2026 macro key-words

L&K 패턴, 정부부채 주도, 환율, AI가 변수

2026년 한국 경제성장률은 2.0%YoY를 회복하나, 뚜렷한 상고하저 패턴이 진행될 것으로 전망한다. 경제성장률이 정상수준을 회복할 것으로 예상되나, 경기동행지수를 고려할 경우 L자형 패턴이 장기화되고 있는 상태다. 반도체, 조선의 출하 증가가 진행 중이나, 화학과 금속 부진이 장기화되면서 산업별로는 K자형 패턴이 유지될 전망이다. 미국은 2026년부터 경제활동인구 증가가 뚜렷하게 둔화되면서 잠재성장률 둔화가 본격화될 가능성이 높다.

2026년 주요국 경제성장률은 기저효과에 따라 엇갈린 모습을 보일 전망이다. 관세 영향으로 순수출에 따라 왜곡됐던 국가별 경제성장률이 정상화되는 과정으로 볼 수 있다. 2024년부터 주요국들은 경기둔화, 관세에 따른 내수부양, 국방비 지출 증가 등의 이유로 재정지출을 지속적으로 확대하고 있다. 2027년 미국 국가채무비율이 2020년 수준을 넘어설 것으로 예상된다는 점은 재정에 대한 위험신호로 인식될 수 있다.

미국은 높아진 실업률, 예상치를 하회하는 소비자물가 등을 감안할 때 금리인하 추세가 이어질 전망이다. Taylor 준칙금리가 3Q26부터 본격적으로 둔화될 것으로 예상되는 만큼 금리인하 여력이 충분해 보인다. 미국만의 금리인하는 달러화 약세로 이어질 수 있는데, 유로화는 USD1.2 수준에 근접할 것으로 예상한다. 엔화는 장단기 금리차를 기준으로 역사적으로 가장 저평가된 영역에 머물러 있는데, 향후 금리차 축소는 지속될 전망이다.

미국 민간투자가 부진한 가운데 AI 투자만이 증가하면서 반도체 가격이 이상급등했다. 우리는 DJI에 포함된 기업들의 Capex와 반도체 3사의 Capex 투자증가율을 비교해 봤다. 2023~24년 반도체 Capex가 감소하면서 2025년 수요증가를 따라가지 못한 상황이다. 2026년부터 기업들의 투자증가율이 둔화되는 가운데, 반도체 설비투자가 증가할 것으로 예상된다는 점에서 하반기부터는 수급 불균형이 완화될 가능성이 높다.

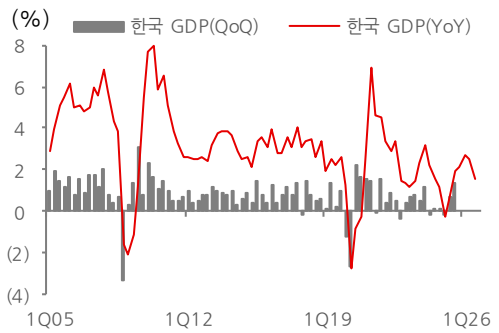
BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

Ⅰ. 2026 macro key-words

한국경제는 L&K 패턴이 유지될 전망

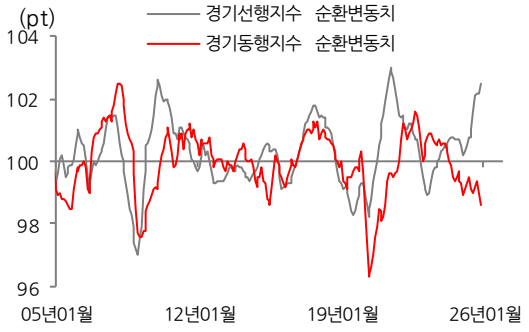
우리는 '2026 매크로 전망과 위험요인'을 통해 2025년과 2026년 한국 경제성장률을 각각 1.1%YoY, 2.0%YoY로 예상한 바가 있다. 2026년 한국 경제성장률은 정상 수준으로 회귀할 것으로 예상한 것이다. 다만 분기별 경제성장률은 1Q26 2.7%YoY를 정점으로 뚜렷한 상고하저 패턴을 보일 전망이다. 이는 2025년 상저하고에 따른 기저효과가 반영된 것이다.

Fig. 1: 2026년 한국 경제성장률 2.0%YoY 전망



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 2: 경기동행지수는 L자형 패턴을 유지 중

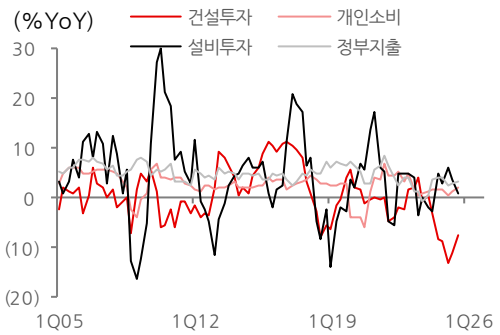


자료: 국가데이터처, BNK투자증권

한국 경제성장률이 2.0%YoY를 회복하더라도 경기회복 패턴은 U자보다는 L자형 패턴이 고착화되고 있는 상태다. 왜냐하면 경기선행지수 순환변동치는 2023년 4월을 저점으로 31개월 상승세를 이어가고 있으나, 경기상황을 나타내는 경기동행지수 순환변동치는 바닥권을 유지하고 있기 때문이다. 경기동행지수 순환변동치 반등이 진행되지 못하고 있는 주된 이유는 2023년부터 내수출하지수, 소매판매액지수, 건설기성액이 감소하고 있기 때문이다.

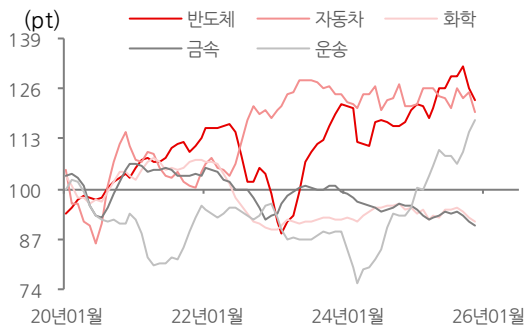
특히 건설기성액 부진이 경기동행지수 순환변동치에 가장 부정적으로 작용하고 있다. 그림3은 지출항목별 실질GDP성장률을 나타낸 것인데, 3Q25 건설투자는 -7.6%YoY로 부진한 상태다. 건설투자는 1Q25 -13.4%YoY를 반등세를 기록 중이나, 이는 기저효과에 따른 것일 뿐 실질건설투자 감소세는 지속 중이다. 3Q25 설비투자는 0.9%YoY를 기록 중인데, 뚜렷한 회복세를 보이지는 못하고 있다. 향후 반도체 투자가 진행될 경우 설비투자 회복을 기대할 수 있으나, 관세 협상에 따른 미국투자 증가를 고려할 경우 유의미한 회복세를 기대하기는 쉽지 않을 전망이다.

Fig. 3: 민간투자(건설, 설비) 부진이 이어지는 상황



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig. 4: 산업별로는 K자형 패턴이 유지 중

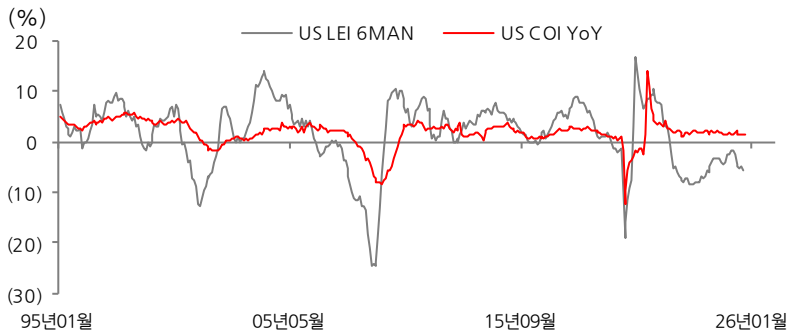


자료: 국가데이터처, BNK투자증권
주: 산업별 출하지수는 3개월 이동평균

한국경제가 전체적으로 L자형 패턴을 유지하는 가운데, 산업별로는 K자형 패턴이 지속되고 있다. 화학, 금속 산업은 출하지수가 지속적으로 하락하는 상황인 반면에 반도체, 운송(조선) 산업 출하지수는 뚜렷한 증가세를 보이고 있다(자동차는 2022년 하반기부터 출하 증가가 진행됐으나, 2024년부터는 정체상태를 유지 중).

미국은 한국 경기종합지수와 정반대의 패턴을 보이고 있다. Conference-board 미국 경기선행지수는 2021년 12월을 정점으로 4년 가까이 하락세를 유지 중이다. 경기선행지수를 구성하는 항목 중에서 S&P500, 장단기 금리스프레드, 선행신용스프레드 등 금융 지표는 뚜렷한 개선을 보이고 있다. 그러나 건축승인건수, 제조업 신규 수주와 신규 주문, 실업급여청구건수 등 실물 지표는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 경기동행지수는 상승세를 유지하고 있으나, 전년대비로는 정체 상태가 장기화되고 있는 흐름이다.

Fig. 5: 미국 경기선행지수 부진 속에 경기동행지수도 횡보 국면이 장기화

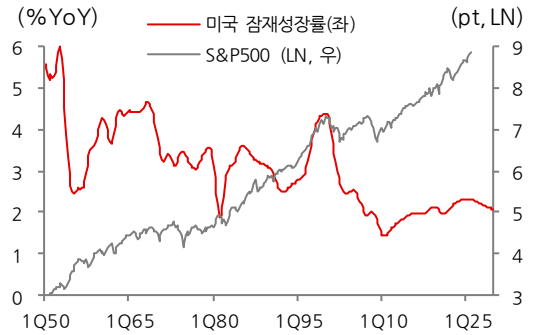


자료: Conference-board, BNK투자증권

2026년부터 미국 잠재성장률이 완만하게 하락세로 전환한다는 점도 변수다. 미국 잠재성장률은 4Q24에 정점을 통과한 이후에 1Q25~1Q26까지는 큰 변화가 없으나, 2Q26부터 완만하게 하락세로 전환할 전망이다. 미국 잠재성장률 둔화 국면이 향후 10년 가까이 이어질 것으로 예상되는 만큼 추세적인 둔화 국면으로 보는 것이 타당할 것이다.

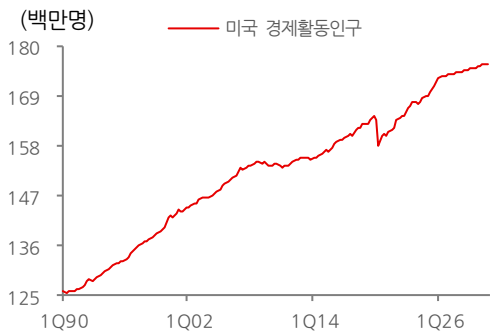
잠재성장률은 노동, 자본, 생산성의 성장 기여도로 계산되는데, 향후 10년간 미국 잠재성장률 둔화는 노동의 성장 기여도 하락이 가장 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 미국 의회예산국은(CBO) 경제활동인구가 2025년에 315만 명 증가하나, 2026년에는 150만 명으로 줄어들고 2027~28년에는 각각 59만 명, 63만 명 증가에 그칠 것으로 추정하고 있다. 경제활동인구 증가세 둔화는 노동의 성장 기여도 둔화로 이어질 수밖에 없다.

Fig. 6: 2026년부터 미국 잠재성장률 둔화



자료: CBO, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 7: 경제활동인구 증가세 둔화가 잠재성장률에 부담

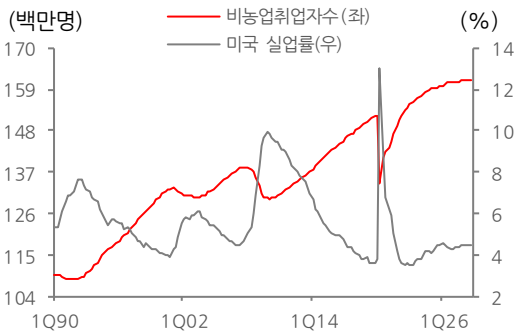


자료: 미 노동부, CBO, BNK투자증권

경제활동인구 증가세가 둔화되면서 비농업취업자수도 완만한 증가에 머물 전망이다. CBO 추정에 따르면 2024년 비농업취업자수는 193.6만 명 증가했으나, 2025년에는 95.6만 명 증가에 그칠 것으로 예상한다. 그러나 실제로 2025년 11월까지 비농업취업자수는 61.0만 명 증가에 그쳐 예상치를 크게 하회하고 있다.

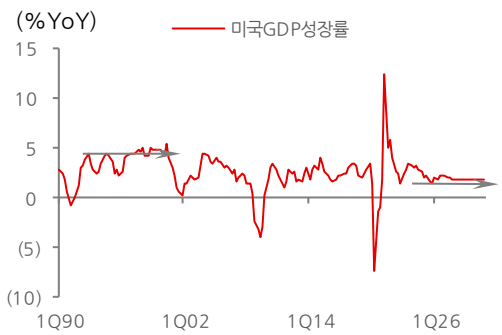
2026년 비농업취업자수는 125.4만 명으로 증가세를 보일 전망이나, 2027년에는 33.0만 명, 2028년에는 26.1만 명으로 급격하게 줄어들 것으로 추정된다. 2025년부터 미국 비농업취업자수가 빠르게 둔화되고 있음에도 불구하고 향후 경제활동인구 증가세 둔화가 빨라지면서 실업률에는 큰 변화가 없을 전망이다. 미의회예산국은 향후 미국 실업률이 4.2~4.6%에서 등락 과정을 반복할 것으로 추정한다.

Fig. 8: 고용시장 둔화도 이어질 수밖에 없는 상황



자료: 미 노동부, CBO, BNK투자증권

Fig. 9: 경제성장률은 1994~2000년의 절반에 머물러



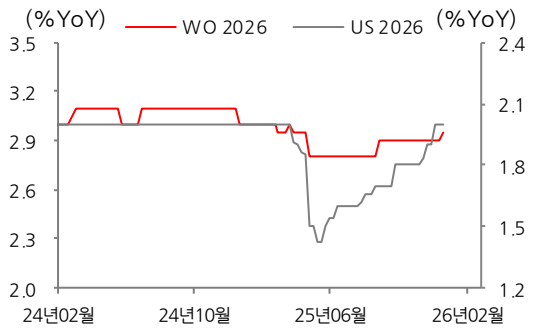
자료: BEA, CBO, BNK투자증권

잠재성장률 둔화와 고용시장 부진이 이어지고 있으나, 미국 경제성장률은 2.0%YoY 수준의 안정성장국면을 유지할 것으로 예상된다. 고용시장 부진이 소비의 성장 기여도에 부정적이나, 관세 영향으로 인해 순수출 개선이 경제성장률에 긍정적으로 작용할 수 있기 때문이다. 다만 현재 미국 주식시장의 valuation이 2000년에 근접하고 있는데, 1994~2000년 미국 경제성장률은 현재보다 2배 높은 평균 4.0%YoY를 기록했다는 점에서 차이가 있다.

정부 부채 주도의 경제성장률 제고

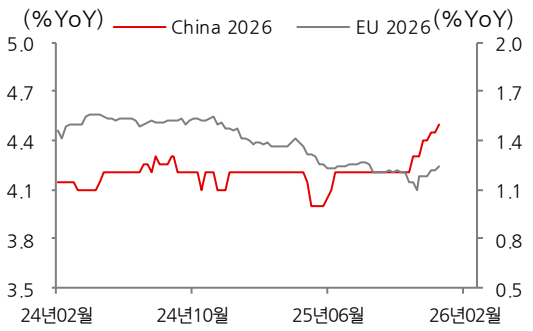
2026년 주요국의 경제성장률은 관세 충격에서 벗어나 완만하게 상향 조정이 진행 중이다. 이는 3Q25 주요국의 경제성장률이 예상치를 상회했기 때문이다. 다만 여전히 주요국의 경제성장률이 역사적인 평균치보다 낮다는 점에서 저성장 기조가 유지되고 있는 것으로 볼 수 있다. 2026년 세계경제성장률은 2025년 관세에 따른 경제성장률 왜곡을 정상화하는 수순으로 이해할 수 있을 것이다.

Fig. 10: 세계, 미국 경제성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 11: 유로존, 중국 경제성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

아래 표는 주요국의 분기별, 연도별 경제성장률 전망치를 정리한 것이다. 국가별로 보면 2026년 미국과 한국 경제성장률은 상고하저가 예상되는데, 이는 2025년 뚜렷한 상저하고에 따른 반작용으로 이해할 수 있다. 중국, 유로존, 일본, 영국 2026년 경제성장률은 오히려 둔화될 것으로 예상되는데, 이는 2025년 순수출 증가에 따른 경제성장률 상승의 반작용으로 이해할 수 있다. 결론적으로 2026년 주요국의 경제성장률은 2025년 왜곡에 따른 기저효과가 뚜렷하게 나타날 것이다.

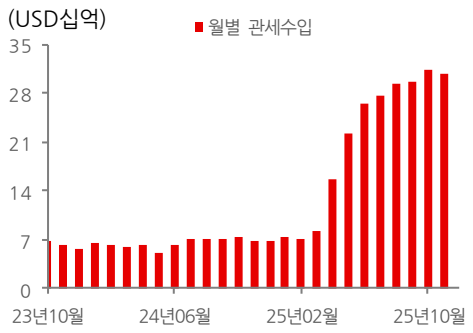
Fig. 12: 2025~27년 주요국 경제성장률 전망

(%YoY)	2024	2025	2026	2027	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
G20	3.0	2.4	2.6	2.6	3.3	2.2	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7
선진국	1.9	1.7	1.7	1.8	2.6	1.2	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
신흥국	4.8	4.2	4.2	4.1	4.6	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1
미국	2.8	2.0	2.0	2.0	2.3	1.8	2.5	2.0	1.8	2.0	2.0
유로존	0.9	1.4	1.2	1.4	1.4	1.2	0.9	1.1	1.2	1.4	1.4
일본	(0.2)	1.2	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.4	1.0	1.0	1.0
영국	1.1	1.4	1.1	1.4	1.3	1.2	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4
중국	5.0	4.9	4.5	4.3	4.8	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.5
브라질	3.4	2.3	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.4	1.7	2.1	2.0
인도	9.2	7.4	6.5	6.6	8.2	7.0	6.5	6.4	6.5	6.6	6.7
인니	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
한국	2.0	1.0	2.0	1.8	1.8	1.9	2.5	2.3	1.6	1.8	1.8

자료: Bloomberg, BNK투자증권

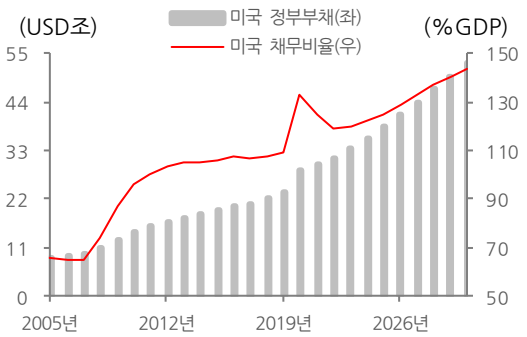
2024년부터 주요국들은 경기둔화, 관세 협상, 방위비 지출확대 등의 이유로 재정지출을 확대하고 있다. 이러한 흐름은 2026년에도 이어질 것으로 예상되는데, 재정지출 증가에 따른 국가채무비율 상승은 재정위기로 이어질 수 있다는 점에서 주의가 필요하다. 우선 미국은 관세 수입으로 조성된 자금을 개인에게 현금 지급하는 방안이 구체화되고 있다. 연말 중간선거를 앞두고 2Q26 개인당 USD2,000 현금지급 가능성이 제기되고 있는 것이다. 월간 미국 관세수입이 USD300억을 넘어서고 있다는 점에서 재정에 큰 위협이 되지는 않을 전망이다.

Fig. 13: 2Q26 USD6,000억 현금지급 재원



자료: 미 상무부, BNK투자증권

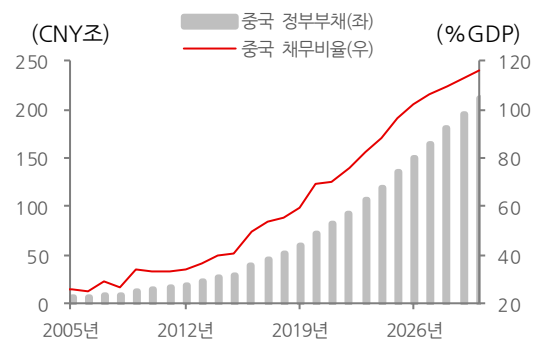
Fig. 14: 미국 국가채무비율 매년 3.7%p씩 증가 전망



자료: IMF, BNK투자증권

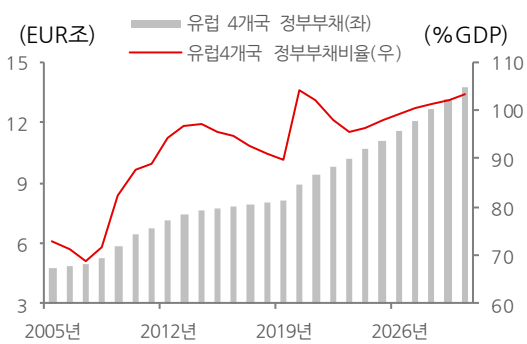
그러나 이미 시행되고 있는 소득세, 법인세 인하 등을 고려하더라도 향후 5년간 미국 국가부채는 매년 USD2.9조씩 증가할 것으로 예상된다. 이를 기준으로 보면 명목GDP대비 국가채무비율이 2025년에는 125.0%에서 2027년에는 132.7%로 상승할 전망이다(향후 5년간 평균 3.7%p씩 증가해 2030년 143.4%). 2027년 국가채무비율은 2020년에 기록한 132.5%를 넘어서는 수준이다.

Fig. 15: 중국 국가채무비율 매년 4.0%p씩 증가 전망



자료: IMF, BNK투자증권

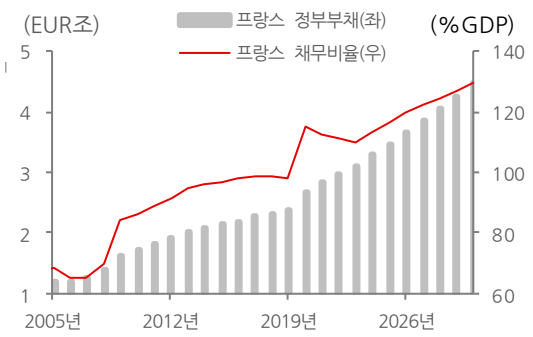
Fig. 16: 유로존 4개국 국가채무비율 매년 1.1%p 증가



자료: IMF, BNK투자증권
주: 독일, 프랑스, 스페인, 이탈리아

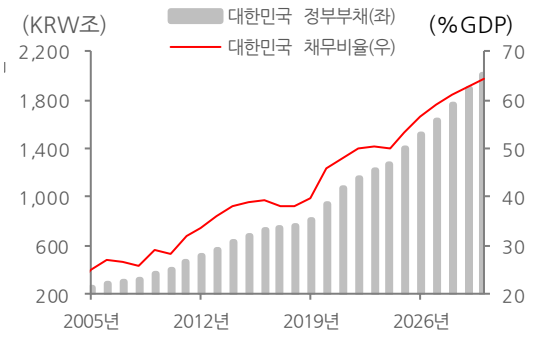
중국은 경기부양대책 등으로 인해 2025년 명목GDP대비 국가채무비율이 8.0%p 급등한 96.3%로 예상된다. 2026년 국가채무비율은 102.3%로 상승하고, 2030년에는 116.1%까지 상승하는데 향후 5년간 연평균 4.0%p씩 증가할 전망이다. 특히 잇단 경기부양 기조가 유지되고 있으나, 여전히 내수경기회복이 지연되고 있다는 점은 중국경제의 딜레마다. 유로존은 경기부양과 방위비 지출 확대가 진행되고 있으나, 향후 5년간 국가채무비율은 1.1%p씩 상승하면서 상대적으로 증가 속도는 더디게 진행될 전망이다(유로존 4개국 기준).

Fig. 17: 프랑스 국가채무비율 2.6%p씩 증가 전망



자료: IMF, BNK투자증권

Fig. 18: 한국 국가채무비율 매년 2.2%p씩 증가 전망



자료: IMF, BNK투자증권

유로존에서 프랑스는 2025년 국가채무비율이 116.5%로 상승해 상대적으로 빠른 증가세를 기록 중이다. 2020년 국가채무비율이 114.9%였으나, 2025년에는 이를 넘어섰는데 정치불안까지 겹치면서 국가신용등급이 A+로 강등되고 있는 상황이다. 전술한 내용 중에서 미국 국가채무비율은 2027년에 2020년을 상회할 것으로 전망했는데, 정부회계연도를 기준으로 보면 4Q26부터 2027년 회계연도에 해당하기 때문에 향후 국가신용등급 하향 우려가 제기될 수밖에 없는 상황이다.

한국은 2025년 국가채무비율이 53.4%로 다른 선진국보다는 훨씬 낮은 수준이다. 향후 5년간 정부 부채는 연평균 123조원씩 증가할 것으로 예상되는데, 2030년 국가채무비율은 64.3%까지 상승할 것으로 예상된다. 상대적으로 보면 주요국에 비해 국가채무비율이 낮다는 점에서 재정동원여력은 남아 있다. 그러나 가계, 기업 부문의 부채비율이 다른 국가보다 월등히 높다는 점을 고려한다면(가계와 기업의 명목GDP대비 부채비율이 201%로 중국 다음으로 높음) 정부부채 증가를 마냥 용인할 수 있는 상황은 아니다.

미국 금리인하, 엔화 방향성에 주목

2025년 12월 FOMC에서 25bp 금리인하를 단행했으며, 2026년에도 추가 금리인하 가능성을 열어뒀다. FOMC 이후에 발표된 11월 실업률이 4.6%로 상승했으며, core CPI는 2.6%YoY로 시장 예상치를 크게 하회했다. 소비자물가가 예상보다 낮은 상황에서 실업률이 FED의 인내력을(4.5%) 넘어섰다는 점에서 추가 금리인하 가능성은 높아질 것으로 예상된다. 현재 시장 컨센서스는 2026년 3월과 7월 2차례 금리인하를 예상하고 있다.

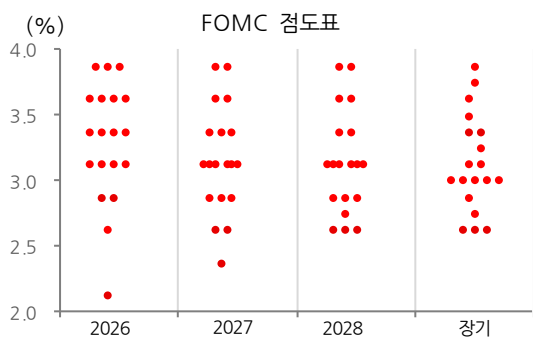
Fig. 19: 2025년 12월 경제, FED금리 전망

변수(단위)	중간값				집중분포도				분포범위			
	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기	2025	2026	2027	장기
실질GDP 변화율(%YoY)	1.7	2.3	2.0	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.0	1.5-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.5
9월 관측치(%YoY)	1.6	1.8	1.9	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.7-2.5
실업률(%)	4.5	4.4	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.4-4.6	4.2-4.6	4.0-4.5	3.8-4.5
9월 관측치(%)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE 인플레이션(%YoY)	2.9	2.4	2.1	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.7-2.9	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0
9월 관측치(%YoY)	3.0	2.6	2.1	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0
Core PCE 인플레이션(%YoY)	3.0	2.5	2.1		2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2		2.7-3.1	2.2-2.7	2.0-2.5	
9월 관측치(%YoY)	3.1	2.6	2.1		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	
FED금리(%)	3.6	3.4	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.5	3.4-3.9	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9
9월 관측치(%)	3.6	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9

자료: FRB, BNK투자증권

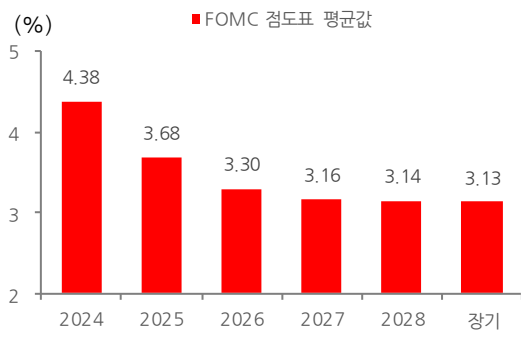
2025년 12월 FOMC 점도표는 consensus를 형성하지 못하고 제각각 모습을 보이고 있다. 금리동결에서 2.25%까지 급격한 금리인하까지 우후죽순이다. 다만 평균값을 기준으로 보면 2026년말 FED금리가 3.30%을 기록하면서 1~2차례 금리인하 가능성이 높은 것으로 나타난다. 장기적으로는 FED금리는 3.00~3.25%이 적정 수준으로 평가할 수 있다.

Fig. 20: 2026년 FED금리 전망은 제각각



자료: FRB, BNK투자증권

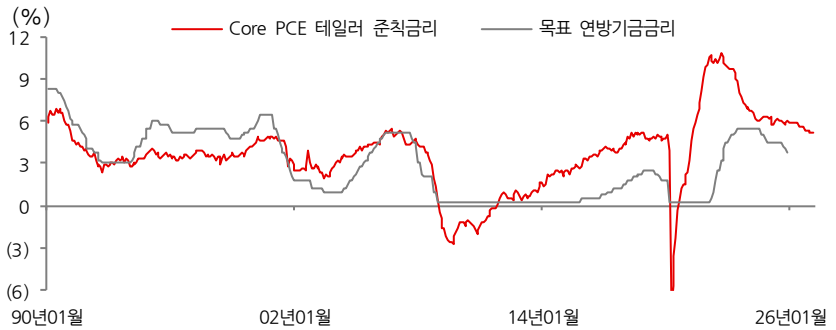
Fig. 21: 그래도 평균치는 3%대 초반에 수렴



자료: FRB, BNK투자증권

실업률과 core PCE를 근거로 산출되는 Taylor 준칙금리는 2025년 6.00%에서 2026년 5.35%까지 하락할 것으로 예상한다(Bloomberg consensus를 기준으로 추정하면 1Q27에는 5.15%까지 하락 전망). 2026년 Taylor 준칙금리가 0.65%p 하락할 것으로 예상되는 만큼 실제 FED금리는 3차례 가까이 인하가 가능할 것으로 예상해 볼 수 있다. 특히 Powell 의장의 연임이 사실상 어렵다는 점까지 고려한다면 차기 연준 의장은 금리인하에 더 적극적으로 나설 가능성이 높다.

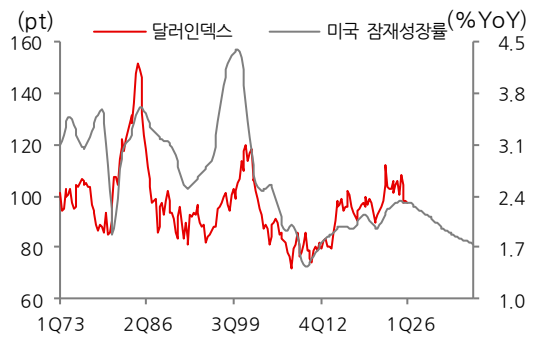
Fig. 22: Taylor 준칙금리를 기준으로 금리인하 여력은 열려 있다



자료: BEA, 미 노동부, Bloomberg, BNK투자증권
주: Bloomberg consensus 기준, Taylor 준칙금리는 2025년 6.00%에서 2026년 5.35%로 하향 안정

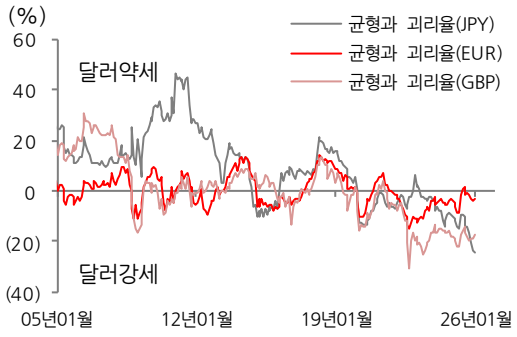
우리는 미국 잠재성장률 둔화를 고려해 장기적으로 달러화가 완만한 약세 흐름을 이어갈 것으로 예상한 바가 있다. 트럼프 관세 부과 이후 달러화는 주요 통화에 대해서 완만한 약세 흐름을 이어가고 있는 것도 사실이다. 그림24는 10년 국채수익률 스프레드를 기준으로 주요 통화의 균형 수준을 나타낸 것이다. 현재 유로화는 균형에 근접하는 한편 엔화는 역사적으로 가장 저평가된 영역에 진입한 상태다.

Fig. 23: 미국 잠재성장률 둔화는 달러화 약세 요인



자료: CBO, Bloomberg, BNK투자증권

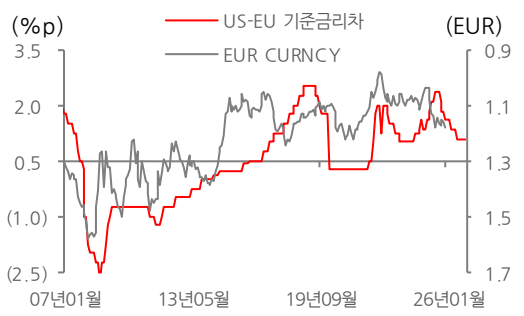
Fig. 24: 장기금리차를 기준으로 파운드, 엔화 저평가



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 2005년 이후 10년 국채수익률 스프레드와 환율로 추정

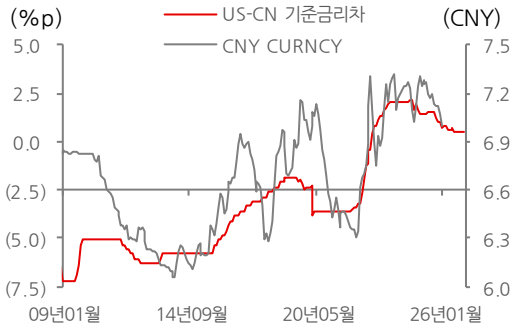
2026년 미국 금리인하가 지속되면서 달러화 약세 기조는 이어질 가능성이 높다. 왜냐하면 유로존의 금리인하가 마무리됨에 따라 미국 금리인하는 기준금리차 축소로 이어질 수 있기 때문이다. 기준금리차가 1.1%p까지 축소될 경우 유로화는 USD1.2에 수렴할 것으로 예상해 볼 수 있다. 중국 위안화도 미국과의 기준금리차가 축소되면서 강세 흐름을 이어가고 있는데, 기준금리차를 기준으로 할 경우 균형 수준인 CNY7에 수렴한 상태다.

Fig. 25: 기준금리차는 제한적인 유로화 강세 전망



자료: Bloomberg, BNK투자증권

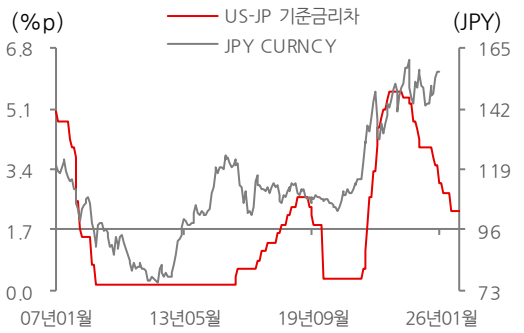
Fig. 26: 중국 위안화는 이미 균형에 수렴



자료: Bloomberg, BNK투자증권

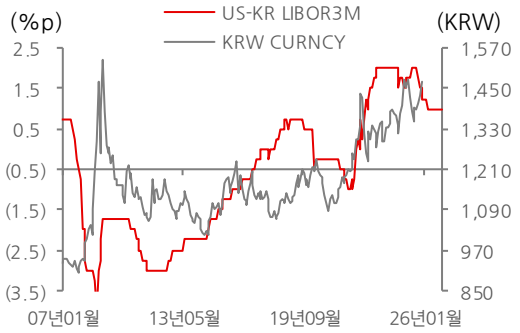
일본은행은 인플레이션에 대처하기 위해서 2025년 12월에 금리인상을 단행했으나, 엔화가치는 오히려 약세 흐름을 지속 중이다. 2026년에도 일본은 25bp 금리인상 가능성이 높다는 점에서 미국과의 기준금리차 축소 흐름이 가장 두드러지게 나타날 전망이다. 최근 엔화 약세 흐름이 지속 중이나, 엔화가치가 1985년 플라자 합의 이후 가장 낮다는 점을 고려하면 엔화 강세 전환 가능성이 높다.

Fig. 27: 기준금리차를 무시하는 엔화 초약세국면



자료: Bloomberg, BNK투자증권

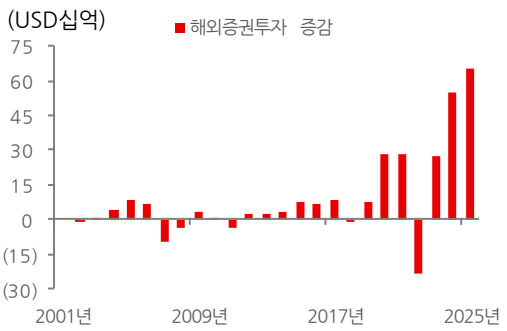
Fig. 28: 기준금리차 축소에도 원화 약세는 지속 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

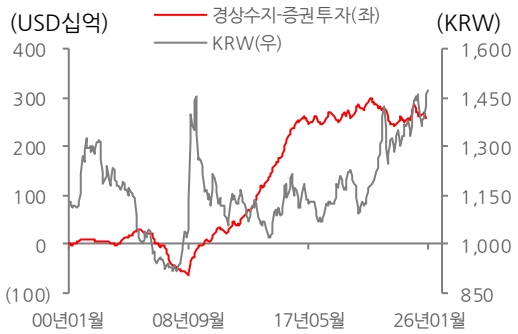
한국은 서울 아파트 가격상승과 원/달러환율 상승으로 인해 금리인하가 일시 중지된 상황이다. 2025년 재정지출 확대에도 불구하고 아직 경기회복이 진행되지 않고 있다는 점에서 금리인하 기대감은 유효하다. 만일 2026년 한국은행이 금리를 동결하더라도 미국 금리인하로 인해 기준금리차 축소는 지속될 것으로 예상한다.

Fig. 29: 개인들의 해외증권 구입 급증



자료: KSD, BNK투자증권

Fig. 30: 경상수지를 넘어서는 해외증권투자



자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

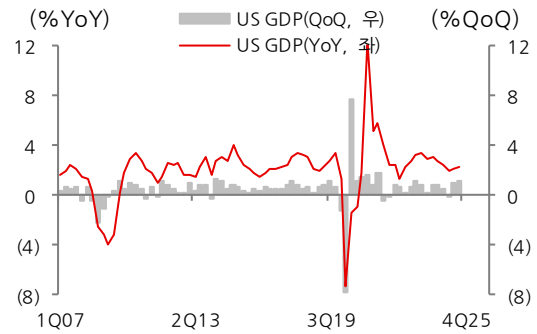
기준금리차 축소에 따른 글로벌 달러화 약세국면에도 불구하고 원화 약세가 지속되고 있는 것은 달러 수요가 더 많다는 의미다. 2025년 11월까지 개인들의 해외증권투자가 USD649.4억 증가한 것이 가장 큰 변수다(해외주식 USD496.9억, 해외채권 USD152.5억 증가). 2025년 10월까지 경상수지 흑자는 USD896억에 달했으나, 개인들의 해외증권투자 증가와 연기금의 해외증권투자 등이 달러화 수요를 강화시켰을 가능성이 크다.

경상수지 흑자에도 불구하고 2026년부터 대미 투자에 대응하기 위해서 기업들이 달러자산을 보유하고자 하는 동인까지 발생했다. 한국은행에 따르면 3Q25 비금융기업의 대외순부채는 USD121억을 기록 중인데, 이는 2023년말 USD321억보다 USD200억 줄어든 수치다. 비금융기업의 대외순부채 감소는 외화자산이 증가했다는 의미인데, 해외투자에 큰 변화가 없었다는 점을 고려하면 기업들이 달러자산을 더 많이 보유하기 시작했다는 것이다.

AI투자, Capex를 중심으로 살펴보기

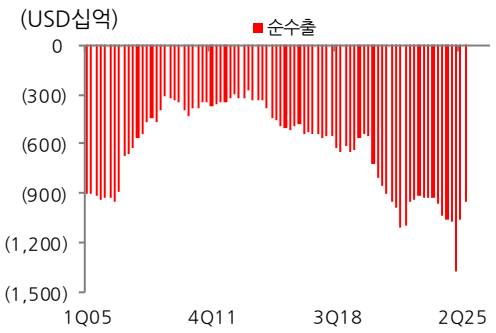
3Q25 미국 경제성장률은 1.07%QoQ (4.3%QoQ 연율), 2.3%YoY를 기록하면서 시장 예상치를 상회했다. 실질GDP를 기준으로(2017년 불변가격) 전분기 대비 USD2,540억 증가한 것이다. 지출항목별로 보면 개인소비가 USD1,434억으로 가장 높았으며, 순수출이 전분기 대비 USD1,008억 개선된 것으로 나타난다. 반면에 민간투자는 -0.1%QoQ, -0.3%YoY를 기록하면서 부진한 흐름을 이어갔다. 전체적으로 보면 3Q25에는 소비증가가 눈에 띄기는 하나, 관세 부과 이후 순수출 개선이 2분기 연속으로 진행된 결과다.

Fig. 31: 예상치를 상회하는 미국 경제성장률



자료: BEA, BNK투자증권

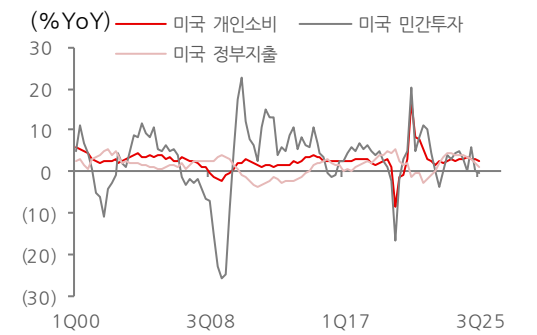
Fig. 32: 순수출이 경제성장률 개선을 견인



자료: BEA, BNK투자증권

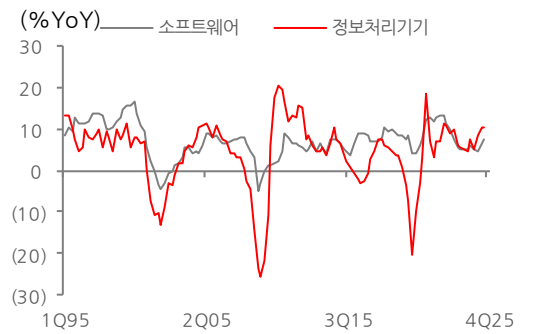
지출항목별 실질GDP는 개인소비가 전분기 대비 증가에도 불구하고 전년대비로는 2.6%YoY로 둔화 추세를 이어갔다. 민간투자와 정부지출 증가율도 동반 둔화가 진행됐다는 점을 고려하면 전년대비 3Q25 경제성장률 개선은 순수출이 가장 큰 영향을 미친 것으로 볼 수 있다.

Fig. 33: 지출항목별로는 소비, 투자, 정부 모두 둔화 중



자료: BEA, BNK투자증권

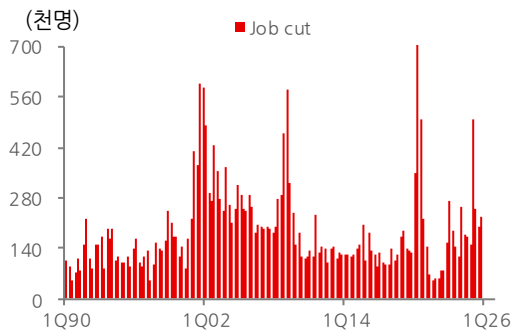
Fig. 34: 민간투자는 AI관련 산업만 개선



자료: BEA, BNK투자증권

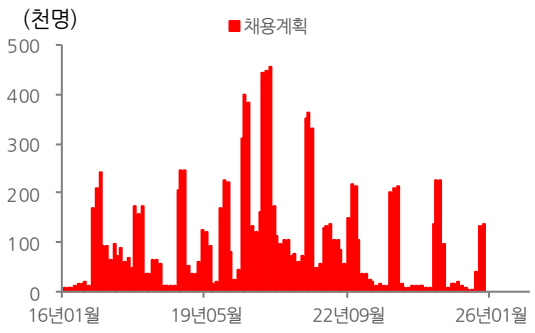
민간투자는 전반적으로 부진한 흐름을 이어갔는데, 정보처리기기와 소프트웨어 산업만 증가세를 보였다. 3Q25 정보처리기기투자는 10.4%YoY, 소프트웨어투자는 7.6%YoY를 기록했다. 전체적으로 보면 미국 민간투자도 정보처리기기, 소프트웨어 등 AI관련 산업에 집중되고 있음을 보여준다. 3Q25 정보처리기기 투자증가율이 전분기 대비 0.1%p 개선에 그쳤다는 점은 다소 의외의 결과다(참고로 2Q25 정보처리기기투자는 10.3%YoY, 소프트웨어투자는 6.3%YoY를 기록).

Fig. 35: 미국 해고는 경기침체를 제외하고는 최고



자료: Challenger, Gray & Christmas, BNK투자증권

Fig. 36: 채용계획은 최저치를 기록 중

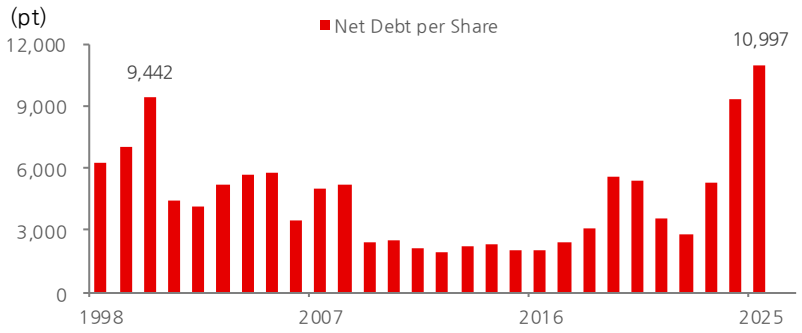


자료: Challenger, Gray & Christmas, BNK투자증권
주: 3개월 평균

AI관련 산업에 민간투자가 집중되면서 고용시장 상황은 악화되고 있다. Challenger, Gray & Christmas 자료를 인용하면 2025년 11월까지 해고는 117만 건으로 2001~03년, 2007~08년, 2020년 이후 가장 많았던 것으로 나타난다(경기침체를 제외하고는 가장 많음). 반면에 채용계획은 49.7만 건으로 2016년 이후 가장 낮다. 해고 증가와 채용계획 감소는 미국 고용시장이 전반적으로 악화되고 있음을 보여준다.

민간투자가 AI관련 산업에 집중되면서 기업들의 부채가 뚜렷한 증가세를 보이고 있다. 그림 37은 DJI에 포함된 30개 기업을 대상으로 주당 순부채를 나타낸 것인데, 2023년부터 순부채가 가파르게 증가하고 있다. DJI 주당 순부채는 2022년 2,836pt에서 2025년 10,997pt로 증가하면서 사상 최대치를 기록 중이다. 2022~25년 순부채증가율은 CAGR57.1%로 역사적으로 가장 빠른 증가세로 볼 수 있다(IT버블을 형성했던 1997~2000년 DJI 순부채증가율은 CAGR15.8%에 불과했음).

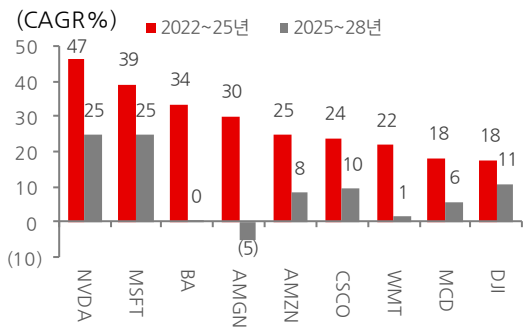
Fig. 37: 역사적으로 가장 빠른 증가세를 기록 중인 DJI 순부채



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: Dow Jones 지수에 포함된 30개 기업대상

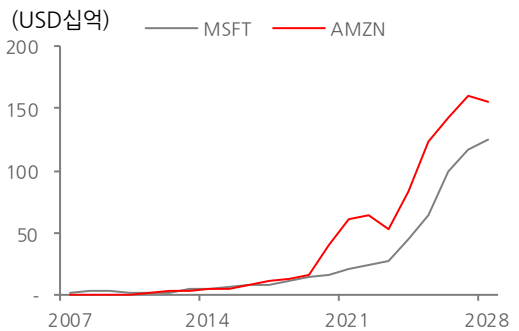
DJI에 포함된 30개 기업 중에서 최근 3년간 Capex 투자증가율이 가장 높은 기업은 엔비디아로 나타난다. 엔비디아 2022~25년 Capex는 CAGR46.7%에 달했다. 그 다음으로 마이크로소프트, 보잉, 암젠, 아마존, 시스코, 월마트, 맥도날드 순인데, 이들 기업은 DJI Capex 평균 증가율 CAGR17.7%를 넘어섰다. 2025~28년 향후 3년간 Capex 투자증가율은 엔비디아와 마이크로소프트가 각각 CAGR24.7%, CAGR24.6%를 기록할 전망이다.

Fig. 38: 주요기업 Capex 투자 현황과 향후 전망



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 엔비디아는 1월 결산법인으로 회계연도 조정

Fig. 39: Capex 투자 양대장이 60.2%를 차지

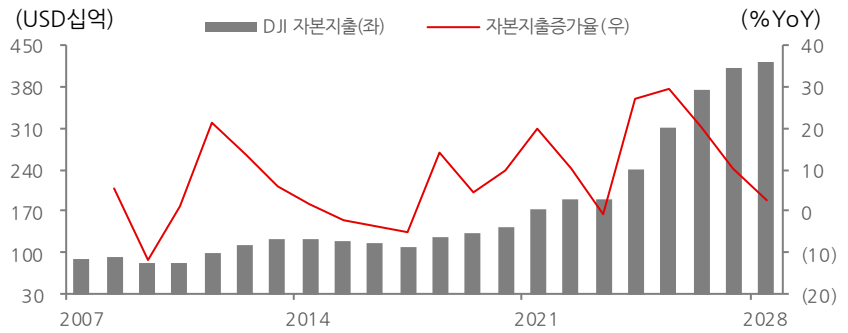


자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 마이크로소프트는 6월 결산법인

엔비디아가 가장 높은 Capex 투자증가율을 기록 중이나, 2025년 자본 지출은 USD58억 수준이다. 반면에 아마존은 USD1,232억으로 가장 많으며, 마이크로소프트는 USD646억으로 두번째로 많다. 아마존과 마이크로소프트의 2025년 Capex 투자규모는 USD1,878억으로 DJI에 포함된 기업들의 전체 Capex 투자액인 USD3,118억의 60.2%에 달한다.

이러한 사실들은 Capex 투자가 아마존과 마이크로소프트 등 AI투자를 늘리는 기업 중심으로 진행됐음을 보여준다. DJI에 포함되지 않은 기업 중에서는 알파벳과(Google), 메타의 Capex 투자가 압도적으로 많은 상황인데, 이들 기업들도 AI투자에 집중하고 있다. 2026년 아마존, 마이크로소프트, 알파벳, 메타의 총 Capex는 USD5,000억(37.0%YoY) 달할 것으로 추정된다. 참고로 2025년 미국 민간투자는 USD5.6조로(명목 기준) 추정되는데, 4개 기업들의 AI투자가 전체 민간투자의 8.9%에 달하는 것으로 추정할 수 있다.

Fig. 40: DJI30 자본지출증가율은 2025년을 정점으로 둔화 예상



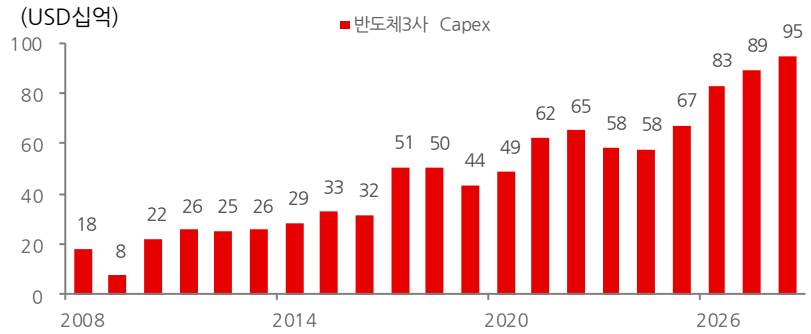
자료: Bloomberg, BNK투자증권

DJI 30개 기업들의 Capex는 2021~22년에 소폭 증가한 이후에 2024년부터 가파르게 증가하고 있다. DJI 전체 Capex는 2025년 USD3,118억으로 29.4%YoY 증가한 이후에 2026년에는 USD3,749억으로 20.3%YoY를 기록할 전망이다. 전체적으로 보면 Capex 증가율이 2025년에 정점을 기록한 이후에 2026년부터는 둔화될 것으로 추정되고 있다. 참고로 2022~25년 Capex 증가율은 CAGR17.7%을 기록했으나, 2025~28년에는 CAGR10.7%로 둔화될 것으로 예상된다.

2024~25년 DJI 30개 기업들의 Capex가 각각 27.1%YoY, 29.4%YoY로 빠르게 증가했음에도 불구하고 반도체 3사의(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지) 설비투자는 상대적으로 부진한 흐름을 보였다. 반도체 3사의 총 Capex는 2022년 USD652억을 기록한 이후에 반도체 경기침체로 2023년과 2024년에는 각각 USD582억, USD578억으로 오히려 감소했다. 2021년 하반기부터 반도체 가격하락이 진행되면서 Capex 투자여력이 부족했던 것으로 볼 수 있다.

2025년 반도체 3사의 Capex는 USD673억으로 16.5%YoY 증가하고, 2026년에는 USD831억으로 23.4%YoY를 기록할 전망이다. 전체 기업들의 Capex 증가에 맞춰서 반도체 3사도 반도체 생산능력을 높이고 있음을 알 수 있다. 그러나 2025년 수요 증가에도 불구하고 공급이 따라주지 못하면서 반도체 가격이 급등했다. 2026년 반도체 설비투자가 증가하나, 상반기까지는 공급 부족 현상이 지속될 가능성이 높아 보인다.

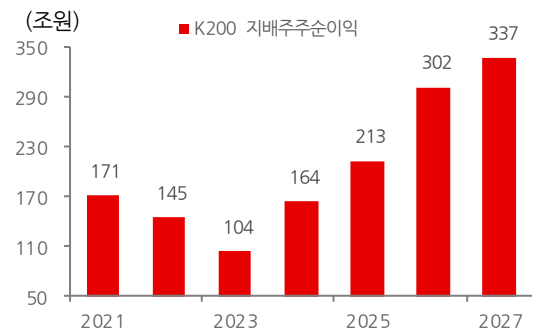
Fig. 41: 반도체 3사의 Capex 추이와 향후 전망



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 테크놀로지 합계

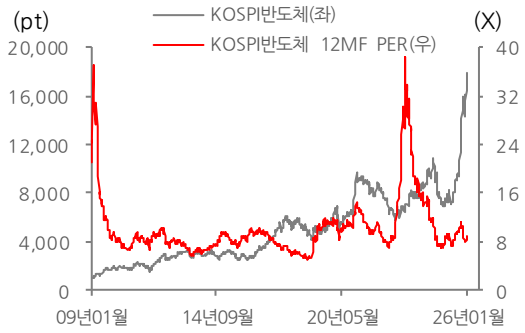
2025년 하반기 반도체 가격상승을 고려하면 2026년 상반기까지는 삼성전자, SK하이닉스를 중심으로 실적개선 흐름이 이어질 전망이다. 시장 consensus 기준으로 2026년 KOSPI200 지배주주 순이익이 88.7조원이나 증가할 것으로 추정되고 있는데, 이중에 67.3%인 59.7조원이 삼성전자, SK하이닉스 실적개선에 의해 이루어질 전망이다. 즉 2026년 기업실적 개선이 가능하기 위해서는 반도체가 역사적으로 높은 이익률을 유지해야 한다는 의미다.

Fig. 42: 순이익 증가는 반도체가 67.3%를 설명



자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 43: KOSPI반도체 12MF PER은 하향 예상

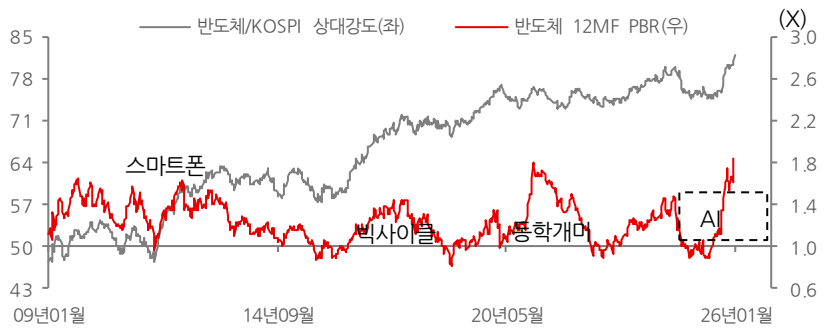


자료: Quantiwise, BNK투자증권

2026년 하반기까지 반도체 3사의 Capex 투자가 계획대로 진행된다면 DJI Capex 투자증가율과(20.3%YoY) 비슷한 수준으로 반도체 공급이 이루어질 수 있다. 2027~28년 반도체 Capex 증가율도 DJI Capex를 충족시킬 수 있는 수준으로 평가된다. 이러한 사실로 인해 2026년 하반기부터 반도체 수급이 안정될 가능성이 제기될 수 있다.

KOSPI반도체지수는 삼성전자, SK하이닉스 실적 상향 조정으로 인해 가파른 주가상승을 경험하고 있는데, 12MF PER은 정체 상태를 유지하고 있다. 과거 경험상으로 보면 실적개선 국면에서 반도체 12MF PER이 지속적으로 낮아지는 국면에 진입할 가능성이 제기될 수 있다. 2000년을 기준으로 KOSPI대비 반도체의 상대강도는 81.8로 상승하면서 역사적 최고치를 경신했다(반도체 outperform을 의미). K-IFRS가 도입된 2009년을 기준으로 KOSPI반도체 12MF PBR도 역사적 최고치에 도달한 상황이다.

Fig. 44: 역사적 최고치로 상승한 KOSPI반도체 상대강도와 12MF PBR



자료: Quantiwise, BNK투자증권
주: KOSPI반도체 상대강도는 2000년 1/7일 50 기준

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단