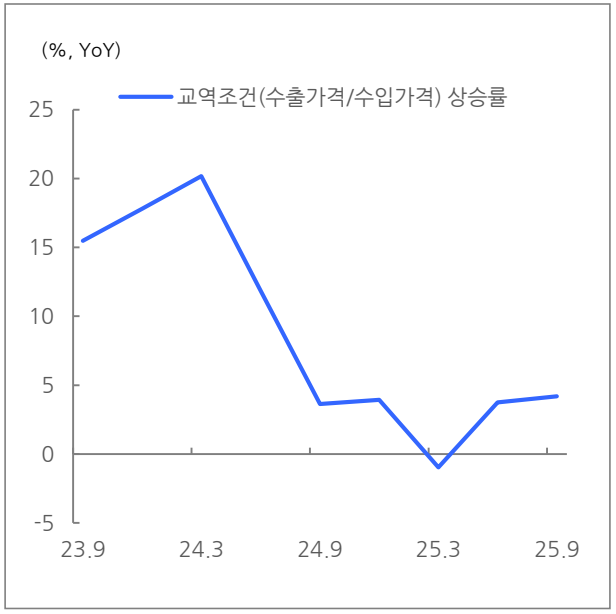
- 국내 수출은 AI 산업 성장에 힘입어 반도체, 통신장비 등 ICT의 수출 성장세 영향으로 내년에도 양호한 실적 예상
- 다만, 글로벌 교역 위축과 관세 여파 등으로 물량 기준으로 성장세 다소 둔화는 불가피
- 반도체 수출 등 AI 관련 수출 품목은 예상보다 양호한 실적 시현 중이나 대부분의 품목은 수출 증가세가 제한적으로 나타나고 있음

일부 품목 중심 수출 호조세 지속



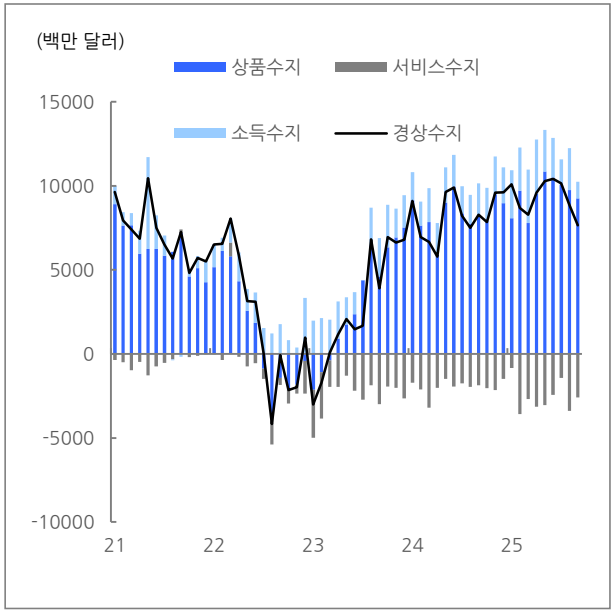

자료: 한국무역협회, 현대차증권

수출가격 상승으로 교역조건 개선 예상




자료: 한국무역협회, 현대차증권

경상수지 항목별 금액과 추이

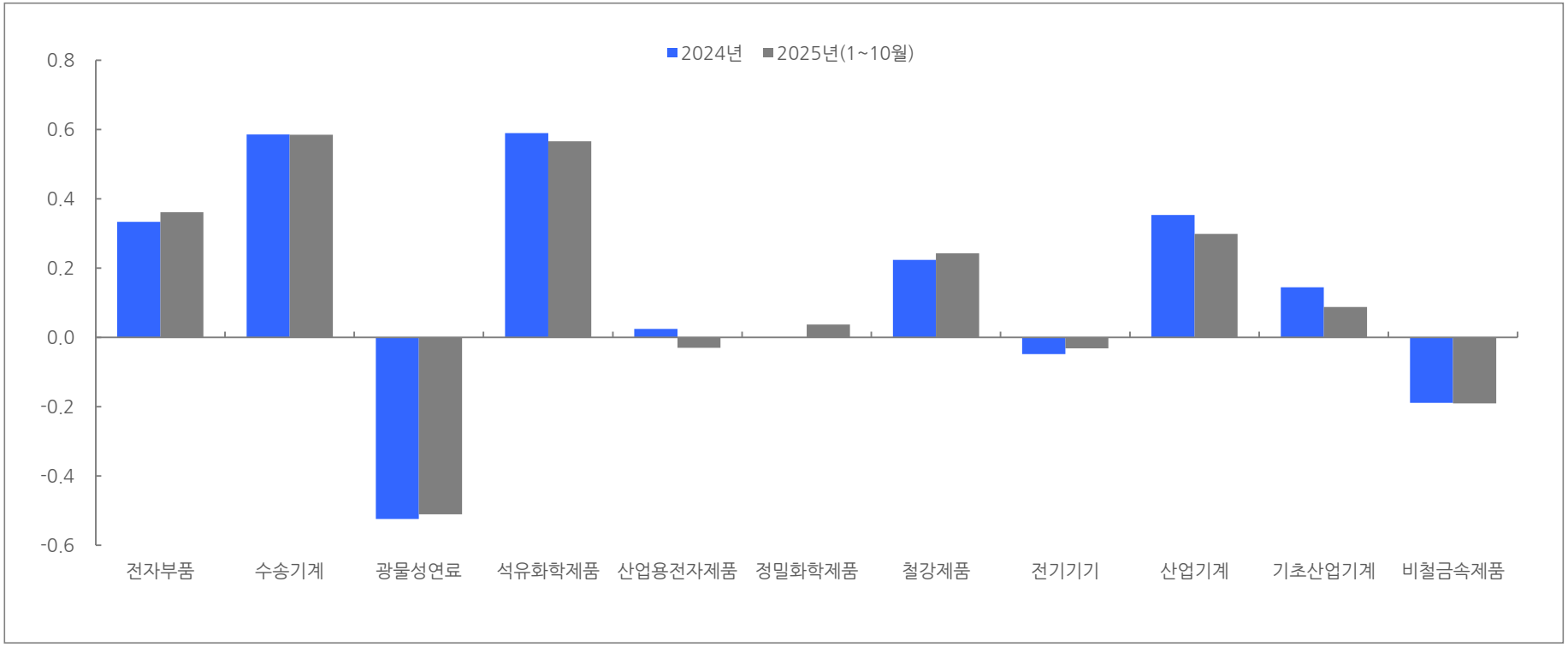



자료: ECOS, 현대차증권

# 수출입 품목별 무역특화지수

- 무역특화지수가 1에 가까우면 수출에 특화된 품목으로 이러한 품목은 고환율에 수혜 받을 가능성 높음

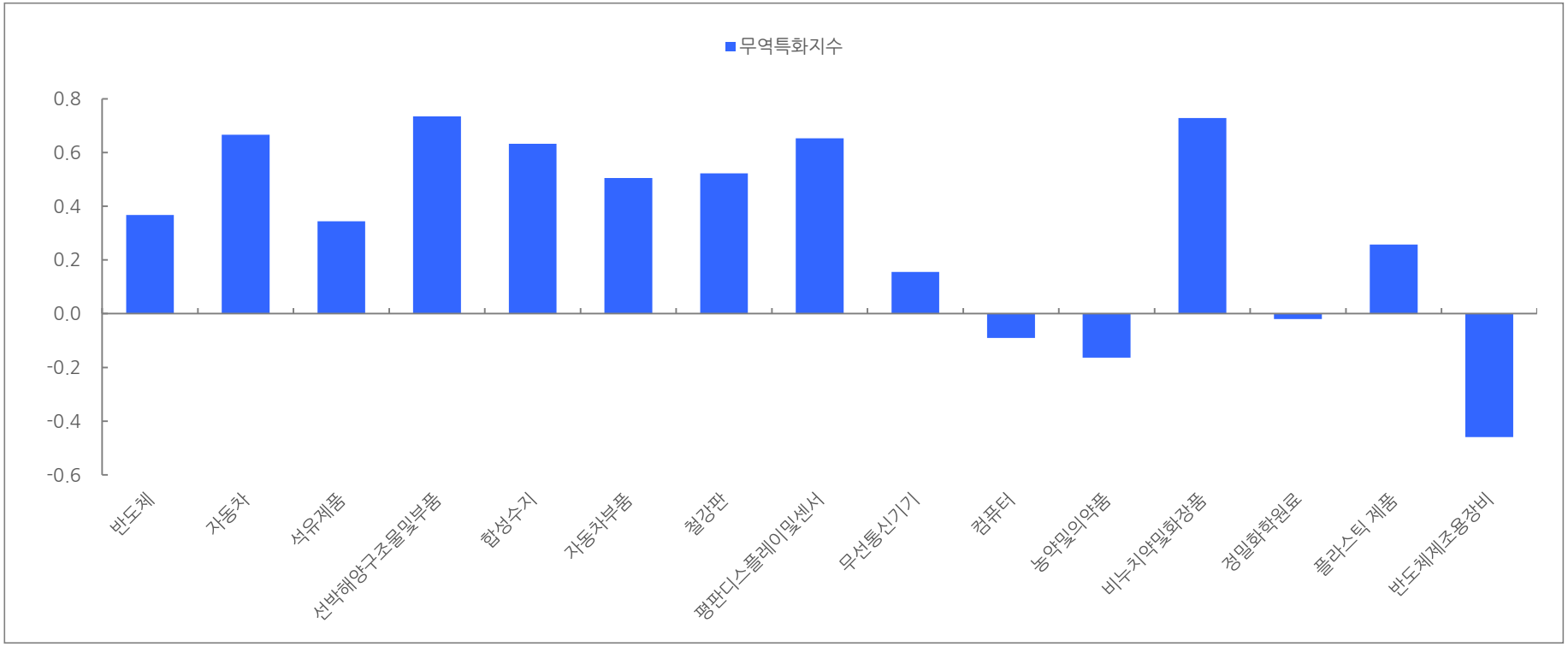
무역특화지수(MTI 코드 2자리)




자료: KITA 무역협회 통계, 현대차증권

# 수출입 품목별 무역특화지수

무역특화지수(MTI 코드 3자리)




자료: KITA 무역협회 통계, 현대차증권

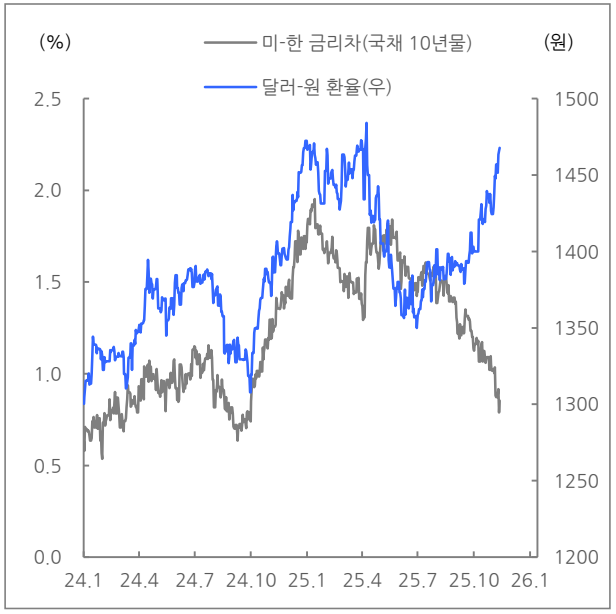
# 달러인덱스와 달러-원 환율 괴리 확대

- 달러화와 달러-원 환율 괴리가 최근들어 더 크게 확대
- 미국과 한국 금리차와도 괴리 보이는 가운데 원화는 최근 국내 수급적인 요인과 엔화 약세에 동조하며 약세 심화

달러 인덱스 vs 달러-원 환율

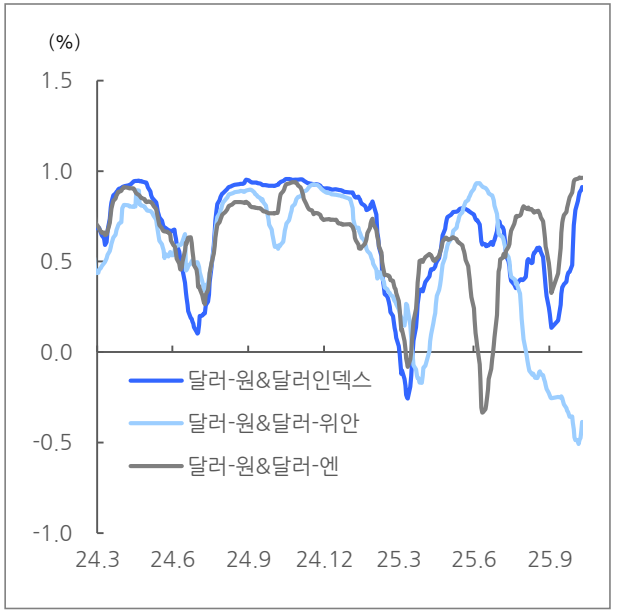
자료: 인포맥스, 현대차증권

미-한 금리차로도 설명 안돼




자료: 인포맥스, 현대차증권

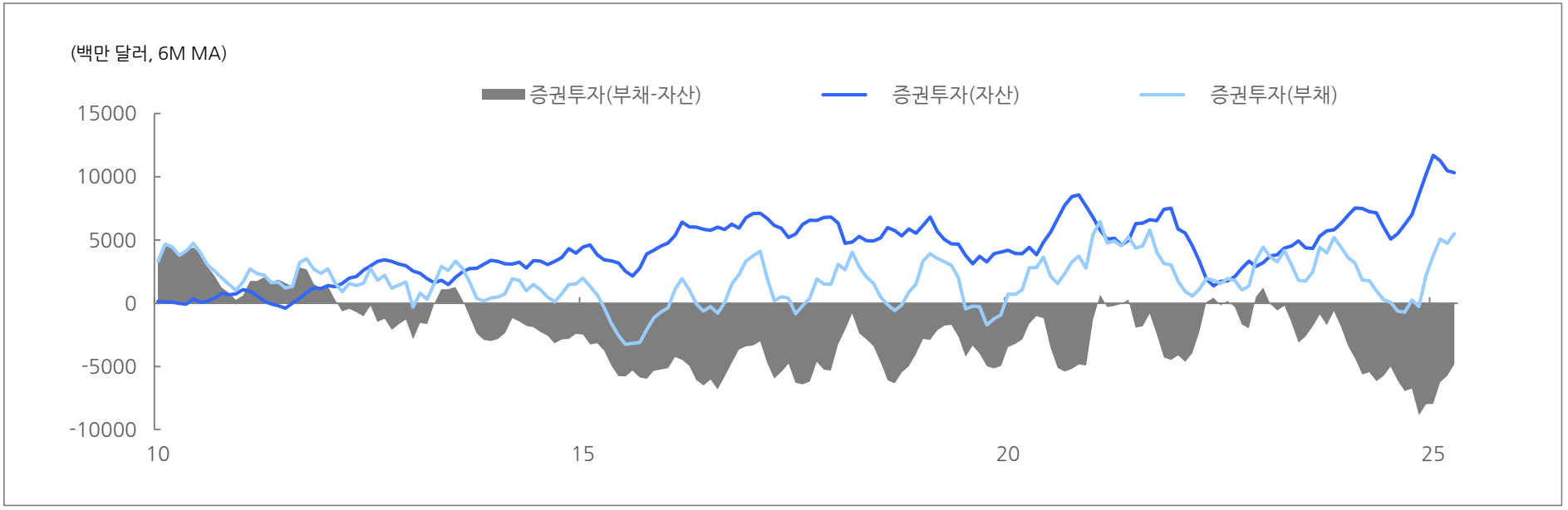
최근에는 약세 보이는 엔화와 연동




자료: 인포맥스, 현대차증권

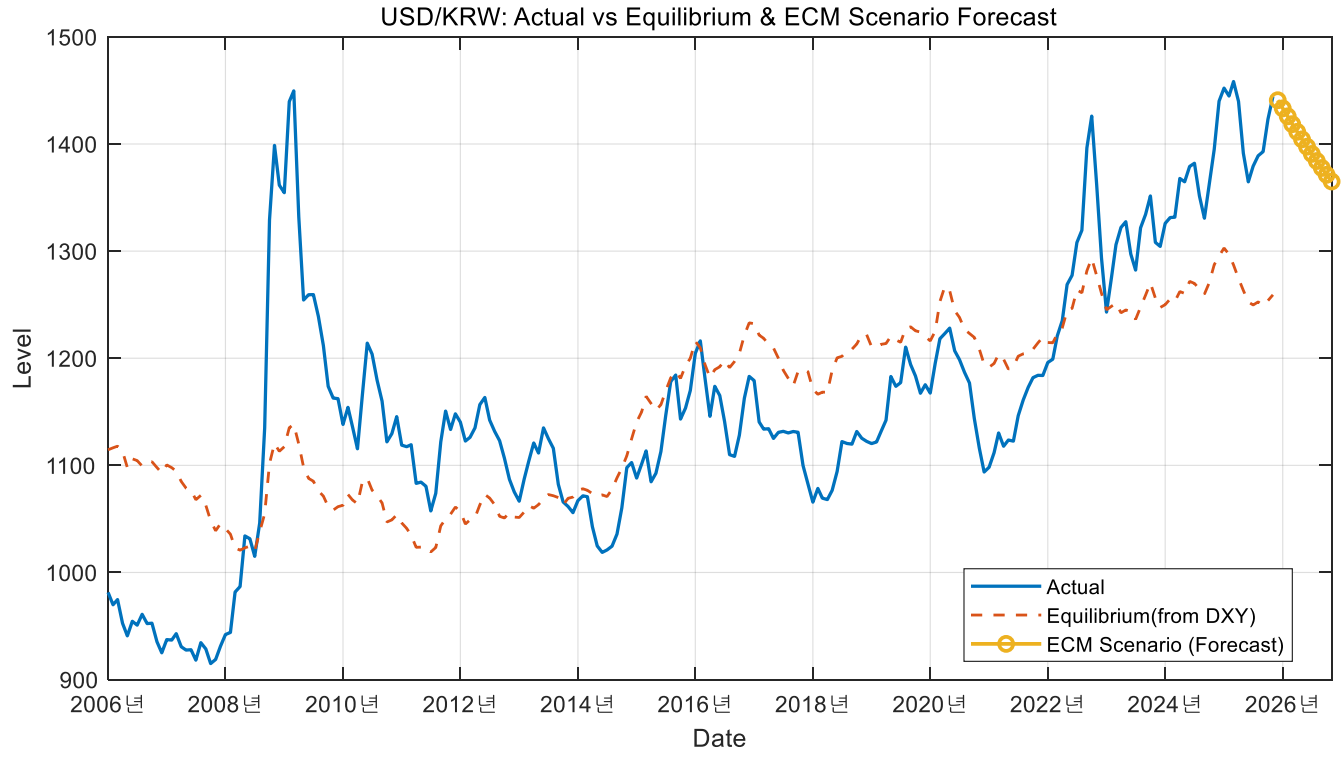
# 원화 약세의 주범은 거주자의 순해외투자 확대

거주자 해외증권투자와 외국인 국내증권투자 괴리 확대




자료: ECOS, 현대차증권

# 달러인덱스 기반 달러-원 균형환율 추정, 상당한 괴리

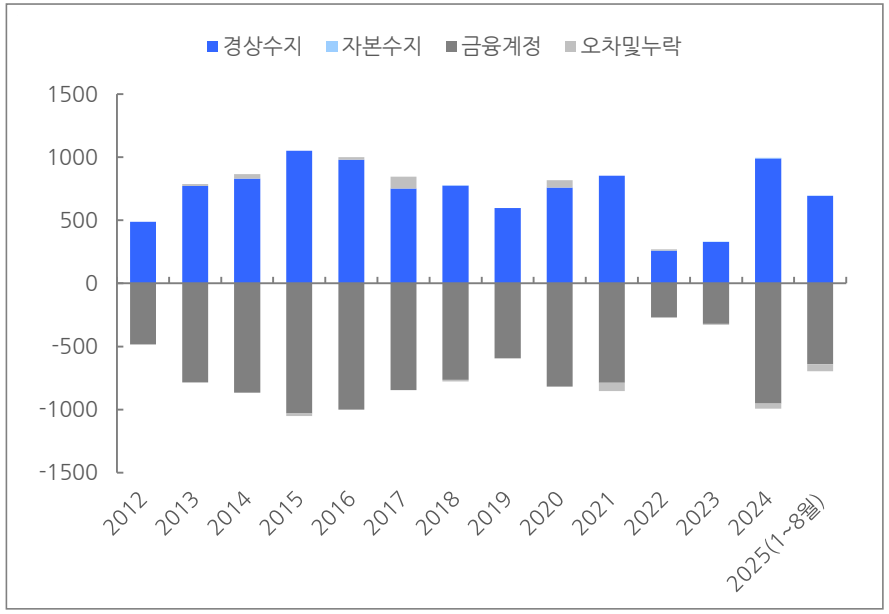



주: 달러인덱스와 달러-원 환율 공적분(cointegration)관계에 근거해 달러기반 균형달러-원 환율 추정하고 VECM모형으로 예측
자료: 현대차증권

# 한국, 외화 많이 벌지만 많이 나간다

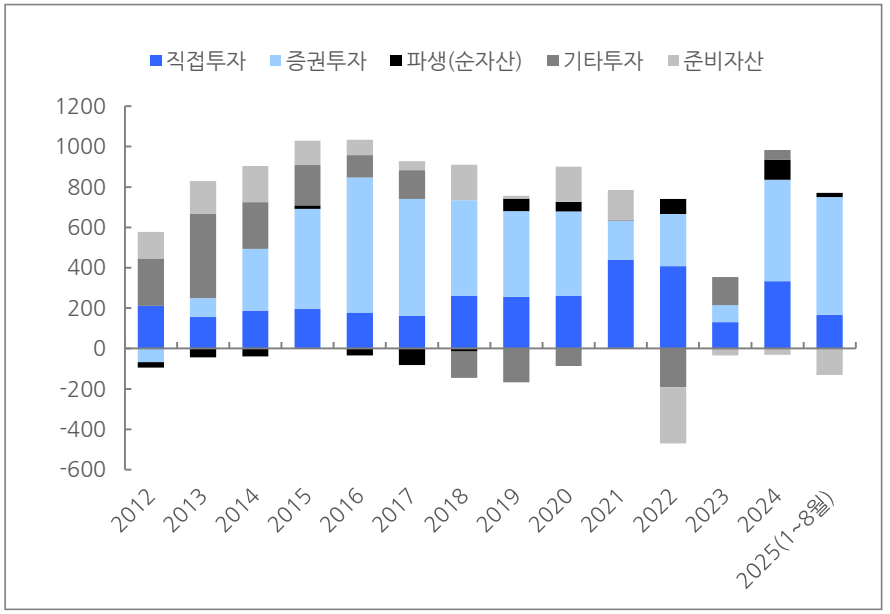
- 경상수지와 금융계정은 동전의 양면, 경상수지 통해서 국내에 유입되는 외화자금이 최근 크게 증가했으나 거주자의 해외투자 목적으로 나가는 외화도 급증해 수급은 타이트한 편
- 준비자산은 2022년 크게 감소 이후에 4년 연속 증가하지 못하고 감소하고 있음

경상수지와 금융계정은 동전의 양면




자료: ECOS, 현대차증권

금융계정은 대외 순투자+준비자산

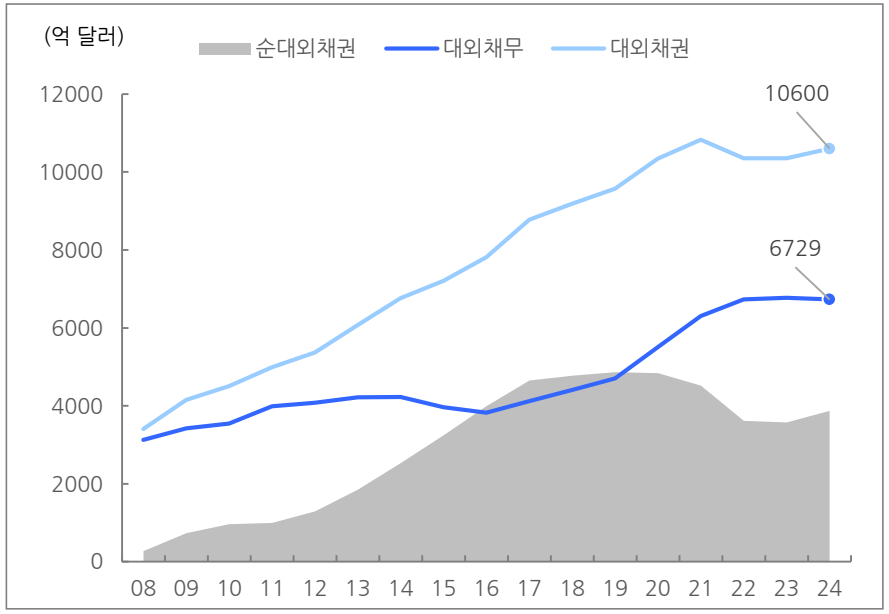



자료: ECOS, 현대차증권

# 대미 투자시 자산과 부채 동시에 증가, 투자 성과도 중요

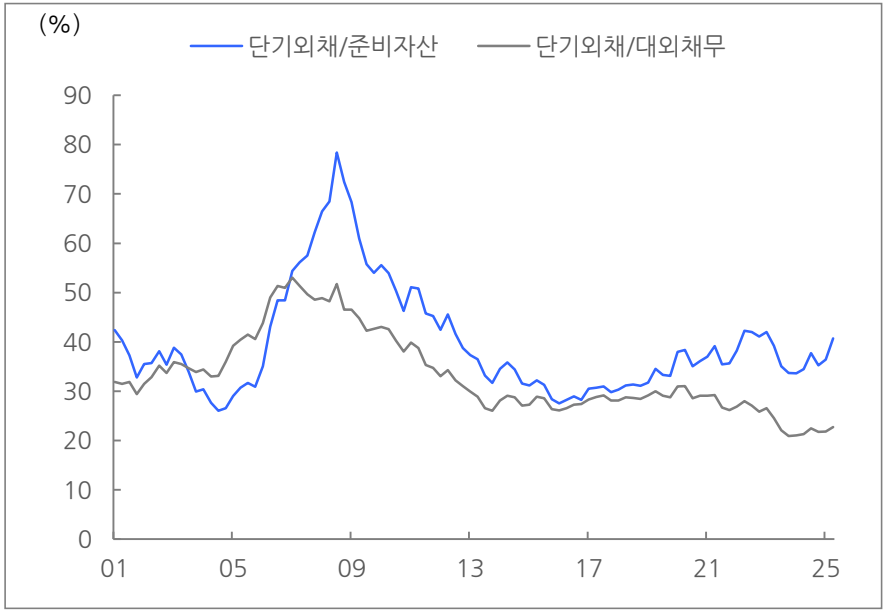
- 3,500억달러 대미 투자펀드 통해 투자할 경우 대외자산 증가, 재원 조달을 부채를 통해 한다고 가정하면 부채도 동시에 증가
- 부채 조달 시 이자 비용 발생하므로 외화자금 유출 불가피한데, 투자자산이 수익 발생 여부 불투명하다면 미스매치 발생할 소지가 있음
- 이에 따라 대미 투자 재원 조달 방식 뿐만 아니라 투자처 선정, 수익성, 수익배분까지 모두 중요한 고려 요소
- 한편, 한은이 연간 200억달러 조달해줄 경우 외채 규모 대비 준비자산 비율 낮아질 수 있으므로 심리 안정을 위한 상시 통화스와프(무제한이 아니라도) 체결 통해 시장 불안 심리 낮추기 위한 노력 등도 필요할 소지

순대외채권국으로 대외채무 확대할 수 있는 여력은 있음




자료: ECOS, 현대차증권

단기외채 비중은 낮으나 준비자산 늘지 않고 있는 점은 부담

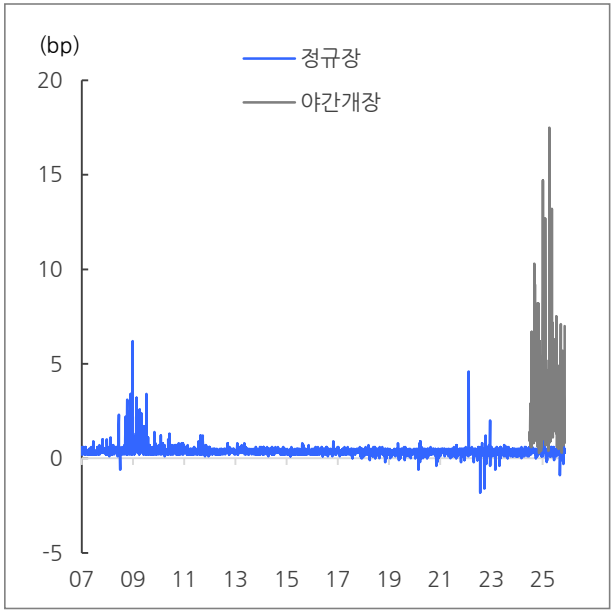



자료: ECOS, 현대차증권

# 민감도 높은 원화, 호재는 반영 못하고 악재에 더욱 민감

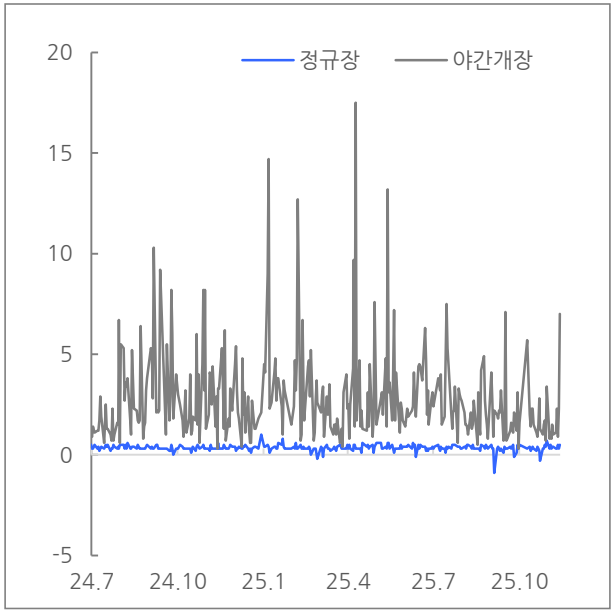
- 야간시장 개장 이후 달러/원 환율은 NDF 변동에 더욱 민감해진 모습, 개장 시간은 늘었지만 LP는 거의 늘지 않아 대외 이벤트로 NDF 시장 흔들리면 야간 Spot 환율은 거래량 없이 NDF움직임을 반영하고 스프레드도 크게 확대
- 결국 원화가 해외 리스크 오프 상황에 더 민감하게 반응하고, 달러 강세 국면에서 NDF 변동을 더 크게 반영해 달러화와도 괴리 확대

정규장과, 야간개장 bid-ask spread



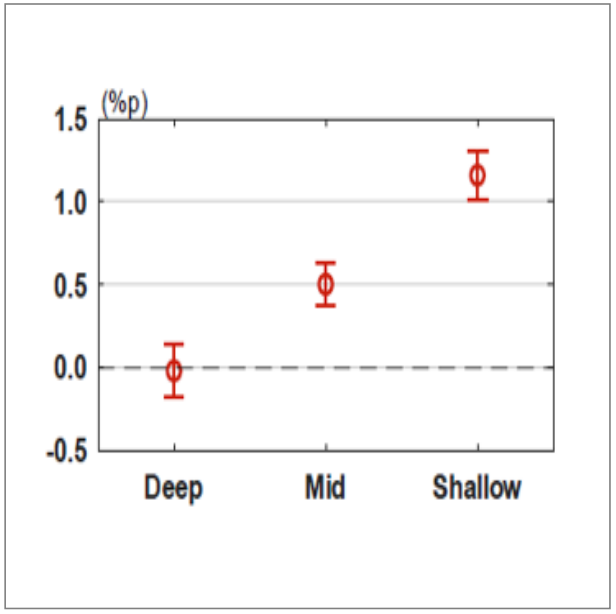

주: 서환 기준
자료: 인포맥스, 현대차증권

정규장과, 야간개장 bid-ask spread




자료: 인포맥스, 현대차증권

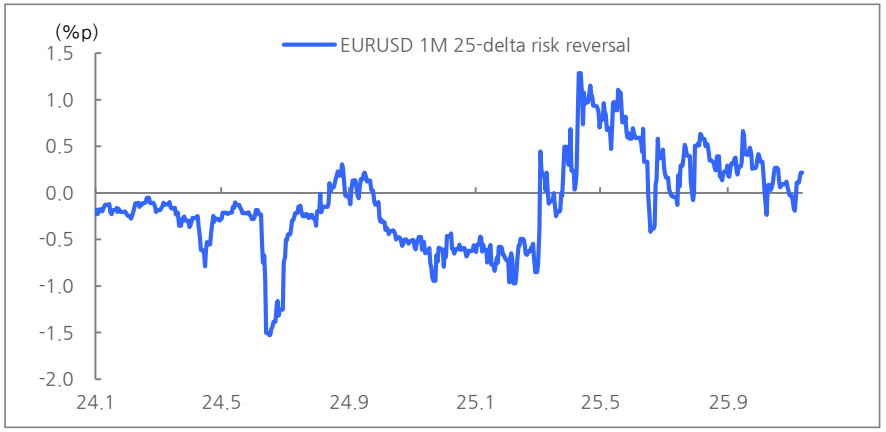
외환시장 심도(depth) 얕아 충격에 민감



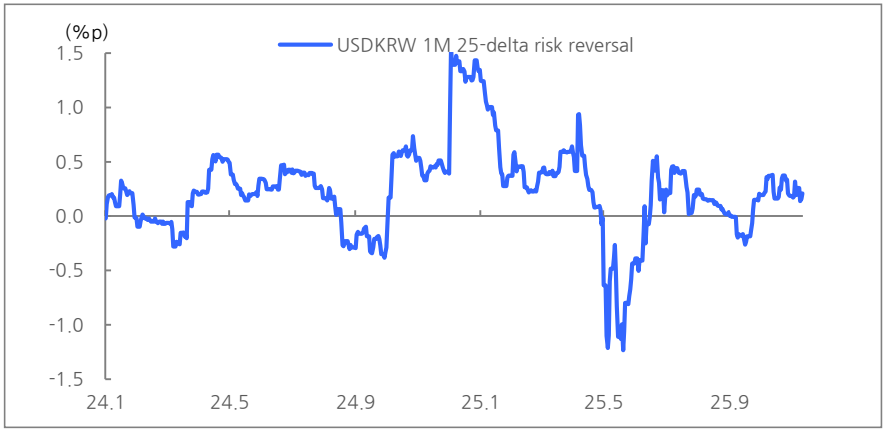

자료: 한국은행, 현대차증권

# 원화 약세에 베팅 중인 시장

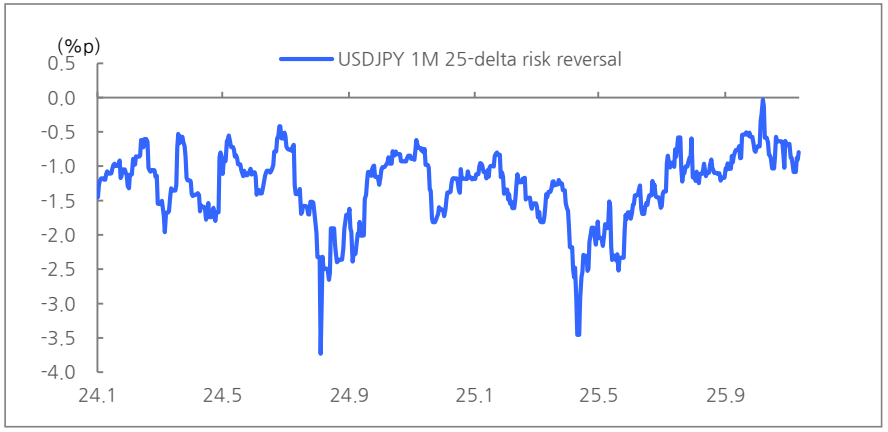
유로-달러 환율 리스크 리버설



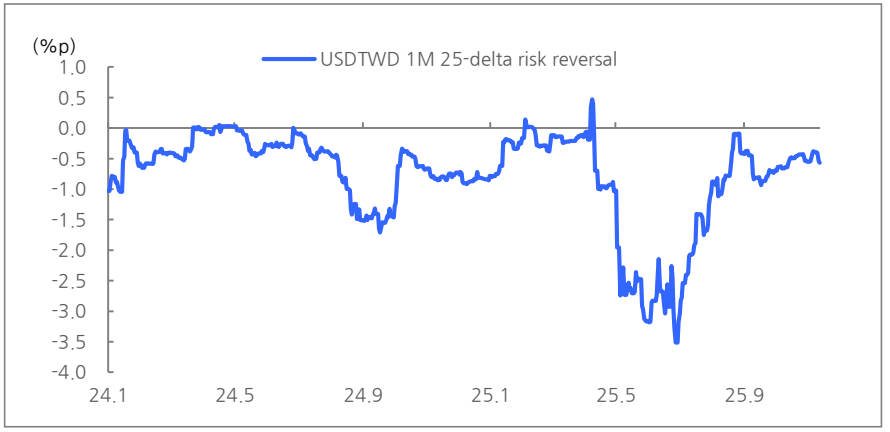

달러-원 환율 리스크 리버설




달러-엔 환율 리스크 리버설




달러-대만달러 환율 리스크 리버설

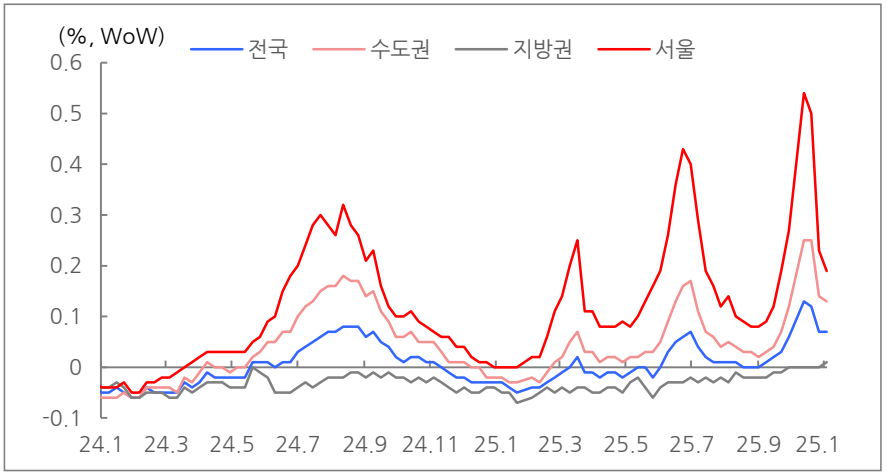



자료: Bloomberg, 현대차증권

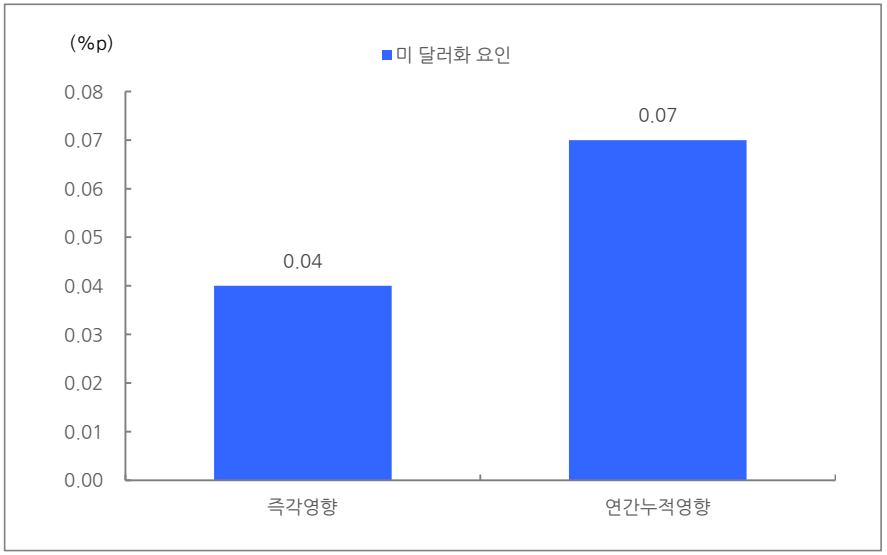
# 한국은행 기준금리는 진퇴양난

- 한국은행은 25년 기준금리 2.5%에서 동결 이후 26년에도 동결 이어갈 전망
- GDP갭률이 여전히 마이너스에 위치해 있으나 성장 상방 리스크 요인이 부상(반도체 중심 수출 호조, 확장 재정과 국민투자펀드 등)
- 부동산 과열 진정을 위한 강한 대출 규제 정책 시행 중이고, 주식시장도 빠르게 상승해 추가적인 유동성 공급
- 달러-원 환율도 거주자의 해외 포트폴리오 투자, 미국과 투자 합의 이행 우려로 급등해 인플레이션 자극할 소지가 있음

서울 집값 상승이 한은 금리 인하 발목 잡아

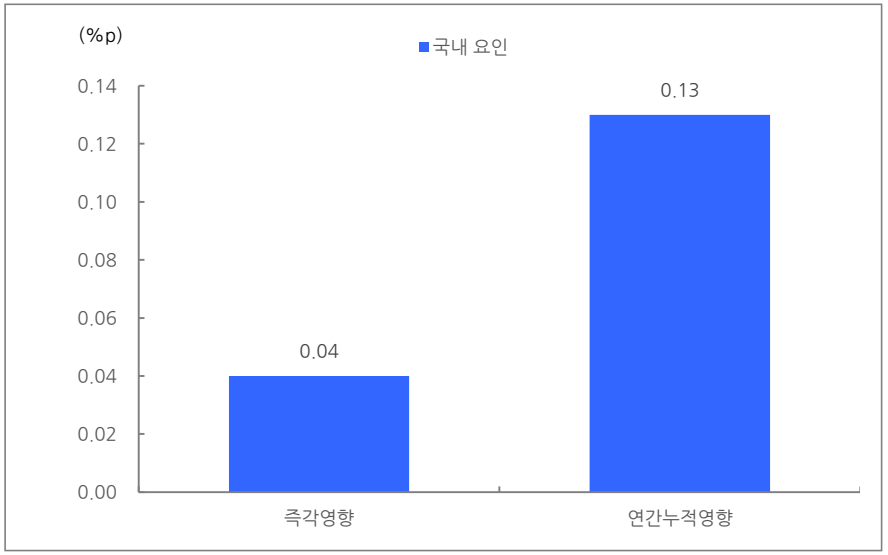



달러화 요인으로 환율 상승시 물가 영향




자료: 한국은행, 현대차증권

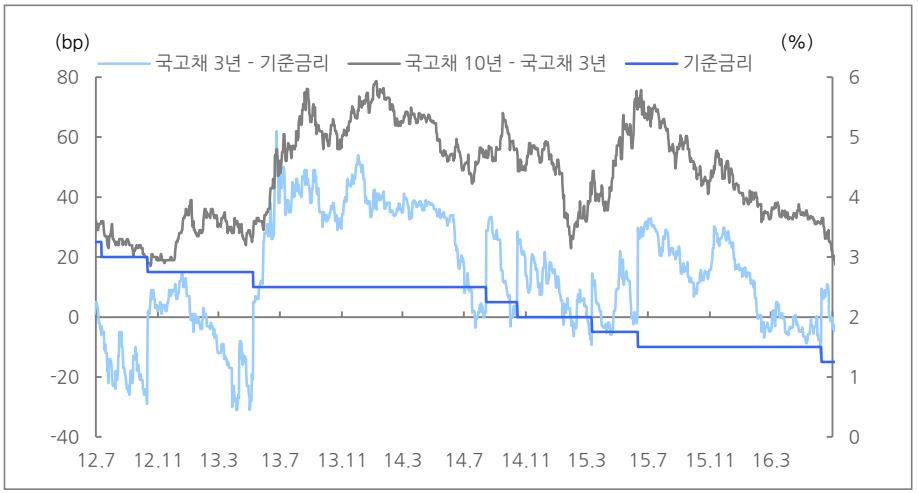
국내 요인으로 환율 상승시 물가 영향 더 크게 발생



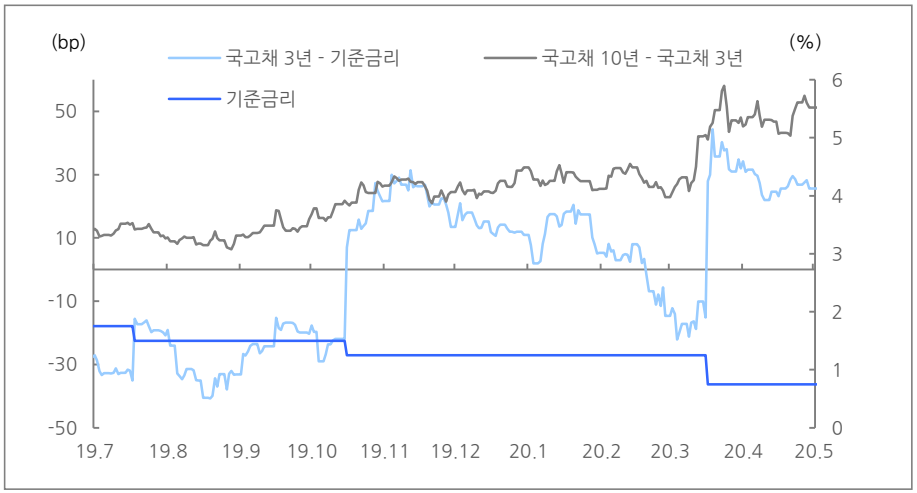

자료: 한국부동산원, 현대차증권

# 금리 인하기 기준금리, 국고3년, 국고10년 스프레드

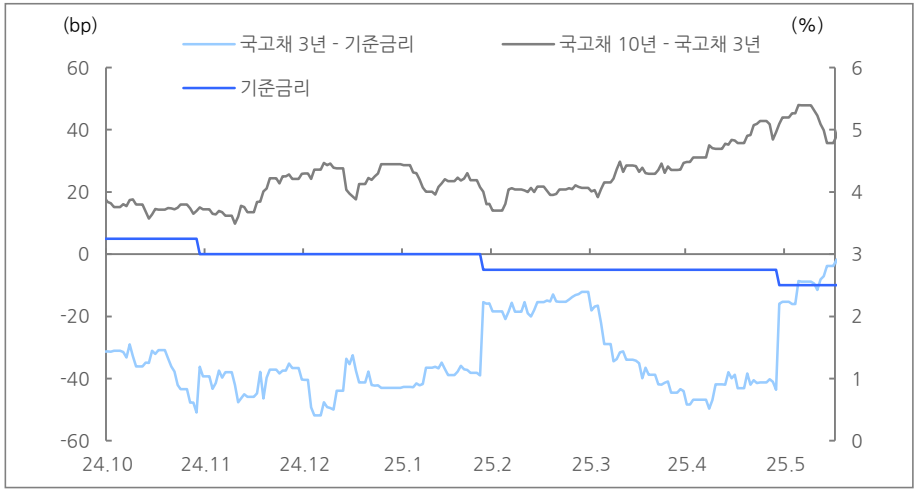
2012년 7월 ~ 2016년 6월




2019년 7월 ~ 2020년 5월



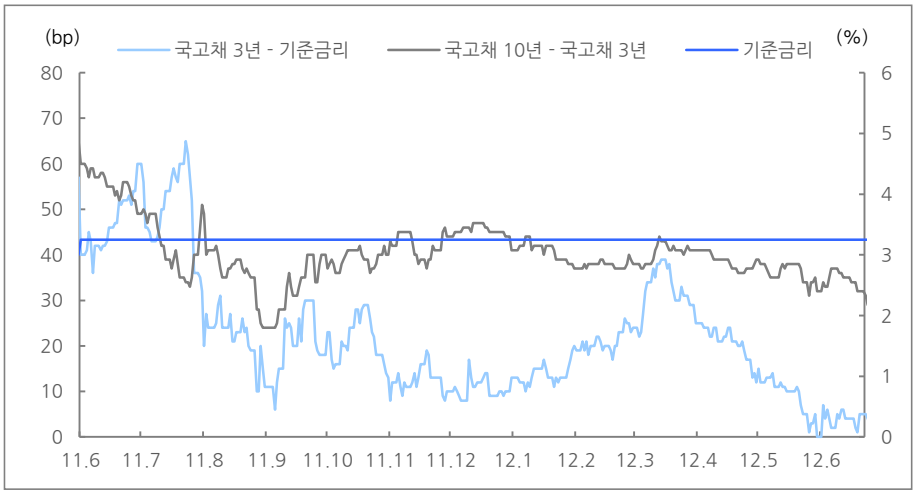

2012년 7월 ~ 2016년 6월




자료: Infomax, 현대차증권

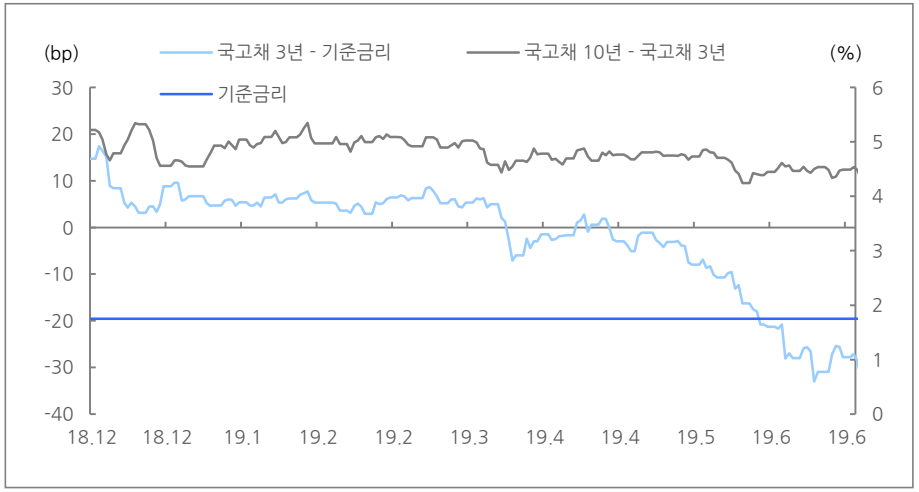
# 금리 동결기 기준금리, 국고3년, 국고10년 스프레드

2011년 6월 ~ 2012년 7월




2016년 6월 ~ 2017년 11월

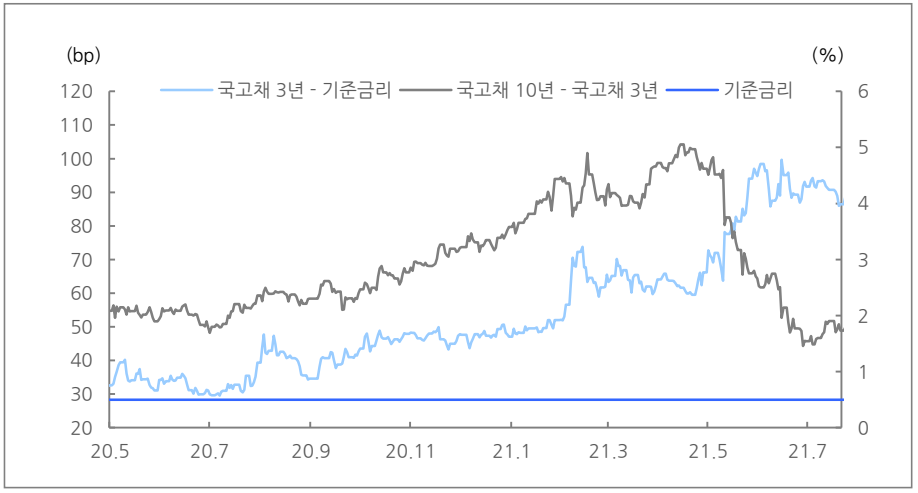
2018년 11월 ~ 2019년 7월



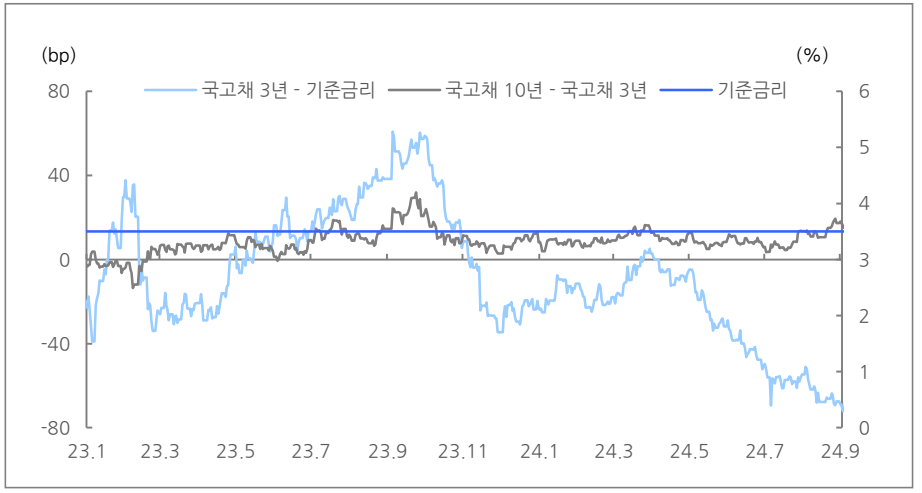

자료: Infomax, 현대차증권

# 금리 동결기 기준금리, 국고3년, 국고10년 스프레드

2020년 5월 ~ 2021년 8월



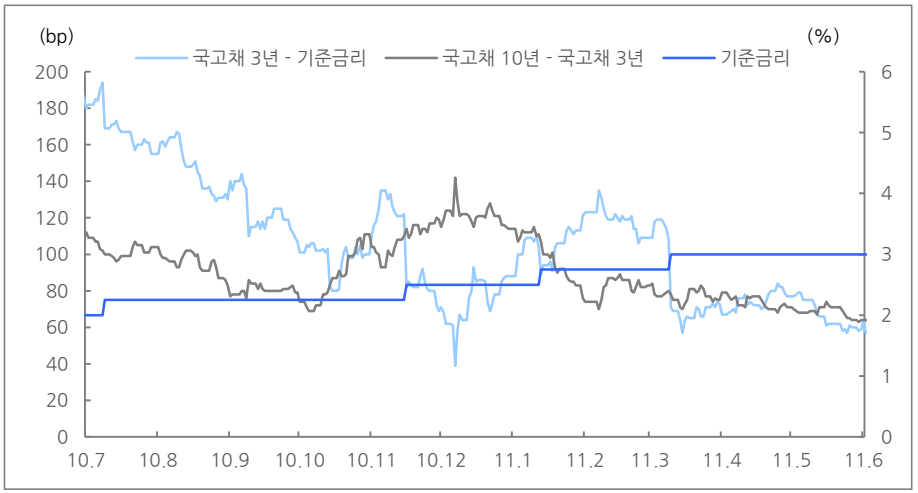

2023년 1월 ~ 2024년 10월



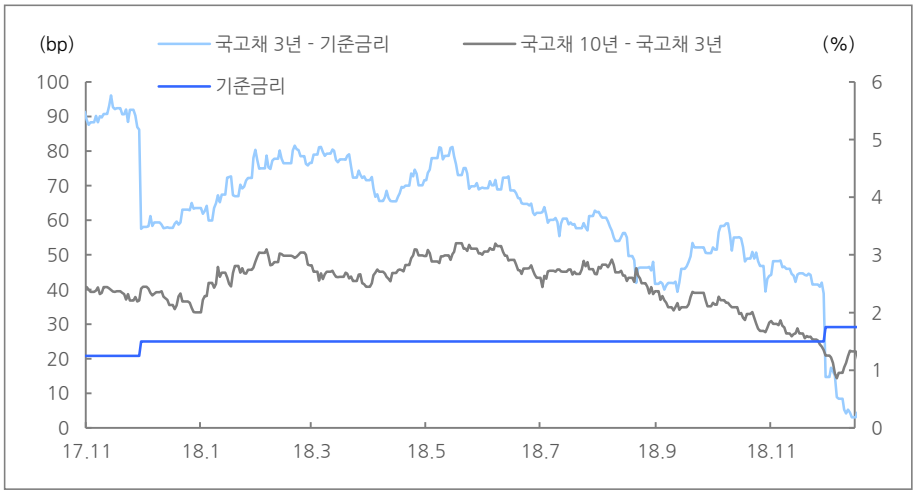

자료: Infomax, 현대차증권

# 금리 인상기 기준금리, 국고3년, 국고10년 스프레드

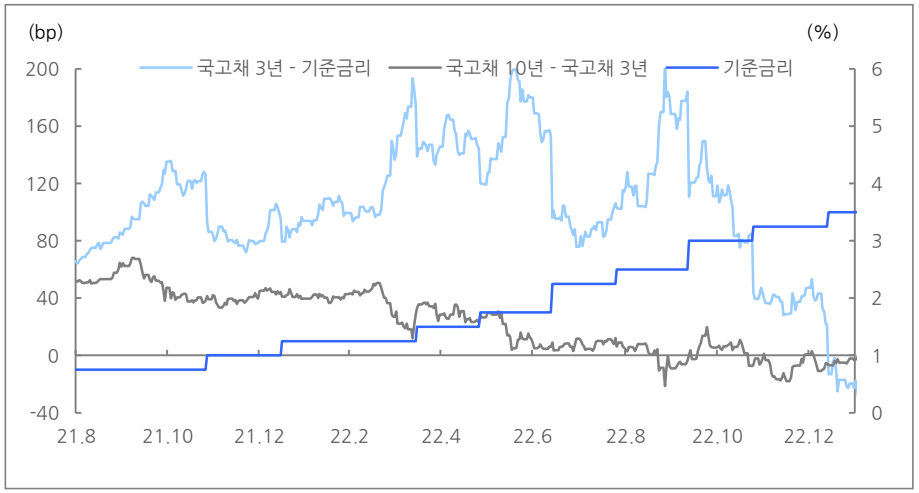
2010년 7월 ~ 2011년 6월




2017년 11월 ~ 2018년 11월




2021년 8월 ~ 2023년 1월

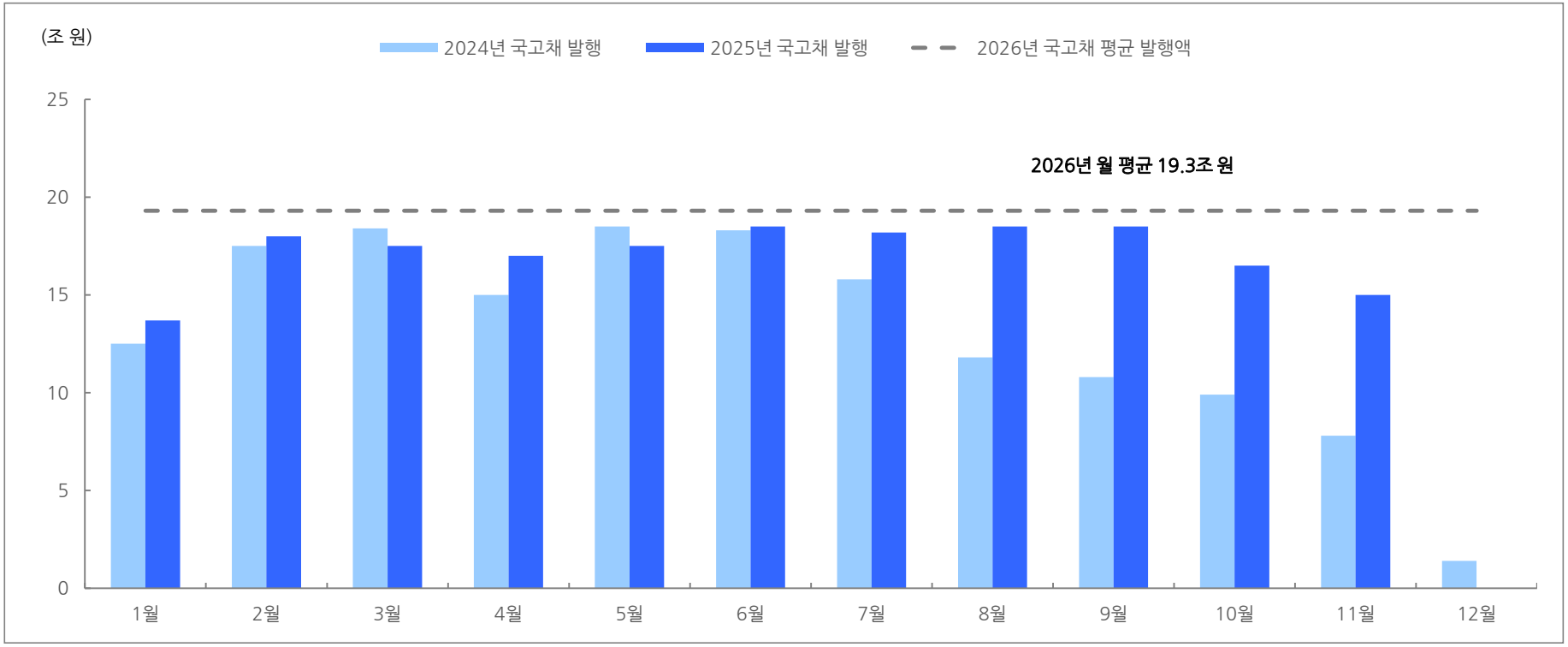



자료: Infomax, 현대차증권

# 국고채 발행

- 2026년 국고채 총 발행량은 232조원으로 25년 207.1조원에서 24.9조원(+12%) 증액
- 25년 장기물 발행 비중은 35~45%로 단기 및 중기물 대비 약 10% 더 발행됨(단기 및 중기물 비중 27~33%)
- 26년에도 견조한 장기물 수요에 타이트한 장기물 중심의 발행 이어질 것

2026년에도 타이트한 발행 이어질 것(2026년 국고채 총 발행량 232조 원)




자료: 기획재정부, 현대차증권

# Compliance Notice

## ▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 최제민의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.


- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.