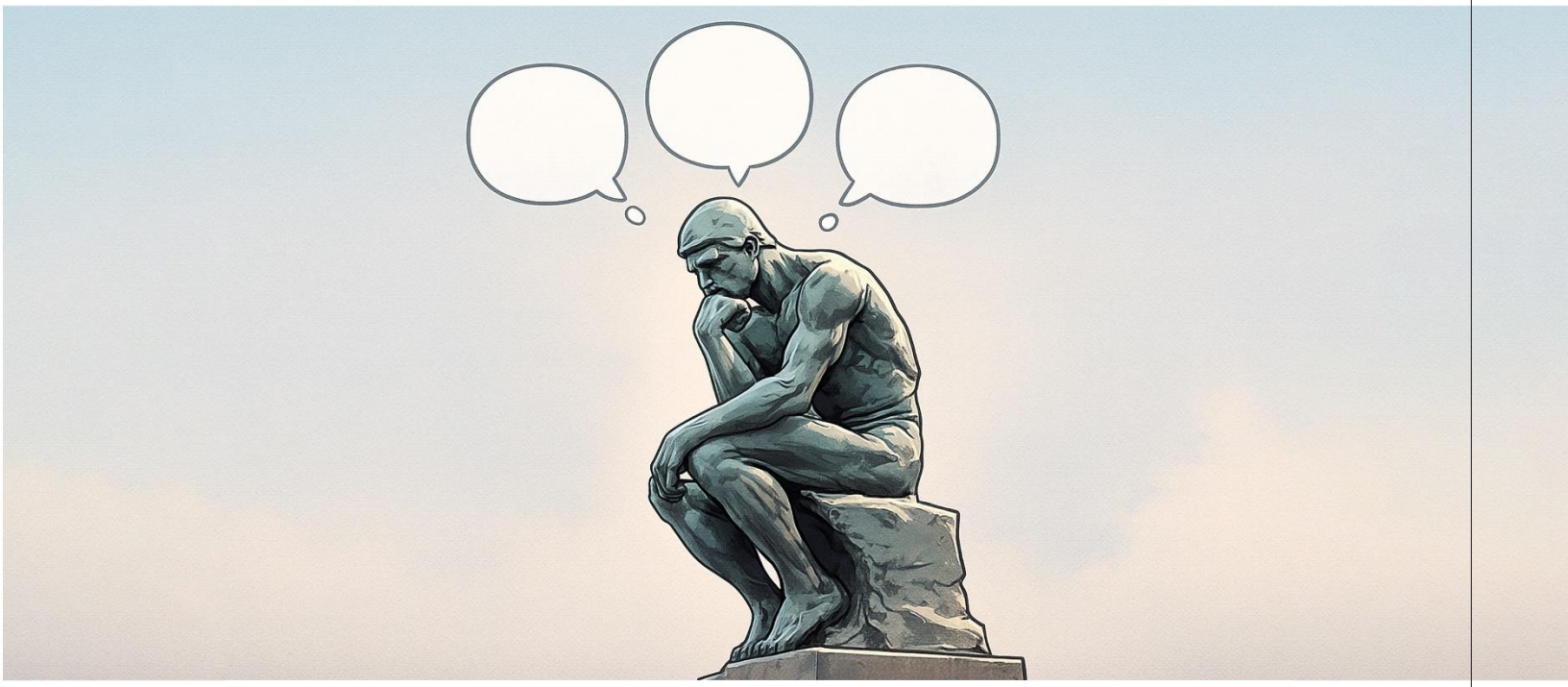
# 경제

2026년 세 가지 질문 : 버블, 연준, 환율

2026 연간전망

2025.11.20



Economist 이정훈, CFA 6138/jhoonlee@

CONTENTS


**01/** 버블인가? 어쨌든 매크로는 이상 무 05

**02/** 2026년 연준의 선택은? 19

**03/** 환율은 어디로 갈까 31

# 2026년 세 가지 질문 : 버블, 연준, 환율

Executive Summary

by 이정훈

2025년 AI 붐은 주식 시장에만 불어오지 않았다. AI 경쟁에서 뒤쳐지기 않기 위한 빅테크 업체들의 Capex는 상반기 미국 경제 성장의 대부분을 견인했으며, 주가 상승은 언제나 그랬듯 미국 가계의 자산을 증가시켰다.

AI 버블 우려가 커지고 있다. 매크로 관점에서만 보면 AI 과열을 꺼뜨릴 만한 요인은 1) 경기가 예상보다 크게 둔화되어 빅테크 업체들의 현금 흐름이 나빠지거나, 2) 연준이 금리를 인상하는 경우 정도로 볼 수 있다. **하지만 1998년 연준이 LTCM 파산에 과잉 대응했듯 지금은 단기적 고용 악화에 과잉 대응하고 있다**. 이미 유동성은 완연한 증가세에 있다. **2026년 매크로 환경이 AI 붐의 발목을 잡지는 않을 것이다**.

연준은 장기간 인플레를 용인해오며 금리 인하로 기울어 있지만, **빠르면 내년 하반기부터 인플레이션 모멘텀이 반등할 전망이다.** 그래도 차기 의장 체제에서 정치적 압력이 확대되면서 선거를 앞두고 섣불리 금리 인상에 나서기는 어렵다. 오히려 **정치적 압력이 강해지고 구조적 인플레 압력에 맞닥뜨리면서 정책 목표 변경이 다시 화두에 오를 가능성이 있다.**

상반기 1,350원까지 하락했던 달러-원은 단기 악재가 겹치며 100원 넘게 급등했다. 2026년 달러 약세가 재개될 것으로 보고 있지만 국내 투자자들의 해외 투자 압력이 워낙 강하다. **달러-원 환율 하단은 1,300원대 후반에 그칠 것으로 예상한다. 중기적인 원화 가치가 안정은 국내 연기금들의 포트폴리오 조정 속도가 완화되고 개인투자자들의 미국 주식 낙관론이 진정되는 시점에서 나타날 전망이다**.

# 주요국 경제지표 전망

| 경제성장률(%QoQ) | 2025 | | | | 2026 | | | | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | |
| 미국(연율) | -0.6 | 3.8 | 2.8 | 0.9 | 1.8 | 1.2 | 2.1 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| 유로존 | 0.6 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 1.4 | 1.1 |
| 중국(YoY) | 5.4 | 5.2 | 4.8 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 4.6 | 5.0 | 4.6 |
| 일본(연율) | 0.9 | 2.3 | -1.8 | 0.4 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 0.6 |
| 한국 | -0.2 | 0.7 | 1.2 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 1.0 | 2.0 |

| 소비자물가 상승률(%,평균) | 2025 | | | | 2026 | | | | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | |
| 미국 | 2.7 | 2.5 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.6 | 2.8 | 2.8 |
| 유로존 | 2.3 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 1.8 |
| 중국 | -0.1 | 0.0 | -0.2 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.0 | 0.7 |
| 일본 | 3.8 | 3.5 | 2.9 | 2.5 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 3.2 | 2.1 |
| 한국 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.3 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |

| 정책금리(%, 기말) | 2025 | | | | 2026 | | | | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | |
| 미국(상단) | 4.50 | 4.50 | 4.25 | 3.75 | 3.50 | 3.50 | 3.25 | 3.25 | 3.75 | 3.25 |
| 유로존(MRO) | 2.50 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 중국(MLF) | 1.50 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.40 | 1.30 |
| 일본 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.50 | 0.75 |
| 한국 | 2.75 | 2.50 | 2.50 | 2.5 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.50 | 2.25 |

| 환율(평균) | 2025 | | | | 2026 | | | | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | |
| 달러 인덱스 | 106.7 | 99.7 | 98.0 | 99.0 | 98.0 | 96.0 | 95.0 | 96.0 | 100.9 | 96.4 |
| 유로/달러 | 1.05 | 1.13 | 1.17 | 1.16 | 1.17 | 1.20 | 1.22 | 1.20 | 1.13 | 1.20 |
| 달러/위안 | 7.27 | 7.23 | 7.16 | 7.12 | 7.08 | 7.00 | 7.00 | 7.05 | 7.20 | 7.03 |
| 달러/엔 | 152.53 | 144.54 | 147.50 | 154.00 | 153.0 | 150.0 | 147.0 | 146.0 | 149.6 | 149.0 |
| 달러/원 | 1452.4 | 1399.4 | 1386.8 | 1450.0 | 1425.0 | 1405.0 | 1390.0 | 1410.0 | 1422.1 | 1407.5 |

01

# 버블인가? 어쨌든 매크로는 이상 무

오히려 증시가 경제 성장을 견인했던 2025년

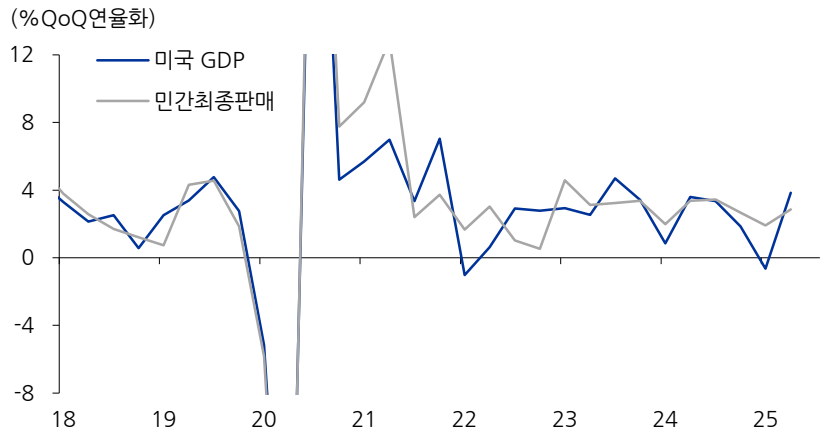
1998년을 떠올리게 하는 연준의 대응, 주식시장 과열 우려에도 매크로 환경은 우호적

# 의외로 별 탈 없었던 미국

## AI로 이겨낸 관세

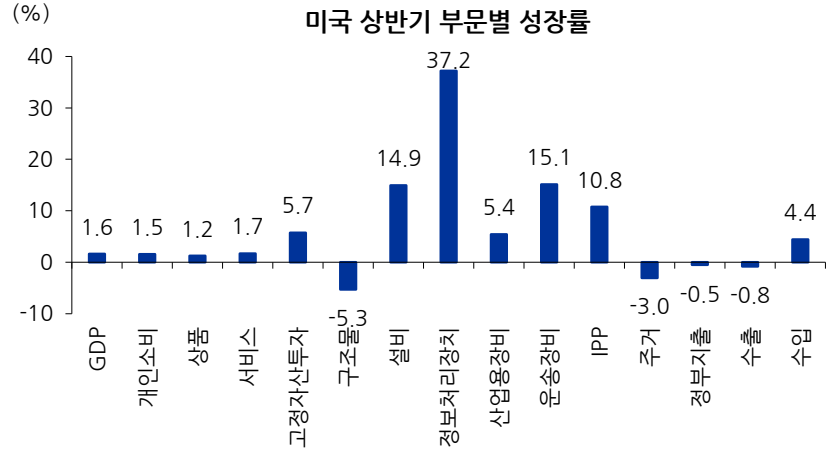
- 2025년 상반기 미국 경제는 관세 충격에도 평균 +1.6% 성장. 3분기 성장률 컨센서스도 +2.8%로 견고
- 부문별로 보면 미국 관세 영향으로 소비 부문의 모멘텀이 약해졌으나, AI 붐으로 정보처리장치 투자가 급증하면서 성장 견인

**상반기 예상보다 견조한 성장을 보인 미국 경기**




자료: LSEG, 유진투자증권

**AI 열풍이 분 정보처리장치 투자가 급증**



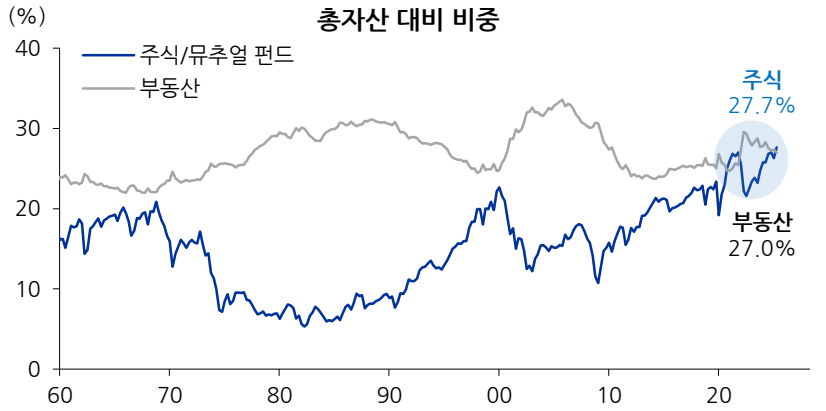

자료: LSEG, 유진투자증권

# 올해도 부의 효과

## 양극화 논란에도 아직은 유효

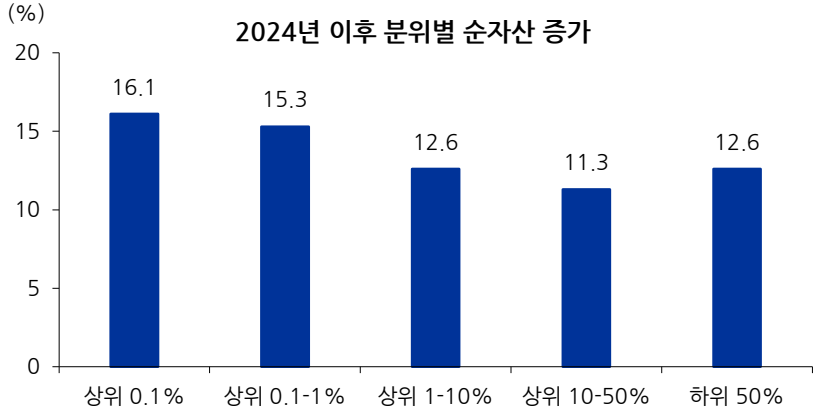
- 주식시장 활황에 따른 자산가격 효과도 계속됨. 올해 2분기 기준 가계 자산 중 주식 비중이 부동산이 다시 넘어섬
- 다소 편차가 있지만 지난 1년 반 동안 전 계층의 자산 가치가 10% 넘게 상승함
- 양극화 논란을 떨쳐내기는 어려움. 하지만 어찌됐든 경제 전체로 보면 부의 효과는 여전히 작동 중으로 볼 수 있음

### 가계 자산 중 주식 비중이 부동산을 역전



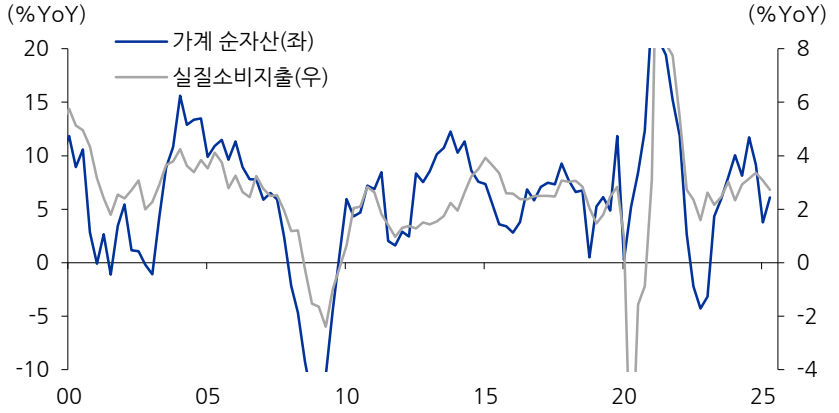

자료: LSEG, 유진투자증권

### 계층별 편차를 보인 것은 사실이지만




자료: FRB, 유진투자증권

### 어찌됐든 부의 효과는 작동



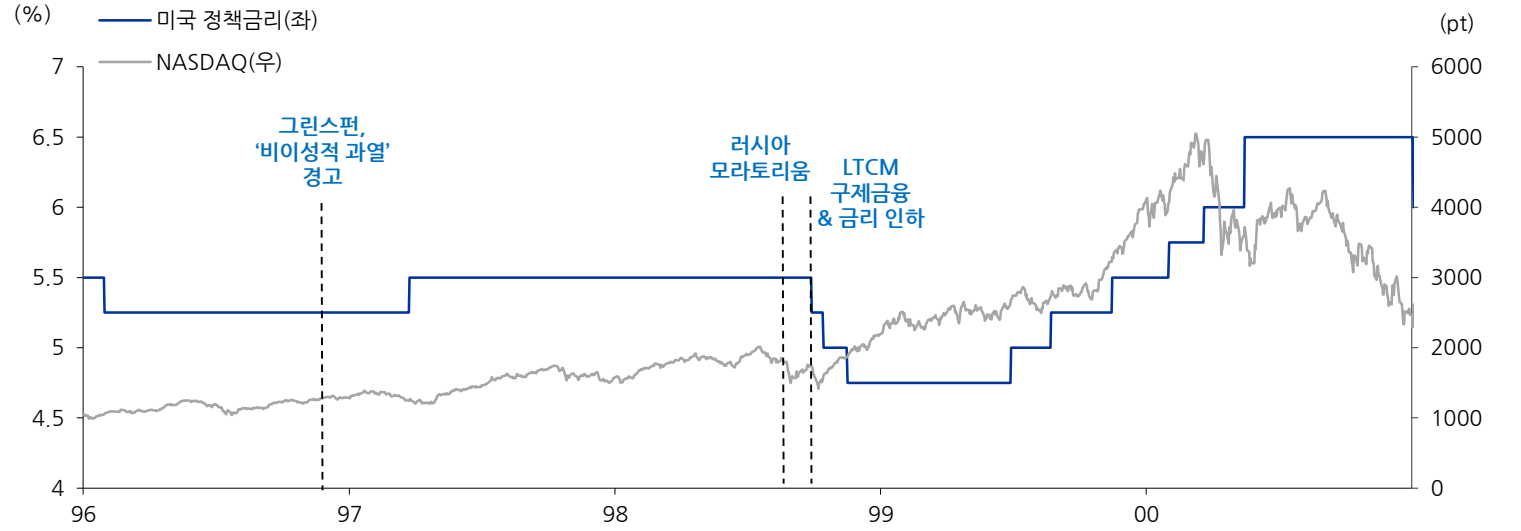

자료: LSEG, 유진투자증권

# 그린스펀 풋

## 금융시장의 충격에 과도하게 대응

- 1996년 12월 그린스펀 당시 연준 의장은 미국 주식시장의 '비이성적 과열(irrational exuberance)'을 경고
- 그러나 1998년 LTCM 파산 사태로 주식시장이 급락하자 JP모건, 골드만삭스 등을 동원해 수십억 달러의 구제금융을 제공하고 정책금리를 인하
- 이후 주식시장이 바닥을 찾고, 경제지표가 매우 견고했음에도 연준은 2회의 추가 인하를 단행. 이는 닷컴 버블을 강화시키는 요인이 됨
- 결국 나스닥은 그린스펀의 비이성적 과열 발언 이후 +288% 추가 상승한 후 버블 붕괴로 일단락

**대표적인 그린스펀 풋 사례로 남아있는 LTCM 파산 사태**




자료: LSEG, 유진투자증권

# 1998년 다시 느껴 난

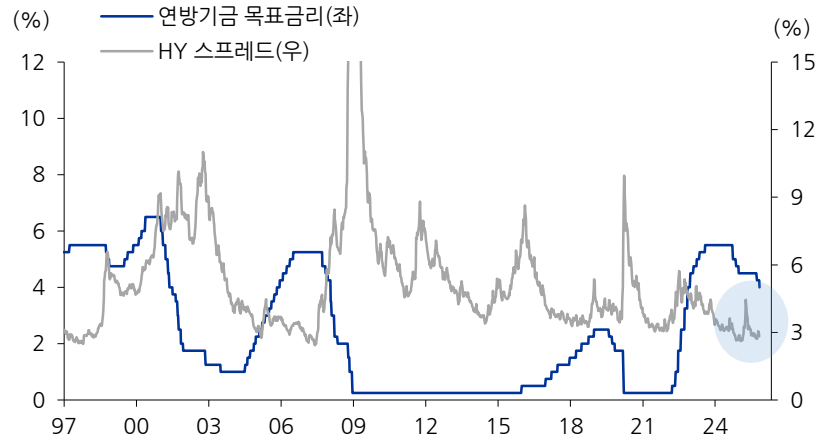
## 역대 금리 인하 시점 중 가장 만연한 위험 선호 심리

- 올해 연준의 금리 인하는 주식시장의 장기 상승이 이어지는 과정에서 금리를 인하했다는 점에서 1998년과 유사
- 특정 관점에서는 오히려 1998년보다 자산 버블을 더 부추길 가능성도 존재함
- 미국 증시의 PER이나 하이일드 스프레드를 보면, 과거 연준의 금리 인하 시점 중 지금처럼 위험 자산 선호 심리가 만연한 적은 없었음

**역대 금리 인하 시기 중 가장 높은 PER**

자료: LSEG, 유진투자증권

**역대 금리 인하 시기 중 가장 낮은 하이일드 스프레드**



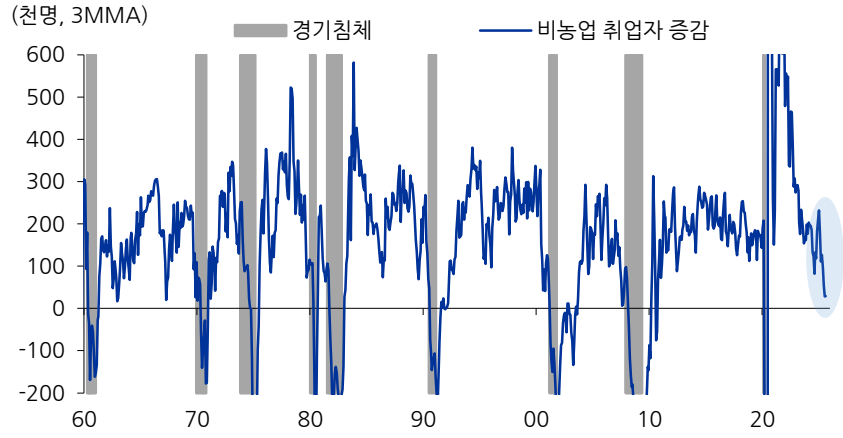

자료: FRB, 유진투자증권

# 이번에는 고용에 과잉 대응?

## 하방 위험 크다는데, 여전히 해고는 없어

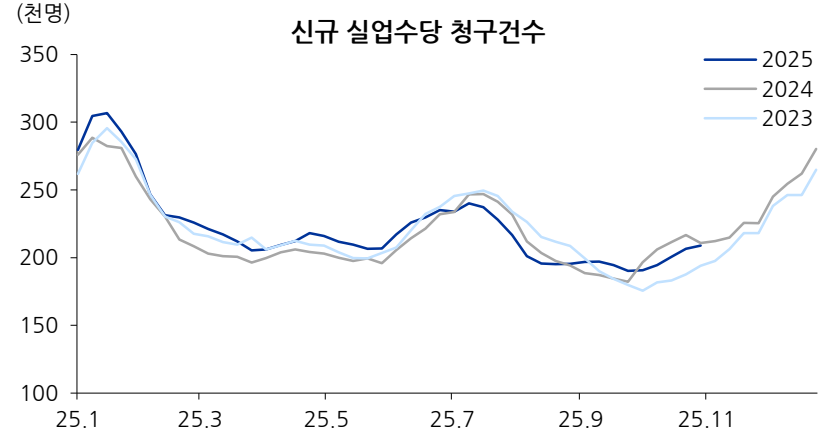
- 연준은 2%대 후반의 인플레이션에도 9-10월 연속 인하 단행. 12-1월 중 추가 인하 유력
- 관세의 인플레이션 영향은 일시적이고, 고용 시장의 하방 압력이 커졌다는 것이 인하의 논리
- 양적인 지표만 보면 현재 고용 시장은 침체가 임박한 수준이나, 이는 연준의 분석 그대로 수요-공급이 모두 위축된 기묘한 현상 때문
- 실업급여 데이터를 보면 금리 인하 이후에도 매우 안정적. 1998년과 달리 이번에는 고용 시장의 둔화에 과도하게 대응하고 있을 가능성

**양적인 고용 지표만 보면 침체 임박 수준**




자료: LSEG, 유진투자증권

**실업수당 청구건수는 매우 안정적**



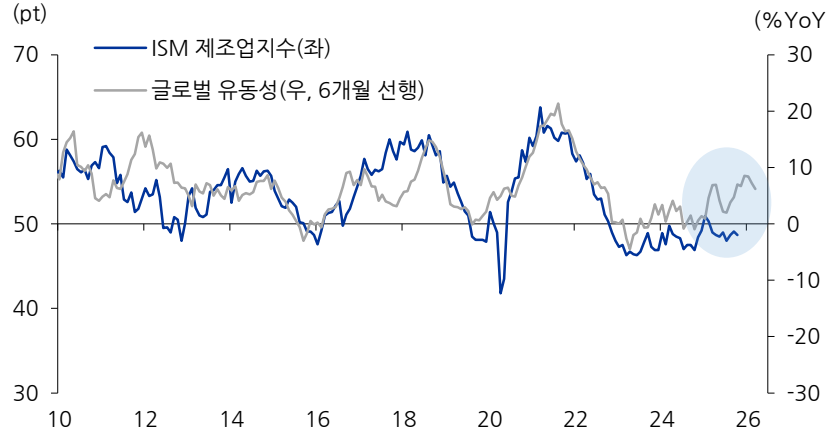

자료: LSEG, 유진투자증권

# 유동성은 이미 완연한 증가세

## 1분기 이후 경기 여건 나아질 듯

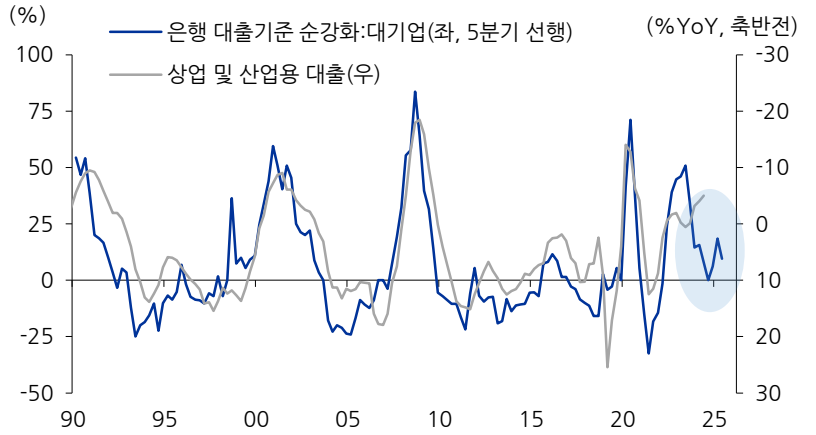
- 경제 및 금융시장의 유동성은 이미 완연한 증가세에 있었음. 연준의 금리 인하로 유동성 증가는 더 빨라질 것
- 은행들의 대출 태도도 더 이상 크게 타이트하지 않음. 현재 대출 감소 원인은 대출 태도 보다는 대출 수요 부진에 있음
- 유동성 효과와 함께 내년에는 기업들의 체감 정책 불확실성이 낮아질 것. 1분기 이후에는 AI 집중되었던 온기가 좀 더 확산될 전망

**글로벌 유동성 환경은 이미 완연한 증가세에 있어**




자료: LSEG, 유진투자증권

**은행들의 대출 태도도 그다지 타이트하지 않아**




자료: LSEG, 유진투자증권

# QT 종료에 이어 QE?

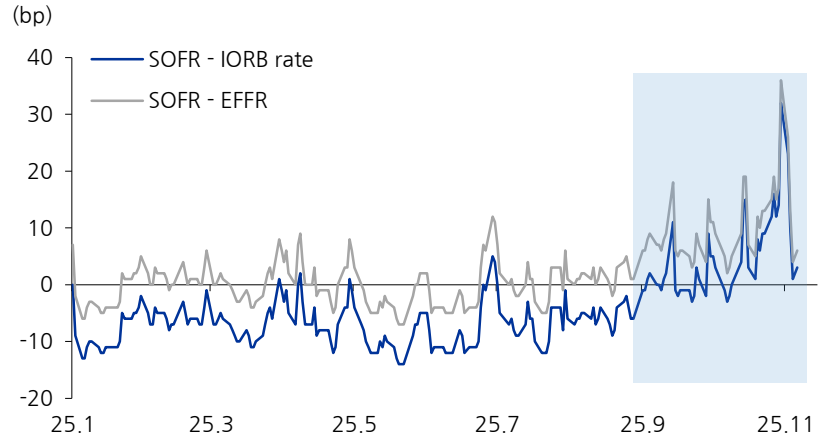
## QE는 아니지만 대차대조표 재확대 가능성 있어

- 금리 인하 외에도 유동성 여건은 더 개선될 전망. 연준은 12월부터 QT 종료. MBS 매각은 계속되나 동일 금액만큼 단기국채를 매입
- 3분기 이후 미국 단기자금시장 내 압박이 점점 커지는 중. 미국 셧다운 종료 이후 단기적으로 자금 시장 압력이 더 커질 가능성도 있음
- 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 연준이 대차대조표를 다시 확대할 가능성을 제시. 그러나 이는 단기 유동성 개선을 위한 '기술적 조정'이므로 기조적인 유동성 확대와는 거리가 있음
- 그러나 '연준 유동성 공급 = 주가 상승'을 공식처럼 받아들이던 시장에는 호재라면 호재일 수 있음

**7월 이후 급증한 재무부 TGA 잔고**

자료: LSEG, 유진투자증권

**자금 압박이 계속되는 단기자금시장**



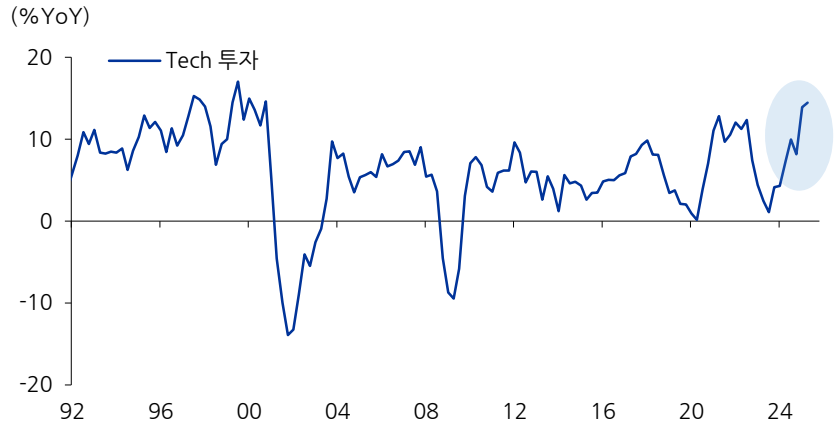

자료: FRB, 유진투자증권

# Bubble, pop?

## Capex 광풍의 어디 쯤일까?

- 버블 논란과 관련된 '지금이 장기 Capex 싸이클 중 어디에 위치해 있는지'는 관점에 다를 수밖에 없음
- Tech 투자 증가 속도만 보면 닷컴 버블 당시에 근접. 그러나 당시에는 현 증가 속도가 4~5년간 지속됨
- Tech 산업이 차지하는 비중과 증시 밸류에이션도 닷컴 버블 수준
- 하지만 Tech 비중 증가는 정보처리장치 보다는 소프트웨어에 기인함. 지금의 밸류에이션은 경제 구조 자체가 변화하고 있는 점을 일정 부분 반영 중일 수도 있음

**닷컴 버블 당시 현 투자 증가 속도가 4~5년간 지속**

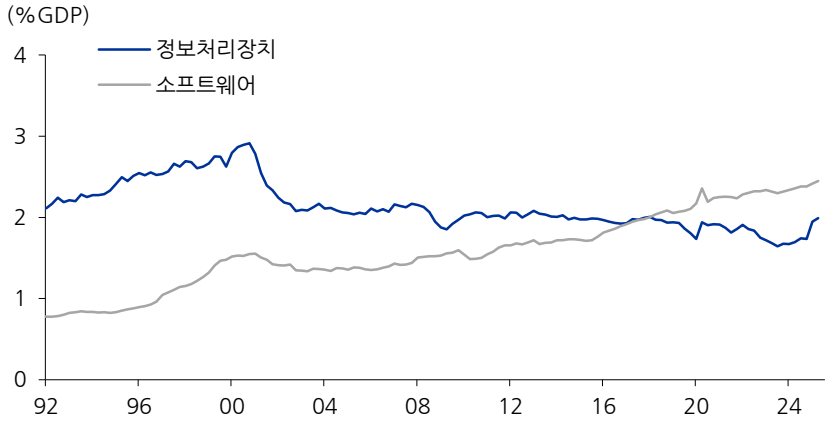



자료: LSEG, 유진투자증권

**경제 내 Tech 투자 비중/밸류에이션은 닷컴 버블 수준**

자료: LSEG, 유진투자증권

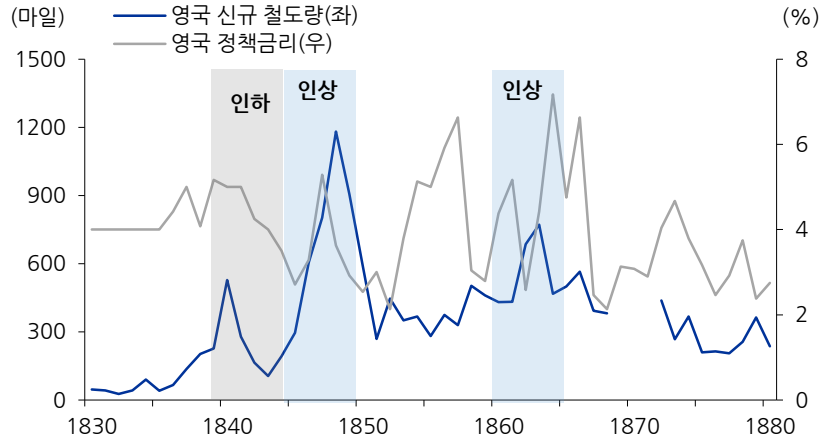
**경제 구조 자체가 변한 영향도 있어**




자료: LSEG, 유진투자증권

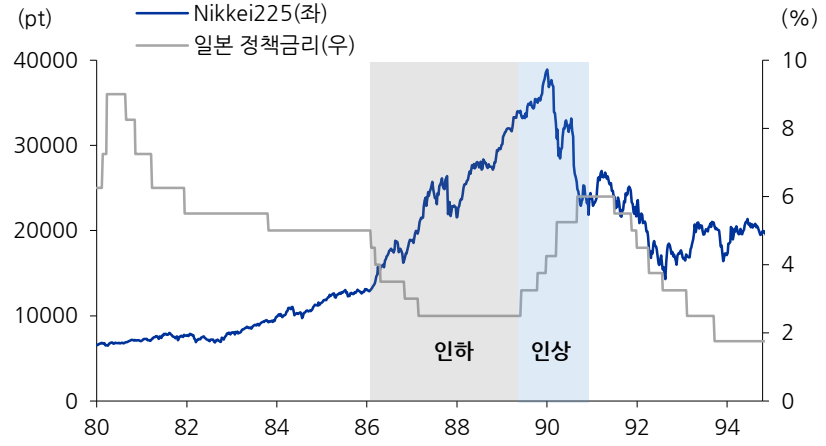
# 과거 버블은 대부분 금리 인하가 부추긴 후 인상으로 붕괴

### 1840 - 1860년대 영국 금리 인상으로 철도 버블 붕괴



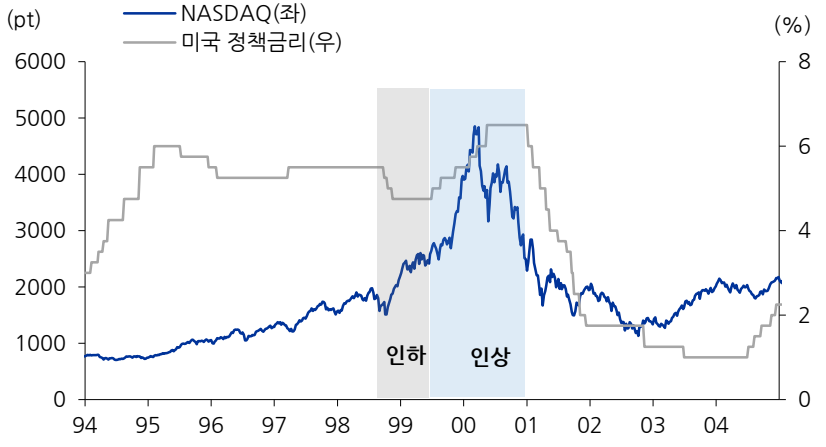

자료: Macro History, Bank of England, 유진투자증권

### 80년대 니케이 폭등도 결국 금리 인상으로 마무리



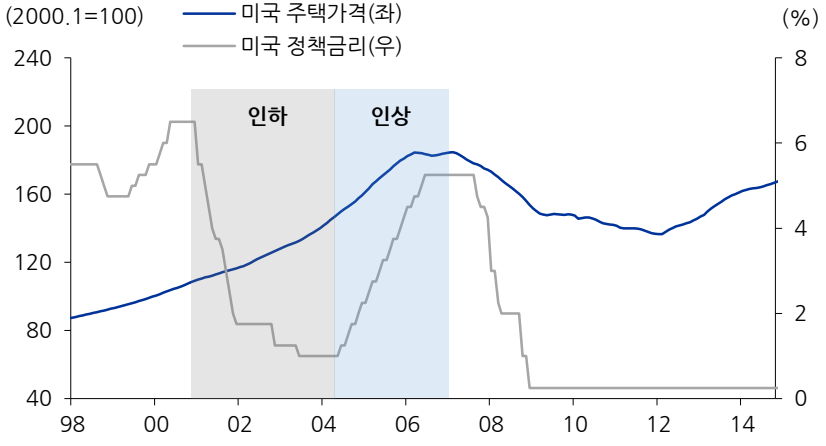

자료: LSEG, 유진투자증권

### 닷컴 버블 말미 금리 인상으로 돌아선 연준




자료: LSEG, 유진투자증권

### 2000년대 주택시장 버블도 연준 금리 인상에 결국 붕괴



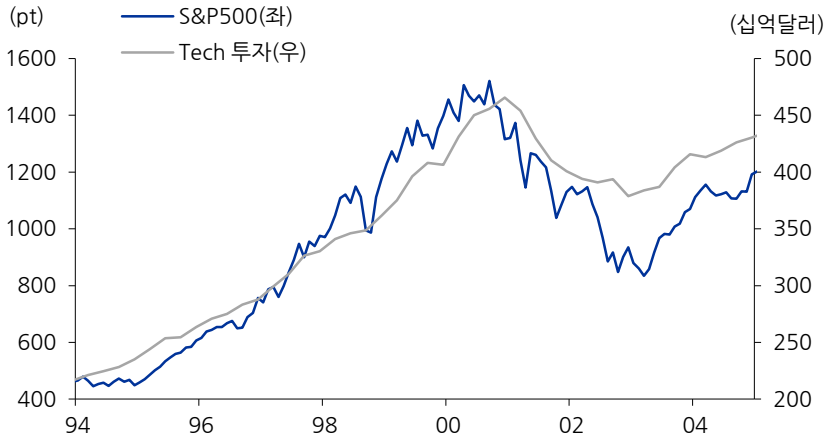

자료: LSEG, 유진투자증권

# 무엇으로 무너지나?

## 투자가 꺾이거나 금리를 올리거나

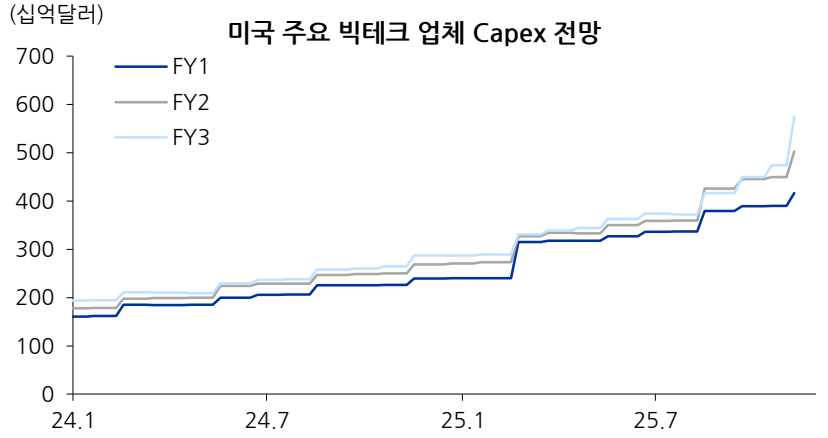
- 닷컴 버블 당시 주식시장은 Tech 투자와 함께 하락 반전함. 다행히 지난 2년 간 주요 테크 업체들의 Capex 전망치는 상향 일변도를 보였음
- 최근 다양한 가능성들이 버블 시나리오로 제시됨. 매크로 관점에서만 보면, 증시 급락을 야기할 만한 요소는 크게 두 가지로 생각해볼 수 있음
- 1) 예상보다 큰 경기 둔화 → 빅테크 현금 창출 능력 약화 → Capex 속도 조절, 2) 연준의 금리 인상 또는 시장금리의 가파른 상승

**2000년 Tech 투자 반전과 함께 버블 붕괴**




자료: LSEG, 유진투자증권

**아직 Capex 전망치는 상향 일변도**



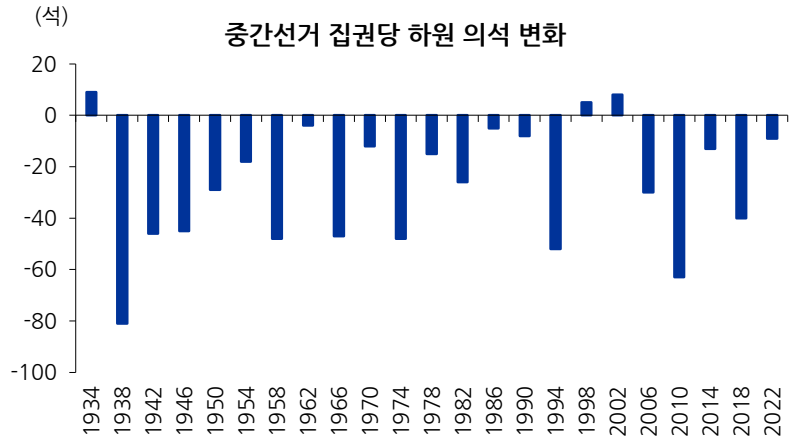

자료: LSEG, 유진투자증권
주 : 메타/아마존/알파벳/MS/오라클

# 선거도 있다

## 집권당에 늘 불리했던 중간선거

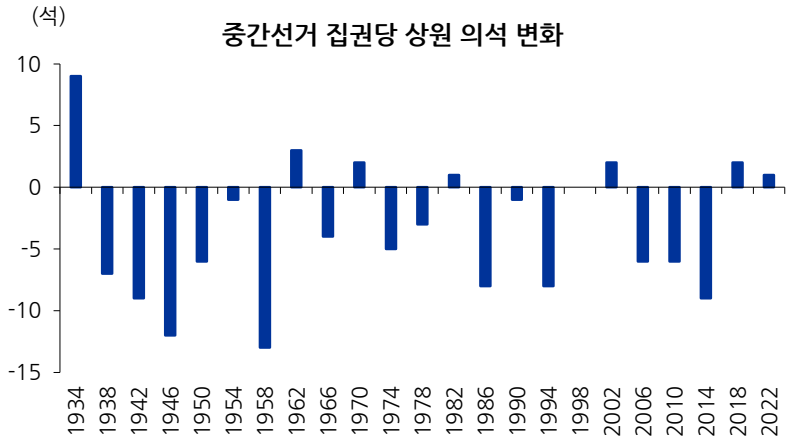
- 앞서 언급한 요인들은 감안할 때 미국 경기가 큰 폭으로 둔화될 위험은 낮음
- 여기에 내년 11월 중간선거가 예정되어 있는 점도 미국 경기에 상방 압력으로 작용할 수 있음
- 민주당의 존재감이 제로(0)라고는 하나 역대 중간선거는 거의 대부분 집권당에게 불리했음. 현재 상/하원에서 공화당의 초과 의석도 역대 최저 수준

**집권당, 중간선거에서 하원 평균 -26석 잃어**




자료: 유진투자증권

**상원은 평균 -3석 잃어**



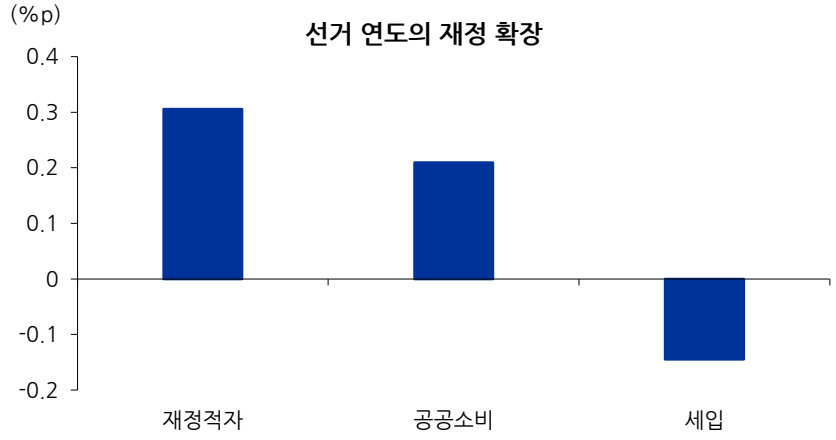

자료: 유진투자증권

# 미국 외 재정 확대도 계속

## 2026년은 불확실성 보다는 포퓰리즘을 강화할 듯

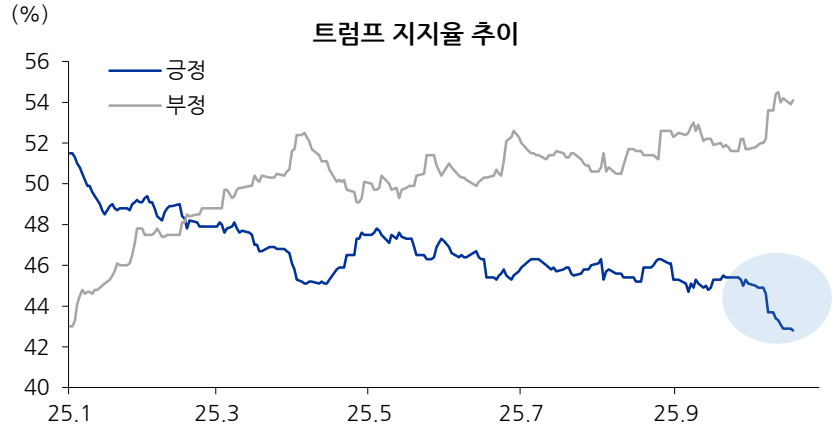
- 최근 맘다니의 뉴욕 주지사 당선과 함께 트럼프 지지율도 40% 초반으로 하락함
- 트럼프가 올해처럼 정치적 불확실성을 키우는 방향으로 계속 가기는 어려움. 2026년에는 선거에 대비한 포퓰리즘 정책이 한층 강화될 가능성 높음
- 독일도 메르츠 총리의 지지율이 부진한 가운데 3월과 9월 주 의회 선거를 앞두고 있어 부양책 집행을 더 미룰 수 없음
- 일본도 다카이치 내각 하에서 이전보다 더 적극적인 재정정책이 집행될 전망

**선거 연도에는 재정 지출이 확대되는 경향**




자료: IMF, 유진투자증권

**최근 트럼프 지지율은 더 악화**




자료: RCP, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

# 2026년 연준의 선택은?

빠르면 내년 하반기 인플레 모멘텀 반등

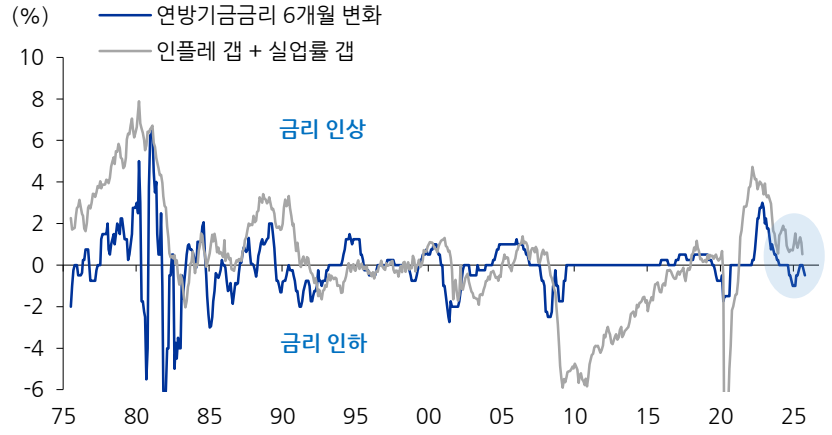
그러나 정치적 압력은 더 커질 가능성

# 연준의 인플레 용인

## 2% 중후반의 인플레이션을 용인 중

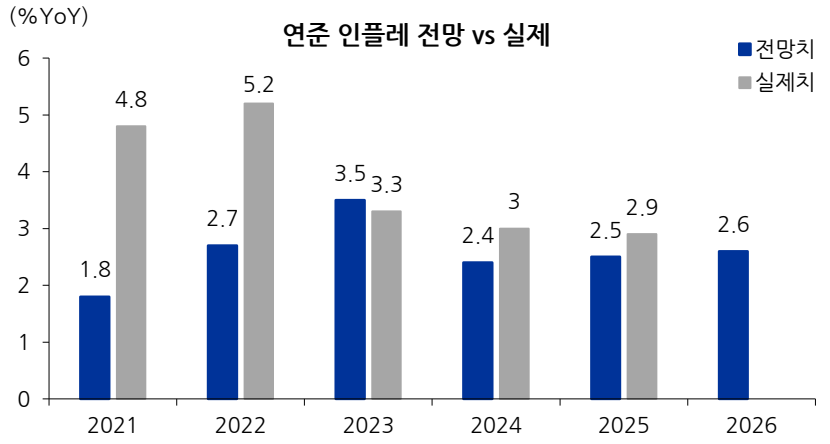
- 연준은 지난해 9월부터 지금까지 총 150bp 금리 인하. 현재 시장은 내년 중반까지 75bp 추가 인하를 반영 중
- '데이터 의존'이라는 구호와 달리 실제 데이터만 보면 지난해와 올해 모두 금리 인하가 필요한 상황은 아니었음
- 이는 연준이 장기적으로 인플레이션이 목표치로 돌아간다는 가정(혹은 믿음)하에, 단기적인 침체 압력에 대응하고자 2%대 후반의 인플레를 용인해 왔음을 보여줌. 마이런 이사의 비판과 달리, 연준의 통화정책은 이미 예측 기반(forward looking)임
- 그러나 연준의 '믿음'은 믿음직스럽지 못함. 지난 5년 간 4번이나 인플레는 연준의 전망치를 상회함. 내년 인플레 전망치도 목표치와 거리가 큼

**데이터만 보면 인하가 필요한 상황은 아니야**




자료: LSEG, 유진투자증권

**지난 5년간 4번이나 연준 전망치 상회**



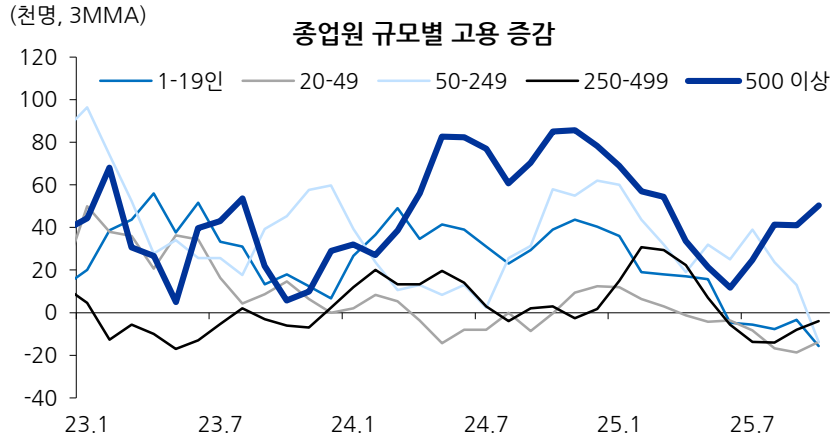

자료: LSEG, FRB, 유진투자증권
주: Core PCE물가, 전망치는 이전 연도 12월 FOMC 에서의 전망치

# 연준을 위한 변명

## 소규모 기업들의 고용 위축은 제법 뚜렷

- 물론 연준도 아무런 근거 없이 과잉(?) 대응하는 것은 아님
- 지난 몇 달간 주로 중소기업들에서 고용 악화가 뚜렷함. 대기업들과 달리 수요 둔화와 비용 상승을 감내하기 어려울 가능성 높음
- 반면 한편에선 주요 Tech 기업들이 AI 기술 발전에 따른 인력 효율화를 목적으로 적극적인 감원 계획에 나서는 중
- 하지만 통화정책은 모든 경제 주체들에게 무차별하게 적용됨. 경제에 약한 고리를 살리기 위해 완화적인 스탠스를 가져가면, 이러한 효과는 이미 호황인 AI 업계와 금융 시장에도 전달될 수밖에 없음

### 먹고 살기 힘들어진 중소기업들




자료: LSEG, 유진투자증권

### 효율화를 위해 감원을 계획 중인 Tech 업계

| 기업명 | 감축 규모 |
|---|---|
| Microsoft | 약 9,000명 |
| Intel | 약 5,000명 |
| Scale AI | 약 700명 |
| Indeed/Glassdoor | 약 1,300명 |
| Lenovo | 약 100명 |
| Electronic Arts | 300~400명 |
| HP | 최대 2,000명 |
| Grubhub | 약 500명 |
| Sophos | 약 6% 인원 |
| IBM | 최소 2,700명~최대 9,000명 |
| Meta | 약 600명 |
| Salesforce | 약 4,000명 |
| Amazon | 최대 30,000명 |

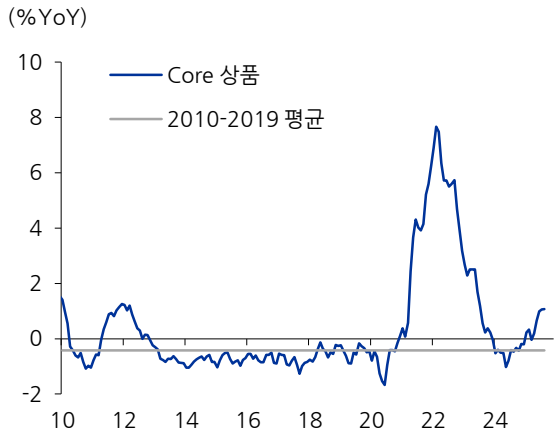
자료: 언론보도 자료, 유진투자증권

# 아직 갈 길이 남아있는 물가

## 관세를 애써 외면해보면, 여전히 서비스가 걸려

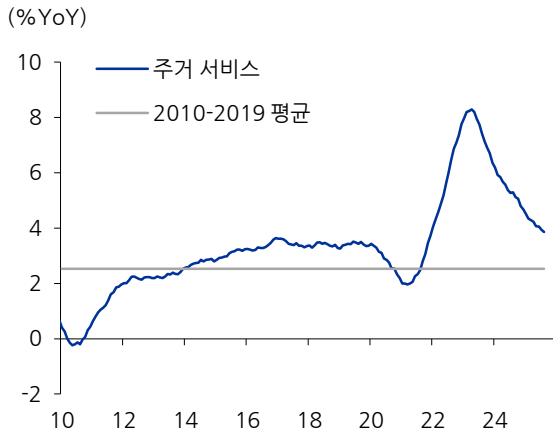
- Core PCE 인플레이션을 상품/주거/비주거서비스 세 부문으로 나누어 보면, 지금은 모든 부문에서 2010년대 평균을 크게 웃도는 중
- 상품 부문은 관세 영향 때문이라 치부해버리면, 결국 서비스 인플레이션이 얼마나 잡히는지가 중요해짐
- 2010년대 평균 Core 인플레이션이 1.6%였기 때문에 기준을 당시 평균보다 높게 잡는다 해도, 서비스 인플레는 여전히 괴리가 큼

**Core 상품 인플레이션, 과거 평균 상회**



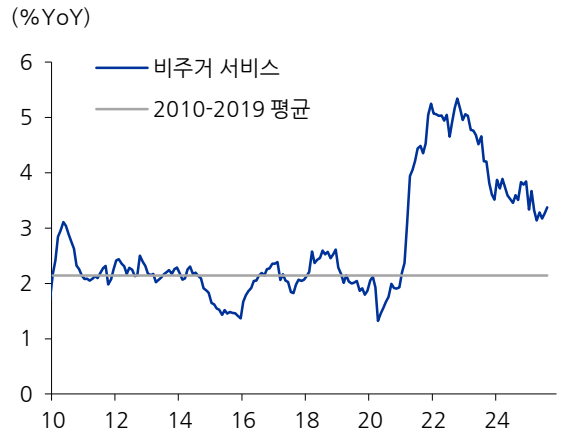

자료: LSEG, 유진투자증권

**주거비도 상회**




자료: LSEG, 유진투자증권

**비주거 서비스도 상회**



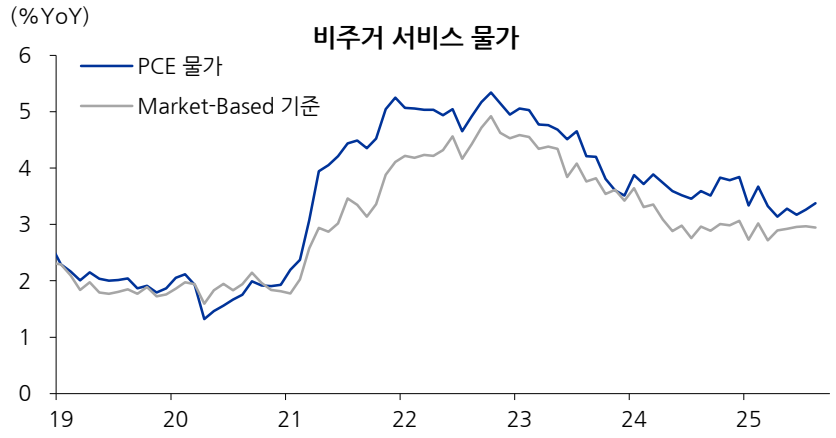

자료: LSEG, 유진투자증권

# 파월의 해명과 주거비

## 인플레가 더 내려갈 여지가 있는 것은 맞다

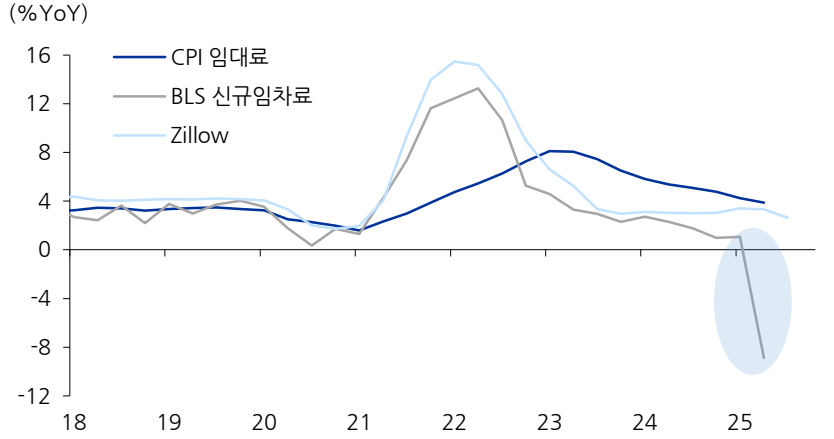
- 파월 의장은 관세 영향을 제외한 Core 인플레이션은 2.3~2.4%로 추정했고, 비주거 서비스 부문도 비시장성 품목들을 제외하면 더 낮다고 발언
- 이는 분명 논리적인 분석이나, 시장성 품목 기준으로도 과거 평균을 크게 상회하고 있는 것은 매한가지
- 다만 노동 시장이나 가계의 소비 등 경제 전반의 소비가 약한 것은 사실임. 파월의 말대로 서비스 인플레는 더 진정될 수 있음
- 무엇보다 최근 주거 부문에서 디플레 징후가 강해짐. 수요 둔화와 주거비가 물가지수에서 차지하는 비중을 고려하면, 단기적으로 인플레이션이 더 둔화될 것이라 기대해볼 수 있음

**시장성 품목 기준으로는 더 낮은 것이 사실**




자료: LSEG, 유진투자증권

**최근 주택 임대료 급락 조짐 나타나**




자료: LSEG, BLS, 유진투자증권

# 문제는 경기가 반등할 때

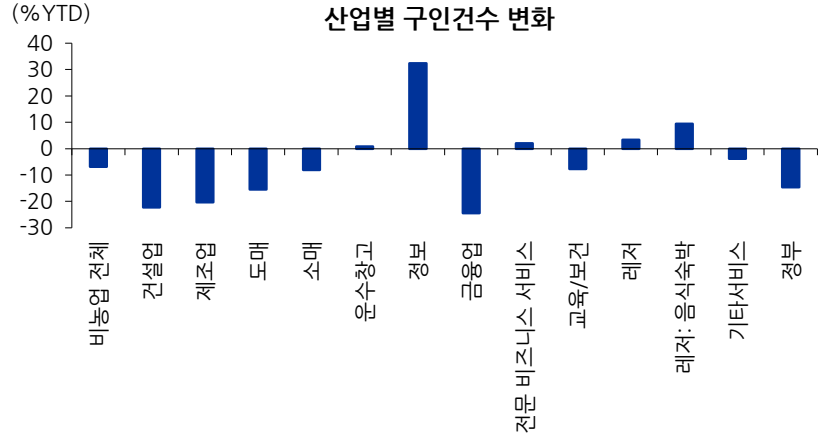
## 구조적 인플레이션 압력은 해결되지 않아

- AI 발 해고 정도를 제외하면, 현재 인플레이션 하방 요인으로 볼 수 있는 것들은 대부분 경기 변동에 기인. 구조적인 상방 요인들을 해결하지는 못함
- 결국 문제는 연준의 바람대로 경기가 연착륙에 성공한 후 반등하는 시점에서의 리플레이션 압력 될 것
- 연준은 이미 금융 상황이 꽤 완화적인 상태에서 금리 인하를 진행함. 경기가 별 탈 없이 반등한다면, 기업들의 가격 전가가 오히려 쉬워질 수 있음
- 노동 시장도 레저 서비스처럼 AI 영향은 적고 이민 노동자 비중이 높았던 부문의 수급이 다시 타이트해지면서 임금 상승 압력이 재발할 수 있음

**전가가 더딜 뿐 투입 물가 상승은 현재 진행형**

자료: LSEG, 유진투자증권

**경기 민감 산업들의 구인 건수 감소, 음식 숙박업은 오히려 증가**



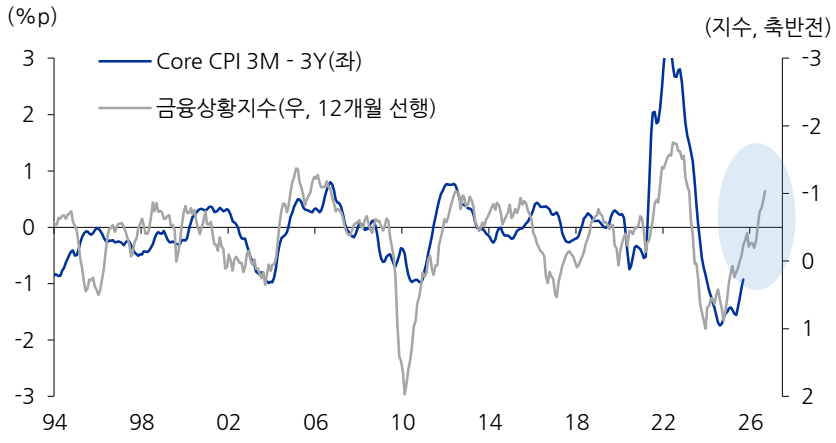

자료: LSEG, 유진투자증권

# 연준의 선택지

## 더 이상 골을 넣을 수 없다면, 골대 위치 변경?

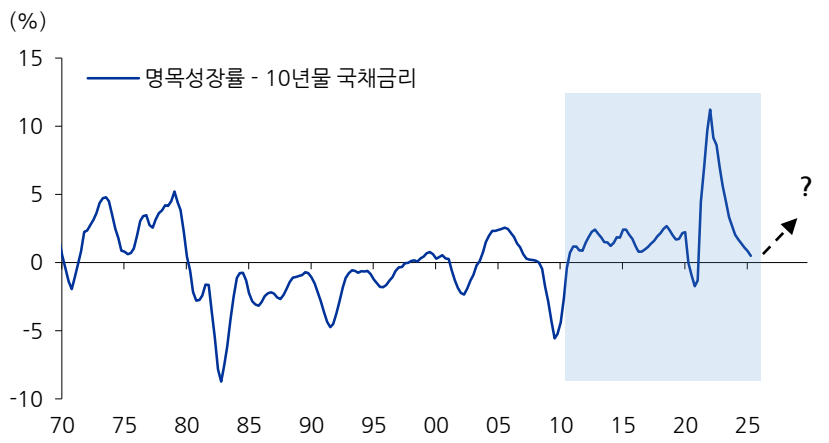
- 빠르면 내년 하반기 이후 인플레이션 모멘텀이 다시 강해질 것으로 예상
- 연준이 선택할 수 있는 방법은 1) 지금부터 금리를 동결하고 지켜보거나, 2) 인플레이션 압력이 재발하는 시점에서 금리 인상, 3) 인플레이션 목표를 변경하고 장기 금리를 통제하는 금융 억압을 지속 세 가지 정도로 볼 수 있음
- 트럼프의 연준 개입이 차기 의장 체제에서 더 높아질 가능성을 고려하면, 설사 내년 하반기 인플레가 반등한다 하더라도 중간선거를 앞두고 연준이 섣불리 금리 인상에 나서기는 어려울 전망
- 예컨대 현재 금리 인하를 적극적으로 주장하는 마이런 이사와 베센트 장관은 지난해 9월 연준의 빅컷을 정치적 의도라고 강하게 비판함
- 디스인플레이션이 라스트 마일에 진입하고 연준의 독립성이 위협 받는 지금, 인플레 목표 변경이 더 적극적으로 논의될 수 있음

**빠르면 내년 하반기부터 인플레 모멘텀 반등**




자료: LSEG, 유진투자증권
주: 금융상황지수 (-)는 완화적, (+)는 긴축적인 상태를 의미

**금융위기 이후 장기금리는 명목성장률 보다 꾸준히 낮게 유지**




자료: LSEG, 유진투자증권

# 연준은 정말 독립적일까?

## 월러와 굴스비 스탠스 변화

- 진보 성향을 가진 굴스비 시카고 연은 총재는 금리 인상기 막판부터 꾸준히 비둘기 스탠스를 유지. 하지만 최근 들어 신중론 쪽으로 변화
- 반면 공화당 성향을 가진 월러 이사는 금리 인상기 매파로 활동했지만, 지난해부터 완화적 스탠스로 돌변. 월러가 차기 의장을 욕심 내고 있다는 것은 모두가 아는 사실
- 이들의 스탠스 전환은 사실 경제 여건 변화에 따른 자연스러운(?) 조정일 가능성이 높음
- 하지만 색안경을 끼고 보는 이들에게는 정치적 의도로 보일 여지가 있음

굴스비 시카고 연은 총재

- 오바마 정부 CEA 의장(2010 - 2011)
- 바이든 정부 당시 임명(2023.1)
- 2023년 하반기, 추가 인상 논리 반박, “할아버지 시대의 통화정책이 아니다”
- 2024년 말, “향후 금리는 지금보다 훨씬 낮을 것”
- 최근 “인플레가 고용보다 더 우려”

월러 연준 이사

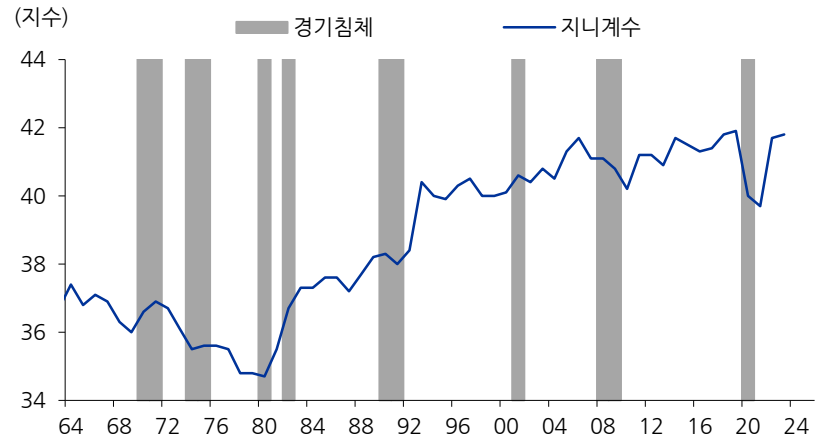
- 트럼프 1기 당시 임명(2019)
- 스테이블 코인 산업에 우호적
- 금리 인상 시기 강경 매파, 연착륙 예측
- 올해 7월 금리 인하 소수 의견
- “트럼프가 연준 의장에 대해 묻는다면 ‘예스’라고 말하겠다”

# 포퓰리즘과 독립성

## 양극화 문제에서 자유로울 수 없는 연준

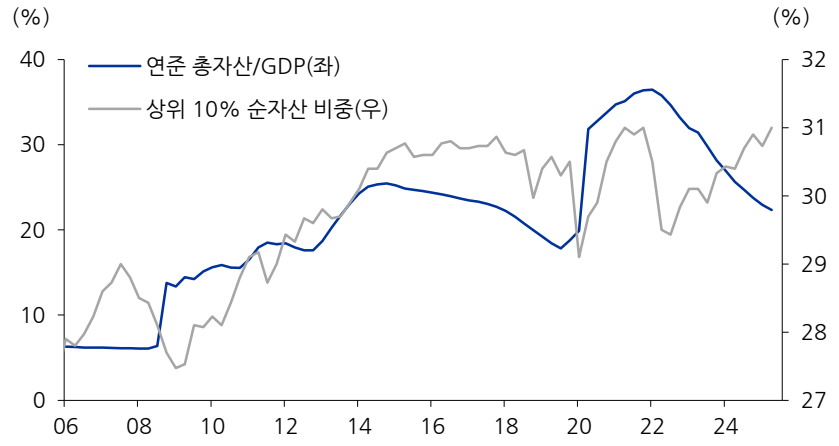
- 물가를 잡기 위해 금리를 올려 임금 상승을 억제하고 경기 침체를 발생시키는 과정은 필연적으로 불평등을 야기함
- 그것이 금융위기 이후처럼 중앙은행이 금융시장에 직접 유동성을 살포하는 방식으로 대응할 때는 더 심화됨
- 이는 연준 자체의 잘못 보다는 현 통화정책 체제가 가지는 한계임. 그러나 연준도 양극화 문제에 있어 완전히 자유로울 수는 없음
- 지금처럼 메인 스트리트를 살린다는 명분으로 월 스트리트에 유동성을 살포하는 한 이러한 문제는 해결되지 못함
- 포퓰리즘 정치 하에서 '중앙은행 독립성'과 같은 구호는 더 이상 신성하지 않음. 연준은 본인이 가지고 있는 한계 탓에 정치적 비판의 대상으로 전락할 수 있음

**연준 금리 인상 → 경기 침체 → 불평등**




자료: World Bank, 유진투자증권

**2010년대 양적완화는 불평등을 심화**




자료: LSEG, 유진투자증권

# 트럼프의 계략

## 이사진 과반을 장악하려는 야심찬 계획

- 현재 트럼프 정부의 계략은 연준 이사진의 과반 이상을 우군으로 확보하는 것이 목표. 이들은 상시 투표권을 가짐
- 월러/보우먼/마이런은 친 트럼프 인사. 트럼프의 쿡 연준 이사 해임 시도가 진행 중이며, 파월 의장도 임기 만료 시 '관례'에 따라 이사직을 사퇴
- 내년 2월 말 12개 지역 연은 총재들의 임기가 일괄 만료됨. 의결 정족수는 정해져있지 않으나, 이들을 재임명하거나 신규 임명하는 절차에서 이사회의 승인이 필요
- 베센트/해싯/마이런 등 트럼프 팀은 이사진을 통해 연준 전체를 장악하려는 계획을 꿈꾸고 있음. 내년에도 통화정책의 독립성 논란은 계속될 것
- 만약 정말로 독립성이 심각하게 훼손될 우려가 커지면, 파월 의장이 관습을 깨고 의장 임기 만료 후에도 이사직 지위를 이어갈 전망

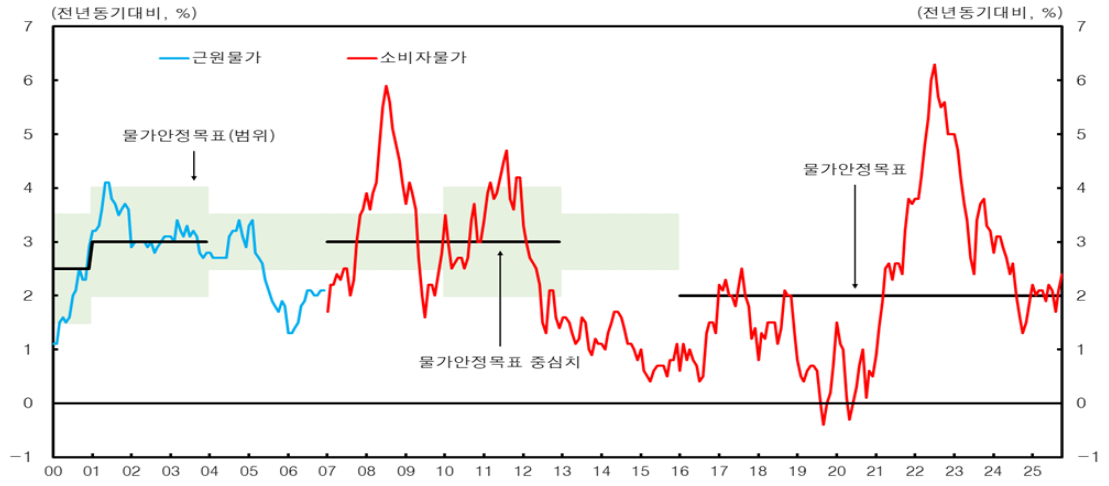
| 이름 | 지명 정부 | 임기 만료일 | |
|---|---|---|---|
| 제롬 파월 | 트럼프/바이든 | 2028-01-31(이사직) | 의장 교체 |
| 필립 제퍼슨 | 바이든 | 2036-01-31(이사직) | |
| 마이클 바 | 바이든 | 2032-01-31 | |
| 리사 쿡 | 바이든 | 2038-01-31 | 해임 |
| 크리스토퍼 월러 | 트럼프 | 2030-01-31 | 차기 의장 후보 |
| 미셸 보우먼 | 트럼프 | 2034-01-31 | |
| 스티븐 마이런 | 트럼프 | 2026-01-31 | 트럼프 지지 |

# 인플레 목표 변경 논의, 전에도 있었다

## 생각만큼 충격적인 아이디어는 아니야

- 연준의 인플레 목표 변경 논의는 코로나 이전에도 있었음. 당시에는 인플레가 지속적으로 목표치를 하회하는 것이 문제. 2020년 도입했던 평균 인플레이션 목표제도 길게 보면 이러한 현상에 대응하기 위한 방법이었음
- 한국만 보더라도 인플레이션 목표를 수 차례 변경해옴. 공식적인 이유는 경제 구조의 변화로 기조적 인플레이션 자체가 변했기 때문
- 내년이면 6년 째 인플레이션이 목표치를 상회함. 연준이라는 상징성은 있지만, 중앙은행이 통제할 수 없는 구조적 요인에 의해 인플레이션 동학이 변화했다면 그에 맞춰 목표치를 조정하는 것이 신뢰성을 무너뜨린다고 단언할 수는 없음
- 최근 보스틱 애틀란타 연은 총재가 범위 목표제로의 전환 가능성을 언급함. 뉴질랜드/호주 등 이미 범위 목표제를 시행하는 국가가 있는 만큼, 침체를 피하고 싶은 연준이 조금 더 유연한 대응 방법을 모색할 수도 있음

**물가 목표는 한국도 여러 번 바꾸었다**




자료: 한국은행

편집상의 공백페이지입니다

03

# 환율은 어디로 갈까

2026년 달러 약세 재개, 원화 가치도 점차 안정

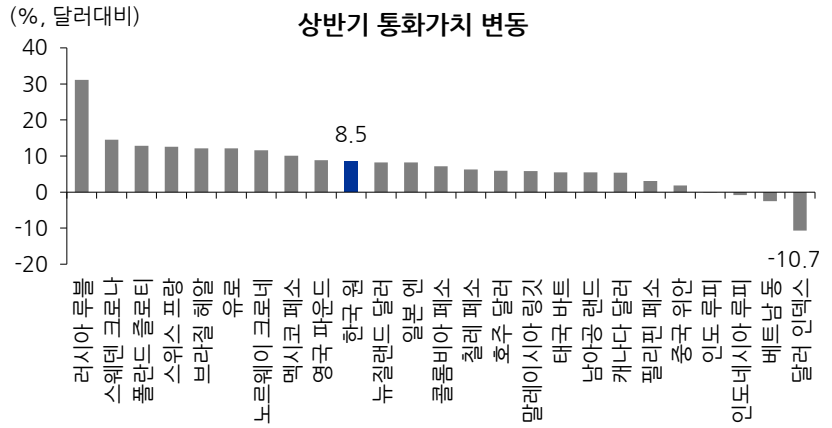
구조적 상방 압력은 2027년 이후에 해소 예상

# 흐름이 뒤바뀐 상반기와 하반기

## 하반기 원화 절하 폭은 거의 최하위 수준

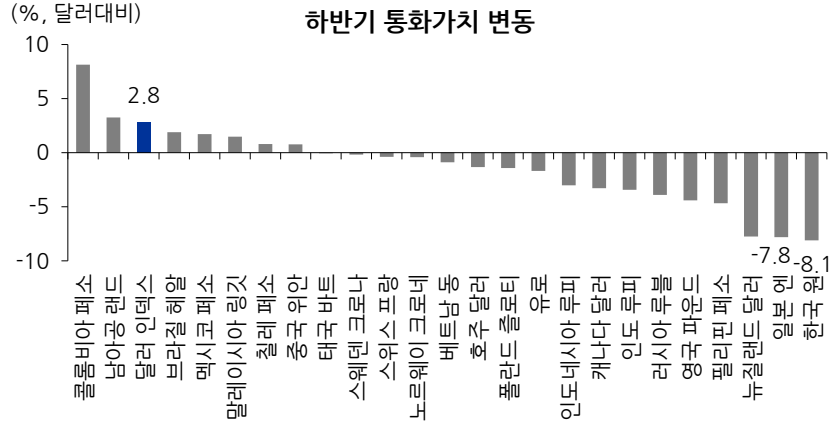
- 올해 달러 인덱스의 흐름은 상반기 급락 - 하반기 반등으로 요약됨
- 원화는 상반기 약달러 구간에서 달러 대비 +8.5% 절상. 다소 차이는 있으나 달러의 하락폭을 대부분 반영함
- 반면 하반기 달러 인덱스가 +2.8% 반등에 그치는 동안 원화 가치는 -8.1% 급락함. 주요 통화들 중 일본 엔과 함께 최하위권의 성적을 기록함

### 상반기 달러 낙폭과 큰 차이를 보이지 않았던 원화




자료: LSEG, 유진투자증권

### 하반기에는 엔화와 함께 절하 폭이 두드러져




자료: LSEG, 유진투자증권

# 달러 대비 너무 약한 원화

## 한국의 우상향 자산?

- 현재 달러 인덱스 레벨은 연준이 금리 인상을 시작했던 2022년 초와 차이가 없음
- 하지만 같은 기간 달러-원은 200원 가량 상승. 달러가 일시적으로 약해지던 때에도 번번이 저점을 높여가며 추세적인 상승을 보였음
- 현재 달러 인덱스 대비 달러-원의 레벨은 14.8배로, 트럼프 관세 충격 당시를 가뿐하게 넘어섬. 같은 1,470원의 환율이지만, 원화 가치는 한국이 비상 계엄에 빠졌을 때 보다도 더 하락했다고 볼 수 있음

**계속 높아지는 저점**

자료: LSEG, 유진투자증권

**달러 인덱스 레벨 대비 환율은 전고점을 훌쩍 뛰어 넘어**

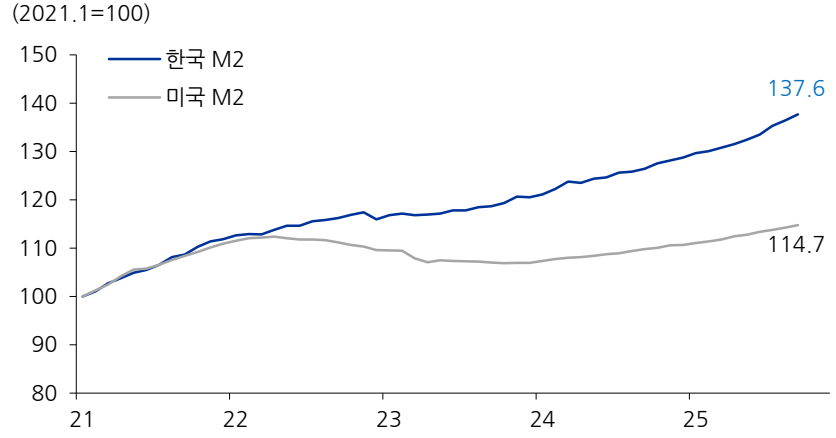
자료: LSEG, 유진투자증권

# 미국보다 돈이 많이 풀린 한국

## 환율 = 화폐 가치 관점으로 보면, 어느 정도 납득 가능

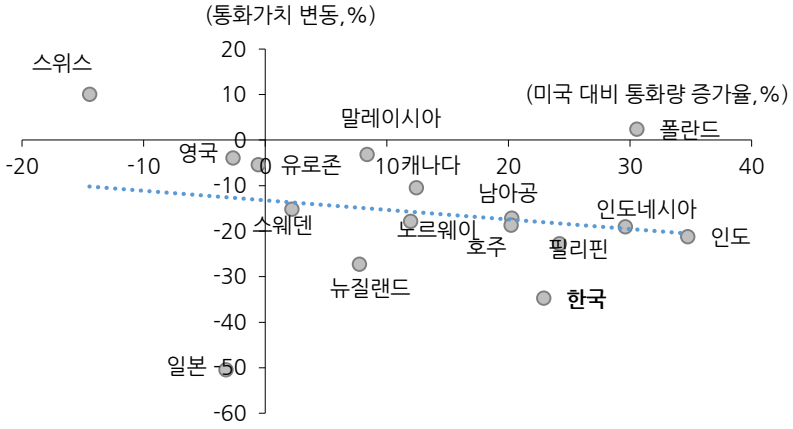
- 원화가 왜 유달리 약했는지에 대해 최근 제시되는 설명 중 하나는 통화량 관점의 분석
- 환율은 화폐가치를 의미하고, 화폐가치는 결국 돈의 양에 의해 결정된다는 시각. 2021년 이후 한국의 통화량은 미국보다 2배가 넘는 규모로 증가함
- 중남미를 제외하고 유럽 및 아시아 주요국들을 중심으로 비교해보면, 대체로 통화량 증가율이 높을수록 통화가치가 큰 폭으로 절하됨
- 하지만 같은 논리대로라면 한국이 왜 필리핀/인도네시아/인도 등 보다 통화가치가 왜 더 크게 절하되었는지는 납득하기 어려움

### 2021년 이후 한국의 통화량이 미국보다 훨씬 많이 증가




자료: LSEG, 유진투자증권

### 국가별 비교 시 어느 정도 납득이 가는 설명




자료: LSEG, 유진투자증권
주: 통화가치와 통화량은 2021년 1월 대비 변동

# 한국 경기 반등은 계속

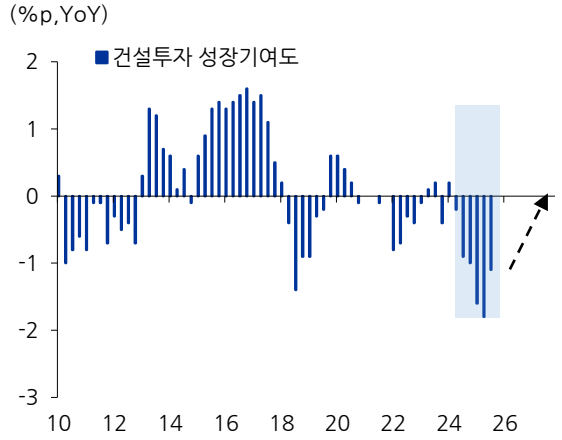
## 내년에는 지금보다 더 나은 여건

- 어쨌든 원화 가치를 하락시키는 데 통화량이나 금리 차이가 자리하고 있는 것이 맞다면, 해당 여건은 내년에 완화될 수 있는 상황
- 올해 2-3분기 GDP 데이터를 통해 내수 경기가 바닥을 지났다는 것을 확인함. 소비심리는 여전히 역사적 고점 부근임
- 건설경기도 회복이 더디긴 하나, 역대 최대 수준으로 성장률을 끌어내리고 있던 올해와 달리 내년에는 최소 중립 수준으로 반등할 것으로 예상됨
- 반도체 수출도 모멘텀은 하반기로 가면서 약해지겠으나, 공급 부족이 계속되면서 연내 높은 증가율을 이어갈 전망

### 아직 견고한 소비심리

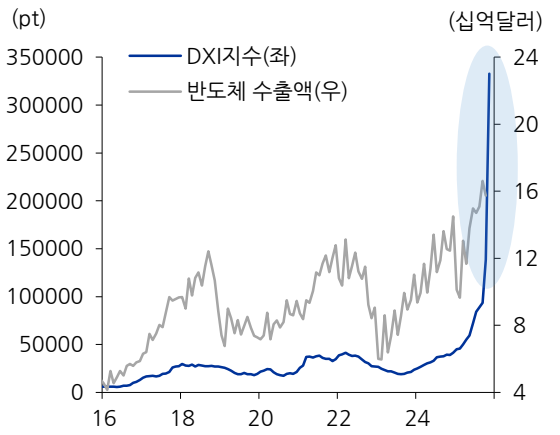
자료: LSEG, 유진투자증권

### 건설투자 마이너스 기여는 점차 해소 예상




자료: LSEG, 유진투자증권

### 천장 뚫린 반도체 가격 지수



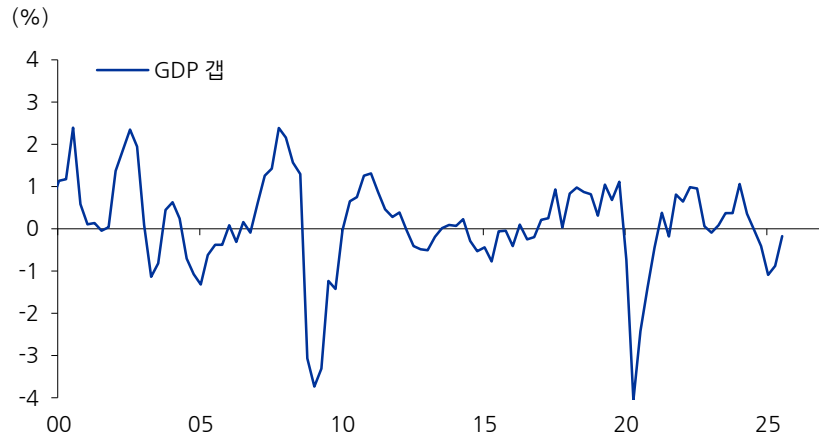

자료: LSEG, 유진투자증권

# 금리 인상을 논하기는 어려워도

## 내려오기 어려운 한국 금리, 원화 절하 압력 완화

- 최근 한은 총재의 '방향 전환' 발언으로 금리 인상 우려가 커짐. 한은 전망대로 올해 1% 성장에 성공한다면, 내년 성장률이 적어도 2.1~2.2%는 나와야 GDP 갭이 (+) 전환이 가능할 전망
- 2% 성장 가능성이 높아졌지만, 당장 금리 인상을 우려하기에는 이른 감이 있음. 다만 금리 인하의 논리가 많이 약해진 것은 맞음
- 이미 급등한 시장 금리가 크게 내려오기는 어려움. 금리 차에 의한 원화 절하 압력은 줄어들 것

**많이 줄어든 (-) GDP 갭, 하지만 내년 말 되어야 해소될 듯**




자료: LSEG, 유진투자증권

**시장 금리 상승 압력은 계속**

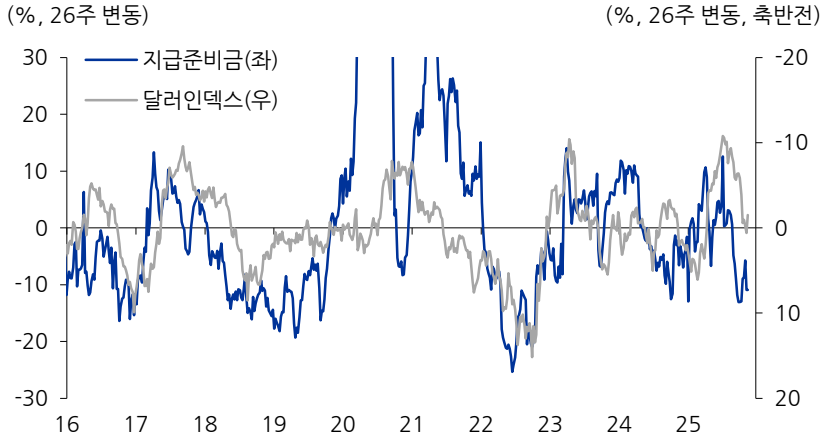
자료: LSEG, 유진투자증권

# 달러 강세도 다시 완화

## 어쨌든 유동성이 풀린다

- 대외 여건도 환율 안정 쪽으로 더 기울어 있음
- 12월 인하 여부에 대해 불확실성은 있으나, 향후 연준이 적어도 1~2회 추가 인하에 나설 가능성이 유력함
- 최근 달러 강세를 촉발했던 단기자금 시장의 스트레스도 QT 종료 이후 완화될 전망. 유동성이 더 풀린다는 기조는 변함 없음

### QT 종료 이후 단기자금 시장 발 달러 강세 압력 약해질 전망




자료: LSEG, 유진투자증권

### 시장은 내년 말까지 3~4회의 인하 반영

| | CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| MEETING DATE | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 |
| 2025-12-10 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 48.86% | 51.14% |
| 2026-01-28 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 86.50% | 13.50% |
| 2026-03-18 | 0.00% | 0.00% | 33.53% | 66.47% | 0.00% |
| 2026-04-29 | 0.00% | 0.00% | 62.50% | 37.50% | 0.00% |
| 2026-06-17 | 0.00% | 25.22% | 74.78% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-07-29 | 0.00% | 60.50% | 39.50% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-09-16 | 0.57% | 99.43% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-10-28 | 20.50% | 79.50% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-12-09 | 40.76% | 59.24% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

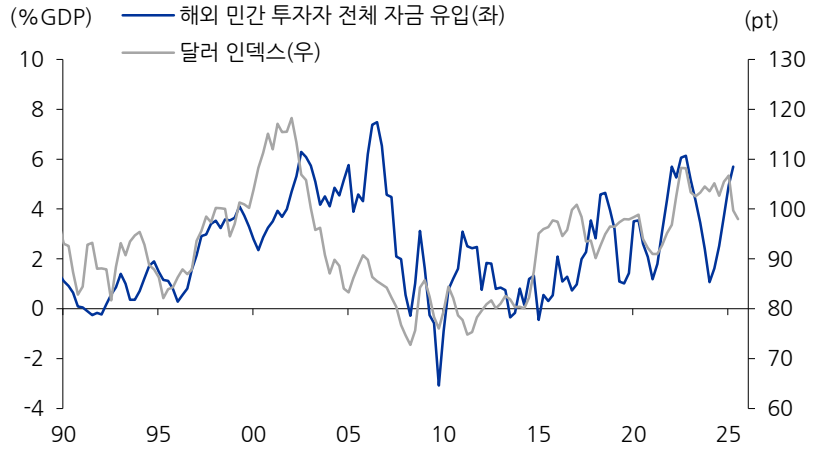
자료: Fed Wath

# 유로존 재정 확대 = 달러 약세

## 미국으로의 자금 유입 축소

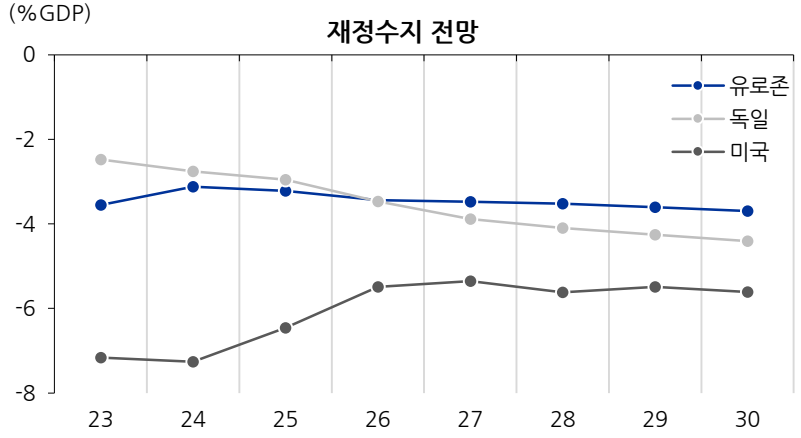
- 내년 독일을 중심으로 유로존의 재정 확대도 예정됨. 이는 지난 십여 년 간 미국으로 가장 많은 자금이 흘러 들어갔던 유럽권의 순저축이 감소한다는 것을 의미
- 독일은 올해 재정 규율 완화 및 인프라 부양안 통과에도 일부 재정 매파와 관료주의 탓에 아직까지 실제 자금 집행이 원할하지 않음. 그러나 메르츠 총리의 낮은 지지율과 AfD의 진으로 연정 지위가 위협받고 있어 당국도 행동에 나설 것으로 예상
- 시점의 불확실성은 있으나 4년 가까이 지속된 러-우 전쟁의 종전 가능성도 유로화에는 긍정적인 요인

**미국으로의 자금 유입이 달러 가치를 결정한다면**




자료: LSEG, 유진투자증권

**유럽 재정 확대는 달러 약세 요인**



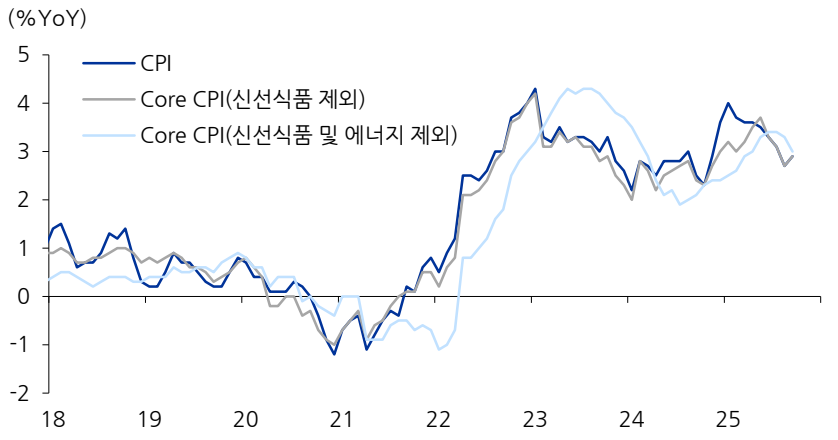

자료: IMF, 유진투자증권

# 엔화도 한없이 약해질 수는 없어

## 만만치 않은 제 2의 아베노믹스

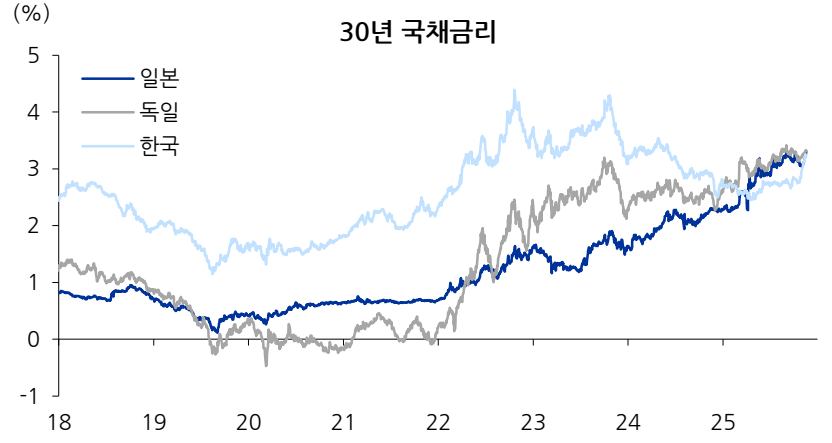
- 10월 자민당 총재 선거 이후 시작된 엔화 약세 베팅이 심화되는 중
- 하지만 현재 일본의 인플레이션 압력과 정부부채 부담은 아베 총리 시절과 근본적으로 다름. 올해 일본의 장기금리 상승은 주요 선진국들 중 1위임. 중장기적인 통화정책 정상화는 계속될 수밖에 없음
- 이전 기시다 - 이시바 총리에 비해 다카이치 총리의 국민적 지지가 훨씬 높은 것은 사실이나, 기시다 내각 붕괴에 주 요인 중 하나는 엔화 급락이었음
- 달러-엔이 전고점(160엔) 수준까지 올라서기는 어려울 전망. 오히려 엔화 약세가 심화될수록 BOJ의 추가 인상 시기가 빨라질 소지가 있음

**일본 인플레이션은 아직도 3%대**




자료: LSEG, 유진투자증권

**일본 초장기 금리는 이제 독일, 한국과 같아**



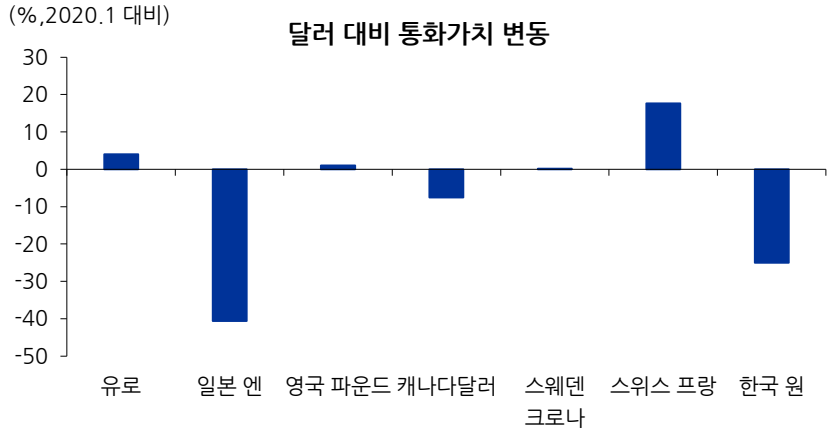

자료: LSEG, 유진투자증권

# 원화에도 도움

## 원화 약세를 견인했던 엔화

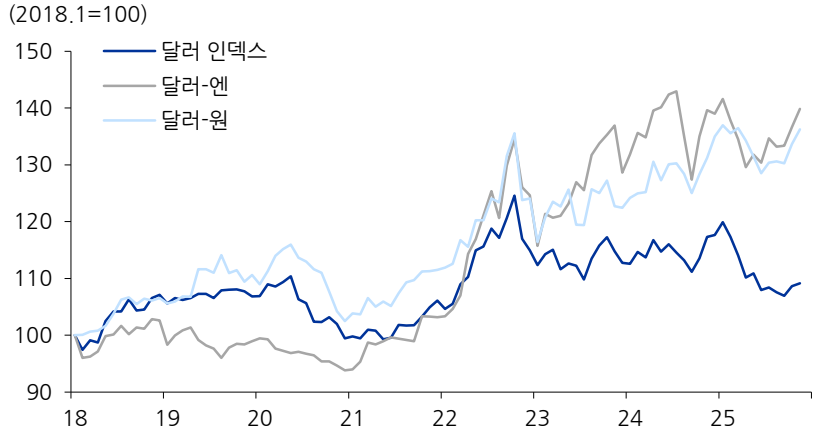
- 2020년 이후로 보면 유럽권 통화는 오히려 달러 대비 강해짐. 그럼에도 불구하고 달러 인덱스가 상승한 이유는 엔화가 압도적으로 약했기 때문
- 사실 지난 몇 년 간의 원화 약세에는 아시아 통화 전반이 약했던 탓이 있음. 그 중심에는 엔화가 자리함
- 단순히 다카이치 트레이드 때문이 아니라, 코로나 이후 원화와 엔화 동조화가 심화됨. 엔화 약세 압력이 진정되는 것은 원화에도 긍정적 요소임

**달러 인덱스 구성 통화 중 압도적 하락을 보인 엔화**




자료: LSEG, 유진투자증권

**코로나 이후 원화와 엔화 간 동조화 심화**



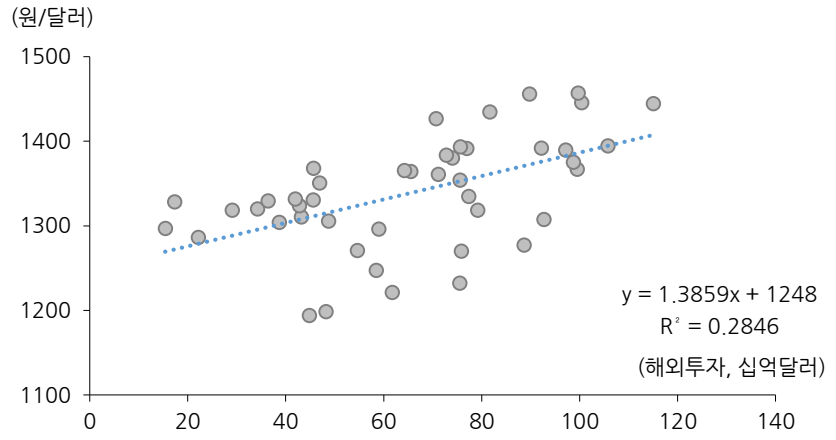

자료: LSEG, 유진투자증권

# 원화의 약세의 진짜 핵심은 해외투자

## 빠져나가는 돈이 너무 많다

- 여러 이유를 나열했지만 최근 원화 약세의 핵심에는 해외투자가 있다는 것이 컨센서스
- 지난 4년간 해외투자가 100억달러 증가할 때 달러-원은 14원 상승
- 2022년말 이후 내국인의 해외증권투자 규모가 무역수지 규모를 넘어섬. 이제 무역으로 버는 돈 보다 해외투자 수요가 구조적으로 많음
- 여기에 기업들도 달러를 팔기 보다는 계속 쌓아두고 있음. 무역수지 접근법이 더 이상 통하지 않음

### 지난 4년 간 해외투자 100억 달러 증가하면 환율 13~14원 상승




자료: LSEG, 유진투자증권

### 무역으로 버는 돈 < 미국 주식 사는 돈

자료: LSEG, 유진투자증권

### 기업들도 달러를 쌓아둔다

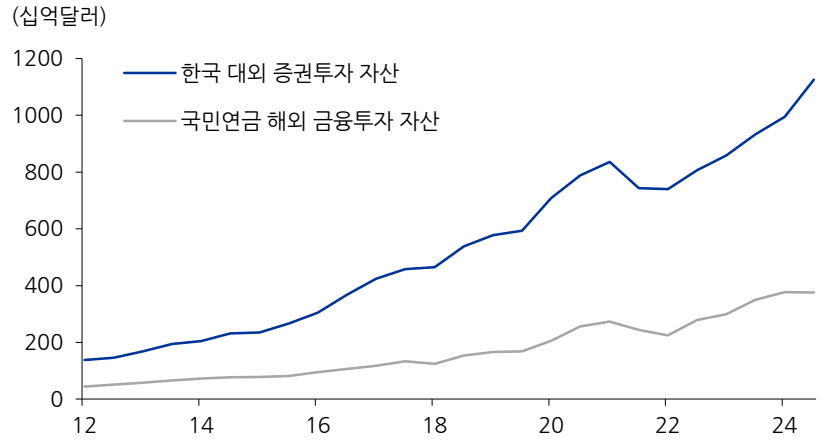
자료: LSEG, 유진투자증권

# 빠르게 확대된 국민연금의 해외투자

## 기조는 유지되나, 속도는 점차 더뎌질 듯

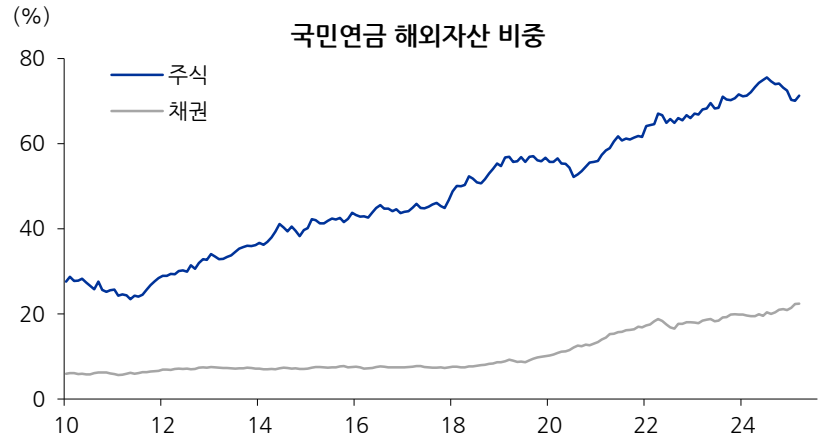
- 한국 대외 증권투자 확대에 국민연금이 큰 역할을 한 것은 사실. 2020-2024년 기간 한국 대외증권투자 자산 증가분의 절반은 국민연금에서 나왔음
- 동기간 국민연금의 해외투자 비중은 주식이 약 25%p, 채권이 12%p 가량 증가함
- 운용계획 상 당장 내년 말까지 전체 자산 중 해외주식 비중은 더 높아져야 함('25년 8월 36.8% → '26년 말 38.9%)
- 하지만 이미 주식 중 해외투자 비중이 70%를 넘어섰음. 수익률 제고를 위한 해외투자 확대 기조는 앞으로도 이어지겠지만 매입 규모와 속도 자체는 점차 더뎌질 가능성 높음. 해가 갈수록 국민연금 발 환율 상승 압력은 완화될 전망
- 반대로 올해 상반기 기준 해외증권투자 자산 증가는 모두 국민연금 외 민간에서 나왔음. 민간의 해외투자 기조가 점점 더 중요해짐

**2020-2024 대외증권투자 자산 증가분의 절반은 국민연금**




자료: LSEG, 유진투자증권

**국민연금의 해외투자 비중은 이미 상당한 수준**



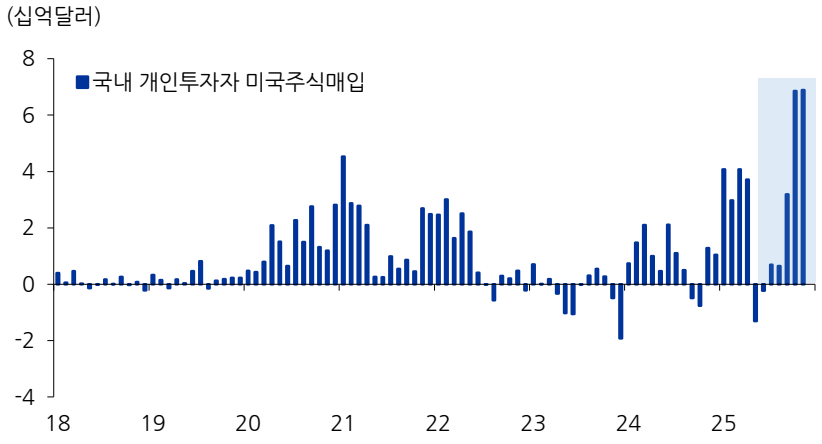

자료: LSEG, 유진투자증권

# 미국, 사랑해 정말로

## 깊어지는 개인투자자들의 미국 사랑

- 올해 한국 개인 투자자들의 미국 주식 매입액은 지난해 같은 기간 대비 220억 달러 증가함(11월 데이터 월 환산 가정). 최근 두 달 동안만 130억 달러를 순매입
- 개인투자자들의 보유 상위 종목을 보면 대체로 고 PER의 기술주와 함께 레버리지 상품도 상당수 포함됨
- 미국 주식과 전쟁 같은 사랑에 빠짐

### 2개월 연속 역대 최대 매입을 보여주는 개인투자자들




자료: 예탁결제원 세이브로
주: 2025년 11월은 17일까지의 데이터를 월환산

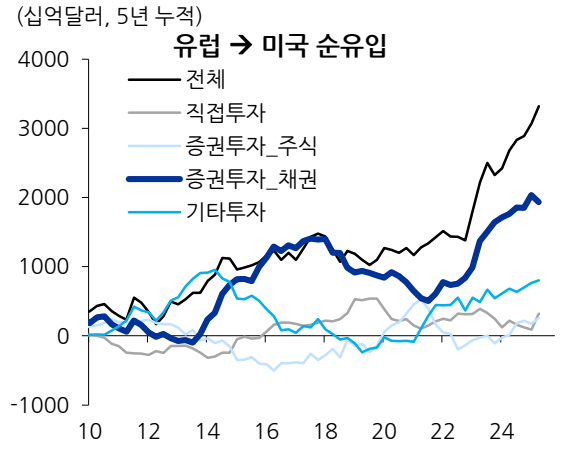
| 종목명 | 티커 | 보관금액 ($bn) |
|---|---|---|
| TESLA INC | TSLA | 25.4 |
| NVIDIA CORP | NVDA | 17.4 |
| PALANTIR TECHNOLOGIES INC CL A | PLTR | 6.3 |
| APPLE INC | AAPL | 4.6 |
| ALPHABET INC CL A | GOOGL | 4.5 |
| MICROSOFT CORP | MSFT | 3.7 |
| INVESCO QQQ TRUST SRS 1 ETF | QQQ | 3.6 |
| IONQ INC | IONQ | 3.5 |
| PROSHARES ULTRAPRO QQQ ETF | TQQQ | 3.1 |
| VANGUARD SP 500 ETF SPLR | VOO | 3.0 |
| BROADCOM INC EXOF | AVGO | 2.7 |
| DIREXION DAILY SEMICONDUCTORS BULL 3X SHS ETF | SOXL | 2.7 |
| DIREXION DAILY TSLA BULL 2X SHARES | TSLL | 2.6 |
| SPDR SP 500 ETF TRUST | SPY | 2.3 |
| SCHWAB US DIVIDEND EQUITY ETF | SCHD | 2.2 |
| AMAZON.COM INC | AMZN | 1.9 |
| META PLATFORMS INC CL A | META | 1.8 |
| INVESCO NASDAQ 100 ETF | QQQM | 1.2 |
| PROSHARES ULTRA QQQ ETF | QLD | 1.2 |
| ISHARES 0-3 MONTH TREASURY BOND ETF | SGOV | 1.2 |
| IRIS ENERGY LTD | IREN | 1.1 |
| TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING CO LTD ADR | TSM | 1.0 |
| ADVANCED MICRO DEVICES INC | AMD | 1.0 |
| UNITEDHEALTH GROUP INC | UNH | 0.9 |
| ALPHABET INC CL C CHAN | GOOG | 0.9 |
| J.P. MORGAN NASDAQ EQUITY PREMIUM INCOME ETF | JEPQ | 0.8 |
| JOBY AVIATION INC EXOF | JOBY | 0.8 |
| MICROSTRATEGY INC CL A | MSTR | 0.8 |
| DIREXION DAILY 20 YEAR PLUS DRX DLY 20+ YR TREAS BULL 3X SPLR | TMF | 0.8 |
| ISHARES 20+ YEAR TREASURY BOND ETF | TLT | 0.8 |

# 코스피 급등도 소용 없었다

## 코스피 아웃퍼폼에도 한국 팔고 미국으로

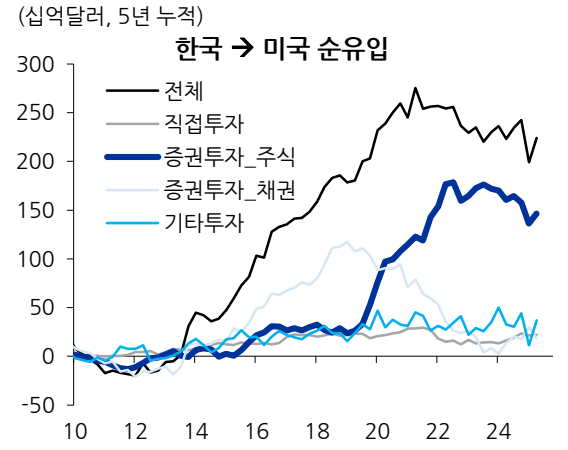
- 미국으로의 자금 유입을 보면, 유럽은 대부분이 채권 자금임. 재정 확대로 채권 금리가 상승하면 자본 유출이 줄어들 수 있는 여건
- 반면 한국은 대부분이 주식 자금이기 때문에, 유럽과 달리 자본 환류를 위해서는 국내 증시의 매력 자체를 키워야 하는 조건에 있었음
- 하지만 올해 코스피가 미국 증시 대비 압도적인 성적을 보여주었음에도, 개인투자자들은 국내 주식을 팔고 미국 주식을 열심히 매입함
- 미국에 대한 믿음이 쉽게 깨지지 않고 있음. 내년 달러 약세에도 달러-원 하단은 1,370~1,380원 정도로 제한될 전망

**채권 자금 유출이 대부분이었던 유럽**



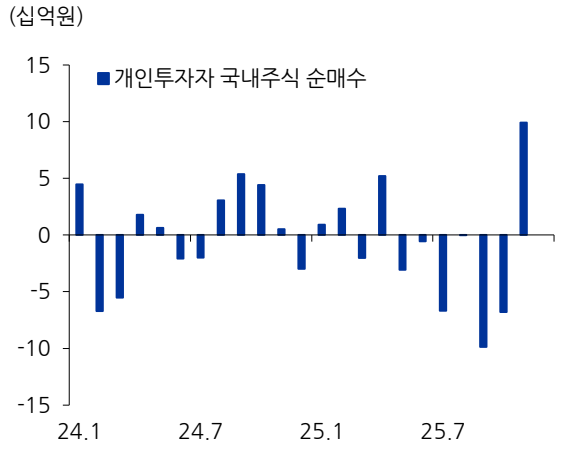

자료: LSEG, 유진투자증권

**한국은 주식이 대부분**




자료: LSEG, 유진투자증권

**코스피 아웃퍼폼에도 개인들은 순매도**



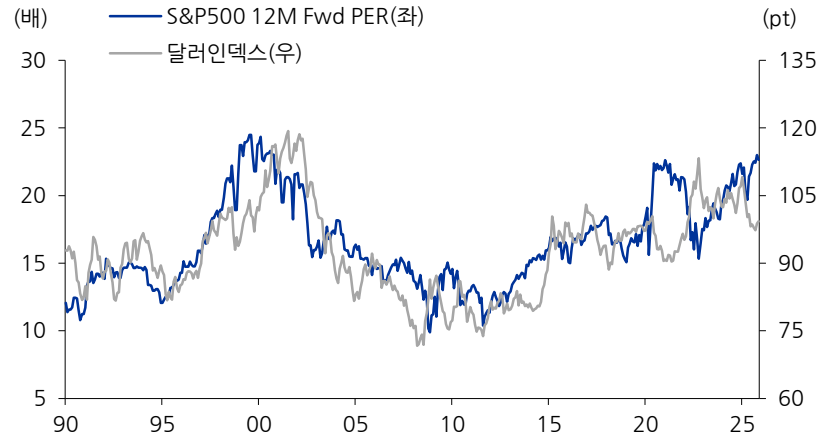

자료: LSEG, 유진투자증권

# 닷컴 버블을 통해 얻는 시사점

## 나스닥 불패 신화가 끝날 때 환율 안정화

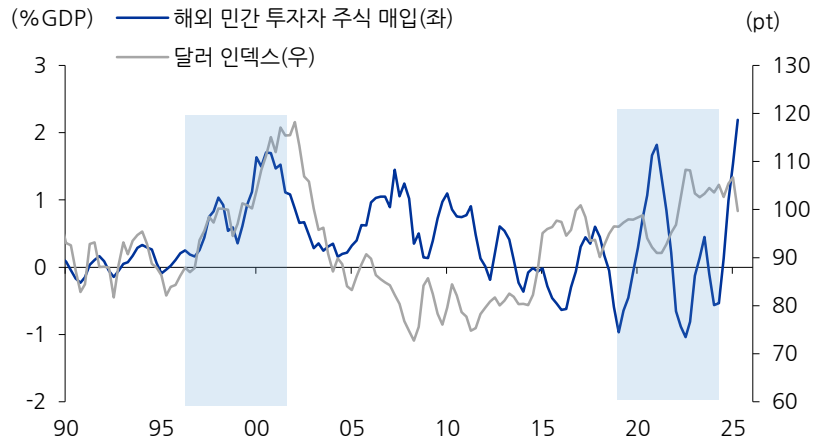
- 닷컴 버블 때의 사례를 국내에 적용해보면 환율 안정 요건을 유추해 볼 수 있음
- 미국 주식의 매력과 달러의 가치는 장기적으로는 동행함. 해외 민간 투자자들의 미국 증권 매입 관점에서 보면, 닷컴 버블 시기 미국 주식으로의 가파른 자금 유입이 달러 강세를 심화시킴. 이후 닷컴 버블 붕괴와 함께 달러는 약세 전환함
- 현재 한국은 연기금들의 해외투자 확대라는 중장기 포트폴리오 조정과 함께 개인 투자자들의 미국 투자 광풍이 겹친 상황
- 달러-원 환율이 안정되려면 1) 나스닥 불패 신화에 대한 개인들의 믿음이 깨지거나, 2) 연기금들의 포트폴리오 조정이 마무리되어야 할 필요. 해당 시점은 2027년 이후가 될 것으로 예상

**미국 주식의 매력과 달러 가치는 장기적으로 동행**




자료: LSEG, 유진투자증권

**닷컴 버블 시기 달러 강세를 견인한 주식 자금 유입**




자료: LSEG, 유진투자증권

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월<br>(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) | | 당사 투자의견 비율 (%) |
|---|---|---|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 97% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2025.09.30 기준)