Heungkuk Securities

2026-01-06

Economic Navigator

금리·환율 다시 보기

거시경제/글로벌 전략

김진성

02) 6742-3533

Jskim@heungkuksec.co.kr

요약 – 금리·환율 다시 보기

● 미국· 한국 상이한 금리흐름 속 금리차가 축소되고, 원달러는 완만한 하락을 예상

– 2025년 하반기 국내 금융시장은 시장금리와 주가, 원달러 환율이 동반 상승했다. 글로벌 주식시장이 공통적인 강세기조를 보인 가운데 미국 금리 하락, 달러약세를 보인 것과는 대조적인 움직임이었다.

– 금리는 통화정책 기조(기준금리 방향)와 형성된 기대를 반영하는 가운데 장단기 금리차가 확대

- 미 연준은 높은 인플레와 견조한 성장에도 불구하고 고용둔화가 본격화함에 따라 26년중 2회 금리인하 가능성
- 한은은 확장적 정책기조 필요에도 불구하고 집값 상승 및 가계부채 증가 등 금융불균형 우려로 사실상 금리인하가 어려울 전망

– 2026년 중 미 연준 추가 금리인하 견지하나, 금리인하 사이클 후반부로 진입 평가, 장기금리는 상저하고 흐름 예상

- 미 10년물 금리가 낮아진 기준금리를 상회, 금리인하 사이클이 마무리 국면에 접근하고 있는 것으로 판단
- 최종 기준금리가 3.00~3.25% 가정시 26년중 10년물 금리는 3.9~4.2% 범위에서 상저하고 예상

– 국내금리는 저점이 높아지는 W자 형태의 완만한 상승흐름을 보일 전망

- 경기회복 기대와 기준금리 동결 기조 유지를 반영하여 점진적 상승세를 이어갈 전망(3년물 2.9~3.4%, 10년물 3.3~3.8%)

– 달러는 저평가 상태로 평가되며 미국 장기금리의 상승전환과 더불어 횡보 후 점진적 강세로 전환 예상

– 원달러는 저성장, 저수익 등 내재적 원화약세 추세에 달러수급 악화 우려가 가세하며 달러약세에도 상승세 지속

- 내국인의 해외증권투자 증가로 달러수급이 순유출로 전환되었고 25. 8월 대미 투자합의에 따른 수급악화 우려가 확산
- 원화 저평가 여건 속 균형환율의 레벨업에도 국내자산 기대수익률 개선, 달러수급 우려 완화 등으로 완만한 원달러 하락 예상(26년 원달러 환율 연평균 1,428원, 기말 1,400원 전망)

목차

1. 2025년 금융시장 동향 – P.4
2. 통화정책과 금리변동 – P.8
3. 달러, 달러수급, 그리고 원달러 – P.15
4. 미국 경제 업데이트 – P.20
5. 한국 경제 업데이트 – P.25

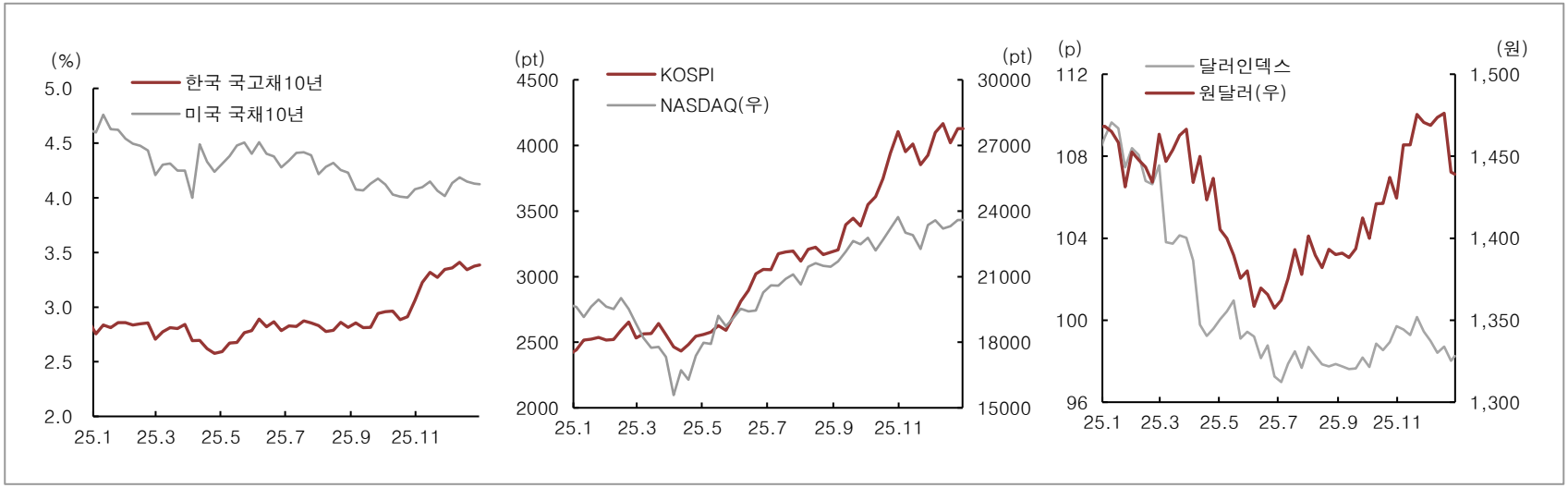
& HK Macro View – P.32

하반기 금리, 주가, 환율이 동반 상승

금리는 기준금리와 경기회복 기대로, 주가는 AI사이클과 밸류업, 원달러는 수급

- 미국 금리 하락에도 국내 장기금리는 경기회복 기대, 금리인하 가능성 축소 반영하며 하반기 상승폭이 확대
  - 국채10년물(6월말 → 12월말): 미국 4.28% → 4.12%(-16bp), 한국 2.79% → 3.39%(+60bp)
- 글로벌 AI투자 사이클 확장과 반도체 호황, 국내 증시 밸류업 정책 전개되면서 국내 주가 상승세 강화
- 글로벌 달러 약세 흐름에도 불구하고 하반기 원달러는 가파른 상승(원화약세) 후 조정
  - 하반기(6월말 → 12월말) 변동률: 나스닥 16.4% vs. KOSPI 35.1%, 달러지수(DXY) 1.0% vs. 원화(대미달러 절상률) -5.7%

2025년중 한국과 미국의 장기금리, 주가, 통화가치 흐름(주간)



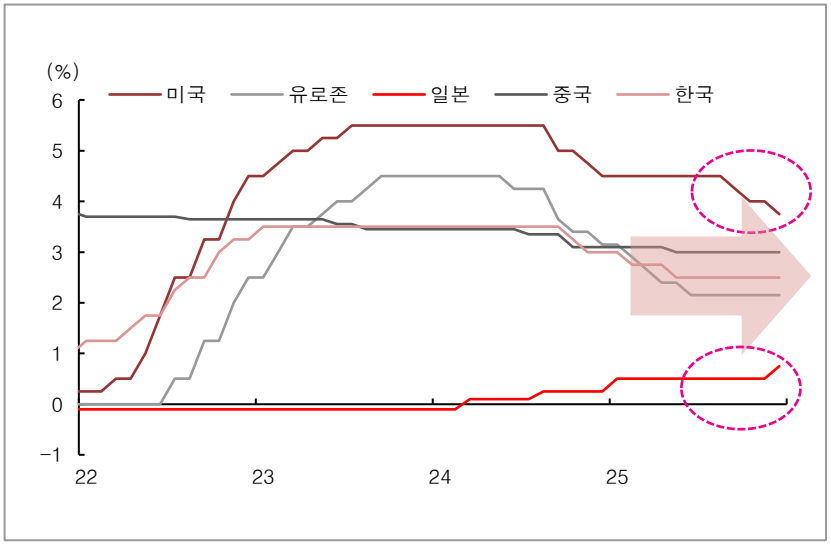
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

금리는 통화정책 방향에 따라 다른 궤적

차별화된 경기/인플레 여건, 기준금리 사이클과 기대를 반영하여 시장금리가 변동

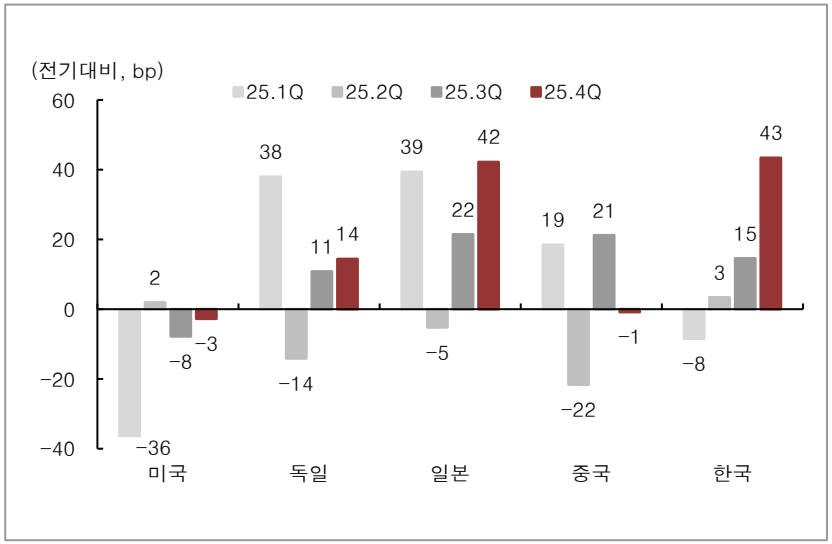
- 미국 경제의 성장률/물가상승률 상대적 우위 지속, 높은 기준금리와 시장금리 유지
- 글로벌 통화정책 차별화: 미국 금리인하 vs. ECB 금리인하 종료(한국은 유지) vs. 일본 금리인상 지속
  - 장기금리도 상이한 흐름: 미국은 완만한 하락세, 유로존은 1분기 고점까지 상승, 일본은 7년래 최고
- 미 연준의 금리인하 사이클 속도, 지속가능성은 고용/물가 상황 뿐 아니라 차기 연준의장 선임 관련 변수 존재
- 일본 외에도 금리인하가 마무리된 것으로 보이는 유로, 호주 등의 금리인상 전환 가능성도 제기

주요국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 10년물 금리 변동(분기별)



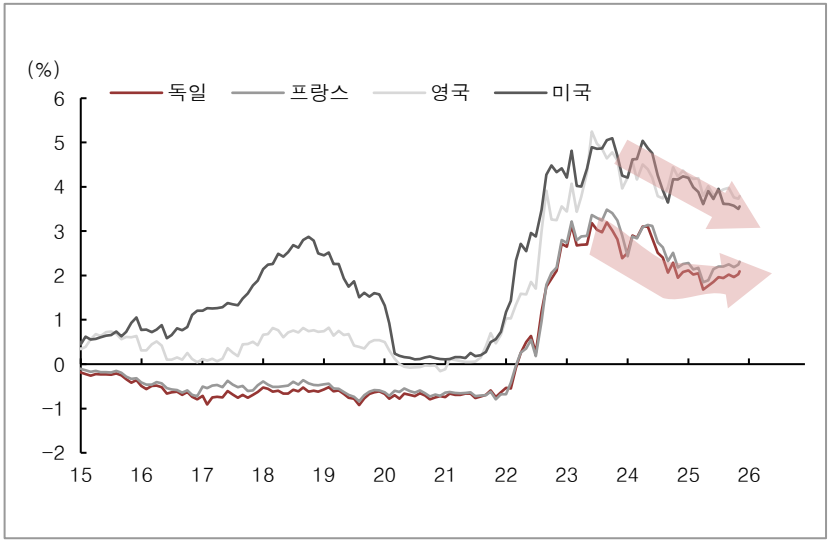
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

장단기 금리차는 확대추세 지속

정책방향에 따라 달라진 단기금리 흐름 vs. 공통적인 재정 부담을 반영하는 장기금리 상승

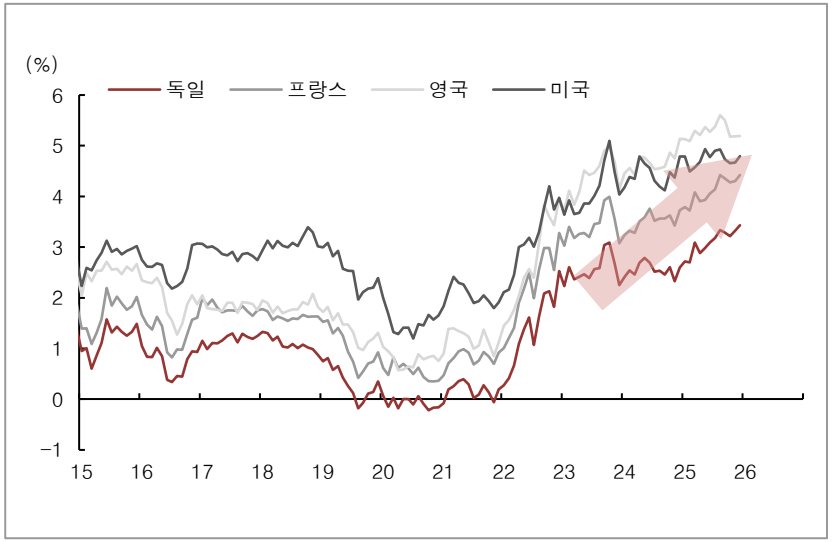
- 미국 경제는 높은 수준의 제약정도를 완화하는 완화기조(기준금리 인하)를 유지
  - 일본은 인플레 대응/중국은 디플레 대응 외 유로지역 등은 금리인하 사이클 종료된 것으로 평가
  - 단기 국채금리는 기준금리 방향과 기대에 연동되는 차별화된 움직임
- 반면, 장기금리는 경기/물가 여건과 정책 격차에도 불구하고 초장기 국채일수록 대부분 지역에서 상승세
  - 코로나 이후 누적된 정부부채 부담과 향후 예상되는 재정확장기조 및 재정취약성 우려 등이 금리상승압력으로 작용

주요국 단기국채(2년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 장기국채(30년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[참고] 주요국 재정수지와 정부부채 추이와 전망

재정의 역할과 함께 커지는 재정취약성 우려

누적된 정부 부채부담이 높아지는 현상은 만국 공통

– 대외 여건 악화에 따라 재정지출 증가에 대한 요구가 높아져 재정수지 악화 및 정부부채 증가에 따른 부담이 커질 것

- 미국은 재정수지의 일부 개선(ex. Non US 지역으로부터 관세수입, 투자요구를 통해 재정부담 경감, 연방정부 지출 구조조정 등)이 예상되나 큰 폭의 적자가 이어지고 정부부채 증가세는 지속
- Non US 지역은 재정의 구조조정 노력에도 불구하고 재정수지가 악화(ex. 내수부양, 복지 지출, 방위비 증대 등) 예상. 부진한 경제성장 대비 정부부채 부담이 가중되어 재정취약성 부각 및 국가신용등급 하향 위험도 잠재

GDP 대비 재정수지 비율

(%)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
EU	-0.5	-3.1	-3.2	-3.4	-3.6
프랑스	-2.4	-5.8	-5.4	-5.8	-6.2
독일	1.3	-2.7	-2.5	-3.4	-4.0
영국	-2.5	-5.7	-4.3	-3.6	-3.0
일본	-3.0	-1.5	-1.3	-2.0	-2.5
중국	-6.0	-7.3	-8.6	-8.5	-8.4
한국	0.4	-0.8	-1.5	-1.4	-1.4
미국	-5.8	-8.0	-7.4	-7.9	-8.0

자료: IMF Fiscal Monitor(25.10), 흥국증권 리서치센터

GDP 대비 정부부채 비율

(%)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
EU	83.6	87.2	87.8	88.9	89.7
프랑스	98.1	113.1	116.5	119.6	122.1
독일	58.7	63.5	64.4	66.0	67.8
영국	85.7	101.2	103.4	104.8	105.4
일본	236.4	236.1	229.6	226.8	224.5
중국	59.4	88.3	96.3	102.3	106.3
한국	39.7	49.8	53.4	56.7	58.9
미국	108.8	122.3	125.0	128.7	132.7

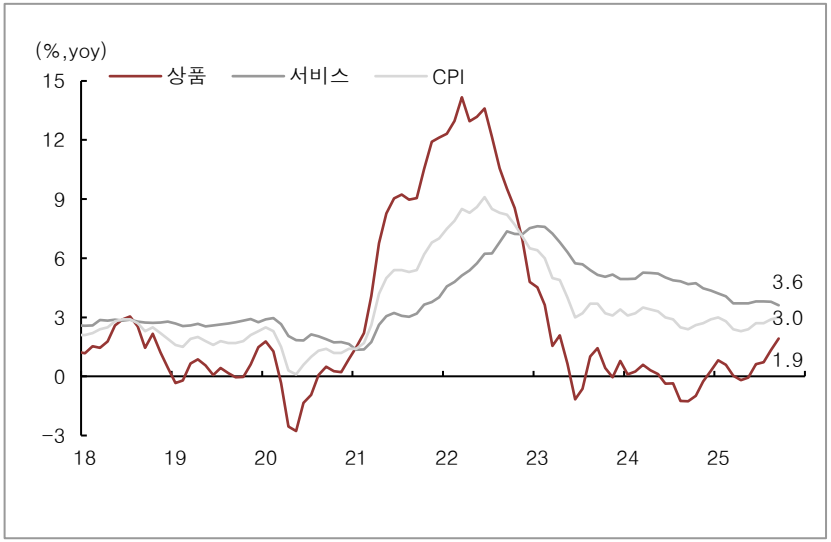
자료: IMF Fiscal Monitor(25.10), 흥국증권 리서치센터

미국 인플레이션은 정책목표를 장기간 상회할 전망

상품물가 상승 vs. 서비스물가 안정 속 CPI상승률 2.9% 내외 횡보 예상

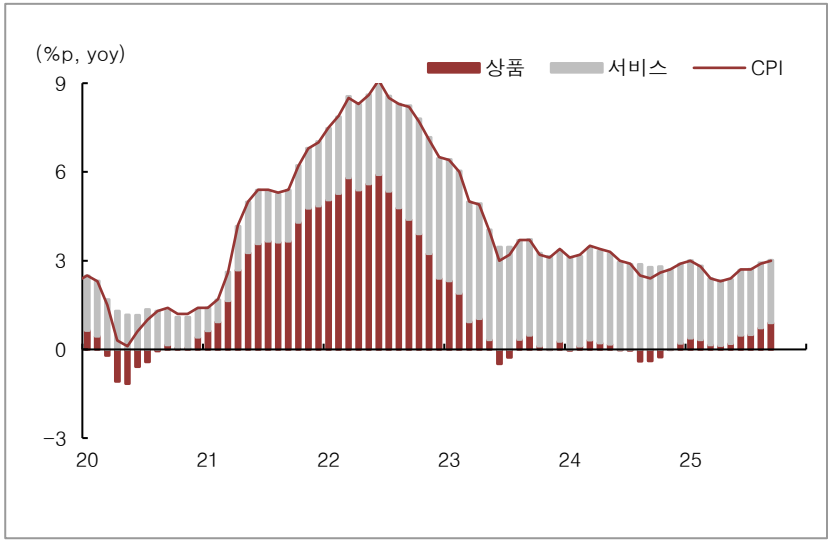
- 관세인상효과는 25년 4분기부터 (수입)상품물가를 중심으로 인플레압력으로 본격 작용할 전망
  - 관세의 물가영향 10% 내외, 소비자 전가율 60% → 80%로 단계적 상승을 전제로 상품물가 상승률을 1.0~1.3%p 제고
  - 다만, 실효관세율 인상폭이 우려에 비해 낮고, 수요둔화 및 재고효과는 물가상승폭을 완화
- 서비스물가는 임금, 주거비 등 오름세가 추세적으로 완만해지면서 전체 소비자물가상승률 오름폭을 제약
- PCE 물가 상승률은 2.6%내외로 정책목표 2%를 장기간 상회할 것으로 예상

소비자물가상승률: 상품 vs. 서비스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

상품 및 서비스물가의 CPI상승 기여도



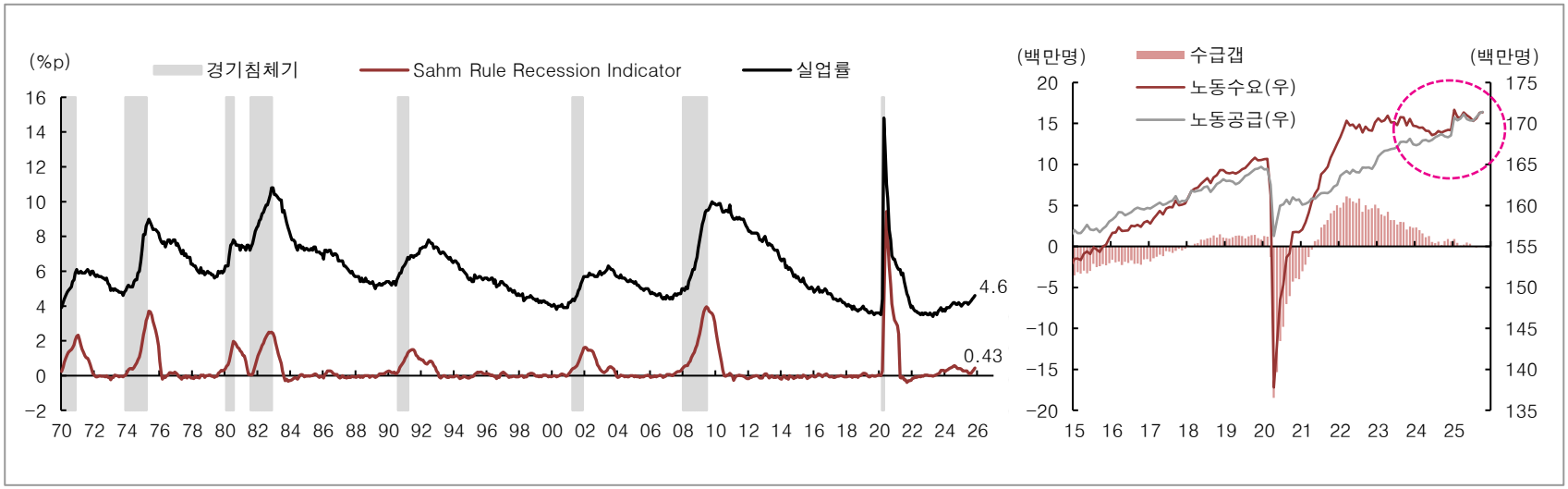
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 고용, 25년 하반기 이후 본격 둔화

수급갭 축소, 고용감소 및 실업률 상승 ⇒ 높은 성장에도 정책대응이 필요한 이유

- 미국 실업률은 역사적으로 낮은 영역에 해당하나 취업자 증가폭 둔화와 더불어 실업률 상승세가 장기화
  - 급격한 공급우위로 전환 가능성 낮으나 노동공급 증가가 수요증가를 상회, 외국인 노동력 감소 등 구조적 변화 영향
  - 노동수급이 수요우위에서 균형수준으로 완화, 임금상승 및 인플레 압력을 약화요인으로 작용할 전망
- 리세션이 아닌 상황에서 이례적으로 실업률이 저점(23.4월 3.4%) 이후 장기간(약 30개월), 1%p 이상 상승세를 지속
  - 실업률이 현수준(4.6%)을 유지하거나 추가 상승하게 되면 '샴의 법칙' 발동

미국 실업률과 노동수급 비교



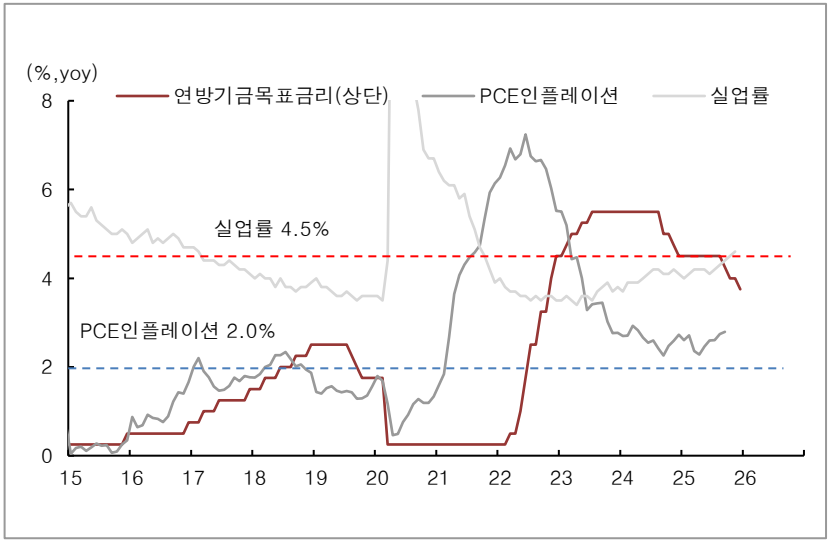
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 금리인하 사이클 지속: 최종금리 3.25% 예상

인플레 높으나 고용둔화 확인됨에 따라 실질금리 조절 필요성 증가

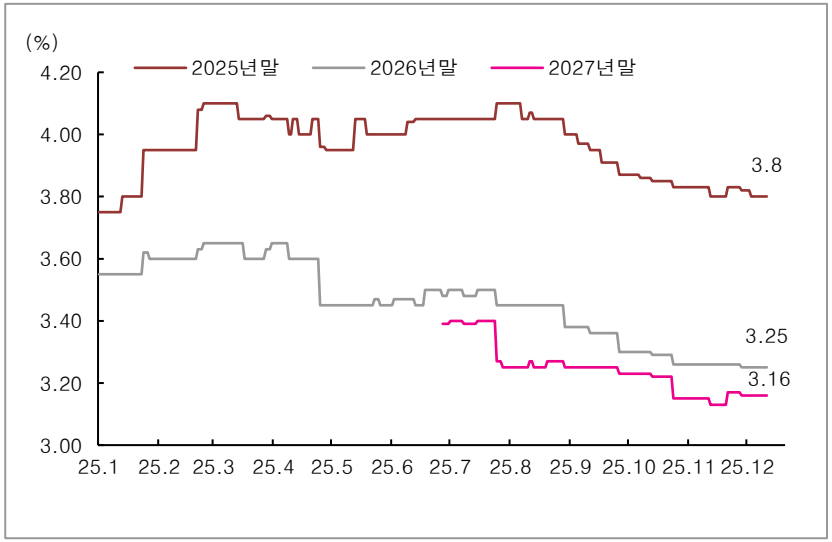
- 미국 경제의 견조한 성장, 정책 불확실성과 인플레이션 상승이 연준 금리인하의 제약요인
- 관세인상에 따른 수입상품 인플레이션에도 불구하고 고용-소득-소비의 동반 둔화가능성이 확인
- 인하속도는 물가 및 고용 시나리오에 연동되겠으나 제약적인 수위를 완화하는 속도의 금리인하 추세는 26년 중 이어질 전망
  - 최종금리(상단기준): 26년말 3.25% (2회 추가 인하) 예상, 컨센서스는 27년까지 인하사이클 연장 가능성을 일부 반영
- 트럼프 행정부의 금리인하 압박 지속되는 가운데 신임 연준의장과 이사회 구성이 정책 성향에 변화를 가져올 가능성

미국 물가, 실업률과 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 기준금리(상단) 컨센서스 변화: 25년말 vs. 26년말 vs. 27년말



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[참고] FOMC SEP

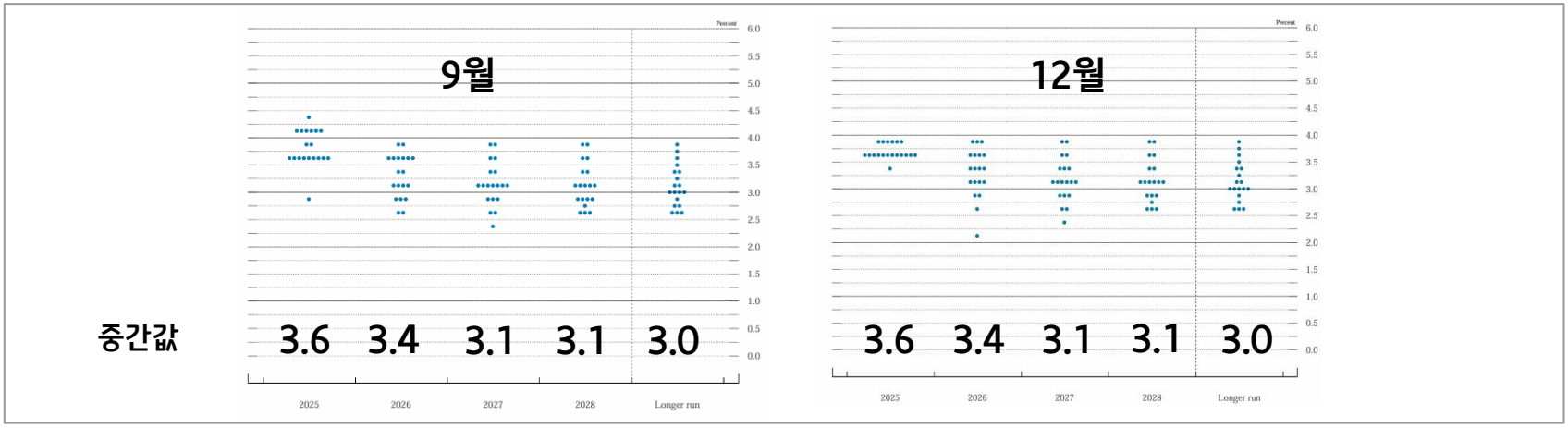
중간값은 유사하나 금리인하로 기울어 있는 FOMC

Summary of Economic Projections

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6–1.8	2.1–2.5	1.9–2.3	1.8–2.1	1.8–2.0	1.5–2.0	2.0–2.6	1.8–2.6	1.7–2.6	1.7–2.5
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4–1.7	1.7–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	1.7–2.0	1.3–2.0	1.5–2.6	1.7–2.7	1.6–2.6	1.7–2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5–4.6	4.3–4.4	4.2–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3	4.4–4.6	4.2–4.6	4.0–4.5	4.0–4.5	3.8–4.5
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4–4.5	4.4–4.5	4.2–4.4	4.0–4.3	4.0–4.3	4.2–4.6	4.0–4.6	4.0–4.5	4.0–4.5	3.8–4.5
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8–2.9	2.3–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0	2.7–2.9	2.2–2.7	2.0–2.3	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9–3.0	2.4–2.7	2.0–2.2	2.0	2.0	2.5–3.2	2.2–2.8	2.0–2.4	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9–3.0	2.4–2.6	2.0–2.2	2.0		2.7–3.1	2.2–2.7	2.0–2.5	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0–3.2	2.5–2.7	2.0–2.2	2.0		2.7–3.4	2.2–2.9	2.0–2.4	2.0–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–3.9	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5	3.4–3.9	2.1–3.9	2.4–3.9	2.6–3.9	2.6–3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–4.1	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5	2.9–4.4	2.6–3.9	2.4–3.9	2.6–3.9	2.6–3.9

적정금리경로에 대한 점도표 변화



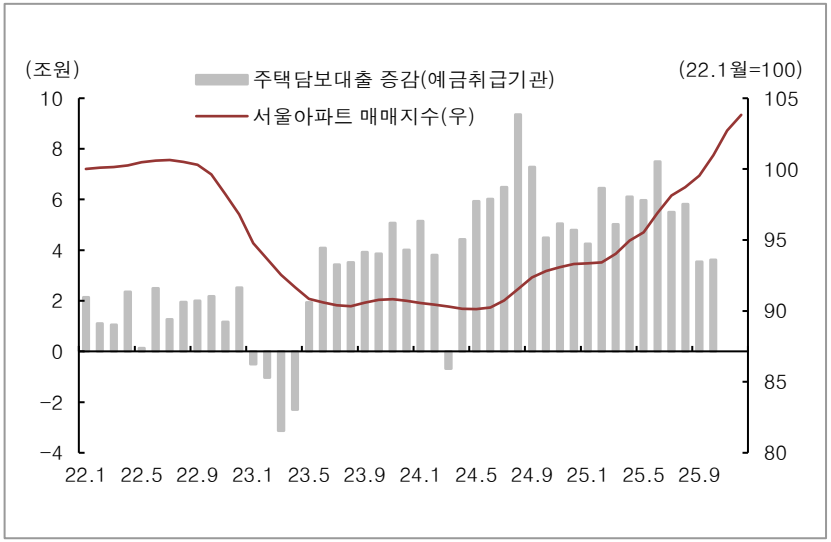
자료: FRB, 흥국증권 리서치센터

한은은 완화기조 유지하나 기준금리는 사실상 동결

재정확대를 지원하는 정책조합은 필요하나 제약이 많은 상황

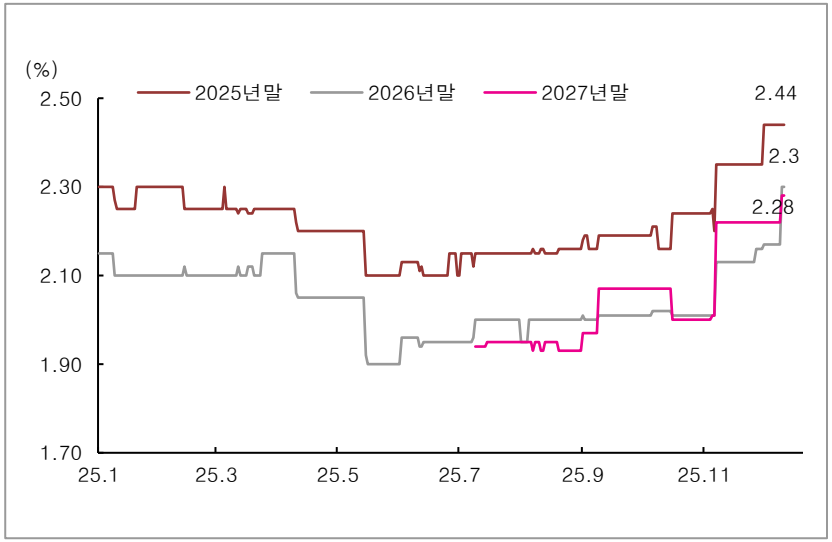
- 국내 경제여건은 민간 최종수요 증가세가 낮은 상황에서 재정확대/통화완화 등 적극적인 정책조합이 여전히 요구되는 상황
- 그러나 금융불균형(부동산, 가계부채) 심화 우려로 사실상 금리인하가 종료되었다는 평가가 확산
  - 대출규제 강화에도 불구하고 수도권 부동산 가격 오름세 지속/ 금융안정 여부가 기준금리 결정에 최우선 고려사안
  - 원달러 상승 부담이 가중되면서 내외금리 역전폭 확대 경계도 지속
  - 금리인하 기대(한은기준금리 최종금리 26년말 2.25% 예상)는 유지, 일부에서는 정책기조의 실질적 전환 가능성까지 제기

주택담보대출 증감과 주택매매가격



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

한은기준금리 컨센서스 변화: 25년말 vs. 26년말 vs. 27년말



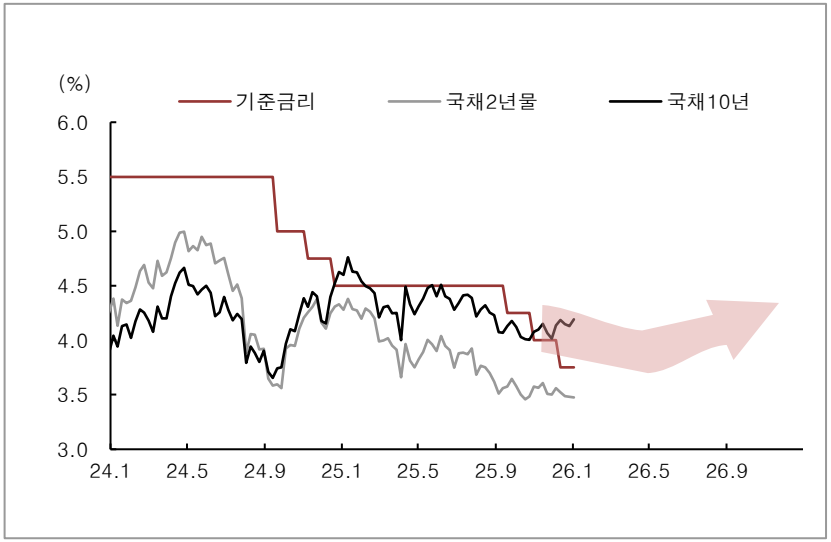
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 장기금리는 하락폭 제한된 상저하고 흐름

금리인하 사이클의 연장 가능성이 금리변동폭을 결정

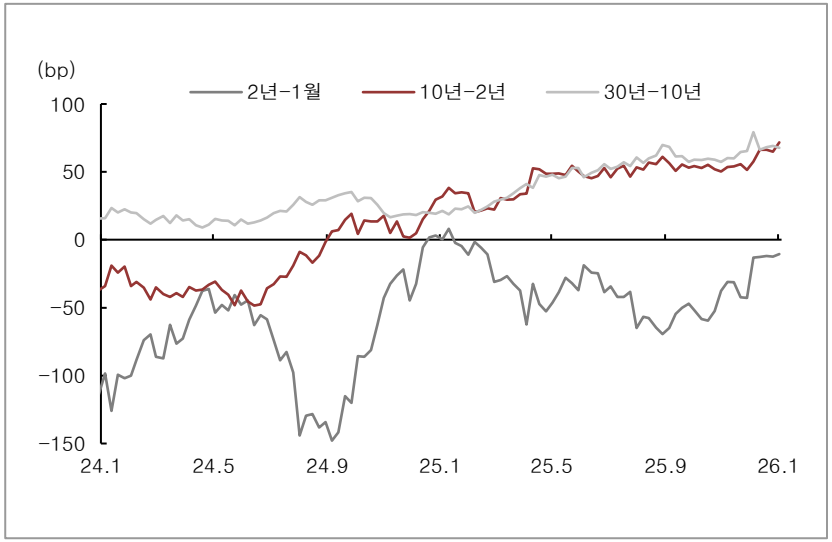
- 통화정책 사이클 후반부 기준금리 대비 장기금리 스프레드 (-)에서 (+)로 전환하면서 금리인하 마무리국면으로 진입
  - 금리인하 초기 국면 기준금리 대비 10년물 스프레드 -100~-150bp → 기준금리 전환기 80~150bp까지 확대 가능성 (현재 45bp)
- 기준금리 최종금리 3.00~3.25% 가정시, 2026년중 10년물 금리 3.9~4.2% 범위에서 상저하고 예상
  - 상반기를 거치면서 금리인하 기대가 추가 하향될 경우, 금리 변동 하단이 낮아질 가능성
- 향후 연준의 정책 방향 관련 불확실성이 여전한 가운데 금리인하 사이클 연장가능성은 장기금리 변동범위를 확대시킬 변수

미국 장단기 금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

장단기 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

국내 장기금리는 완만한 상승흐름

2026년 중 금리 하락압력 약해지고 상승요인이 축적되는 흐름을 예상

– 장단기 금리차(3년-1년) 급격히 확대, 장기금리 흐름은 경기회복과 통화정책 전환 가능성을 반영(장기금리 상승폭 확대)

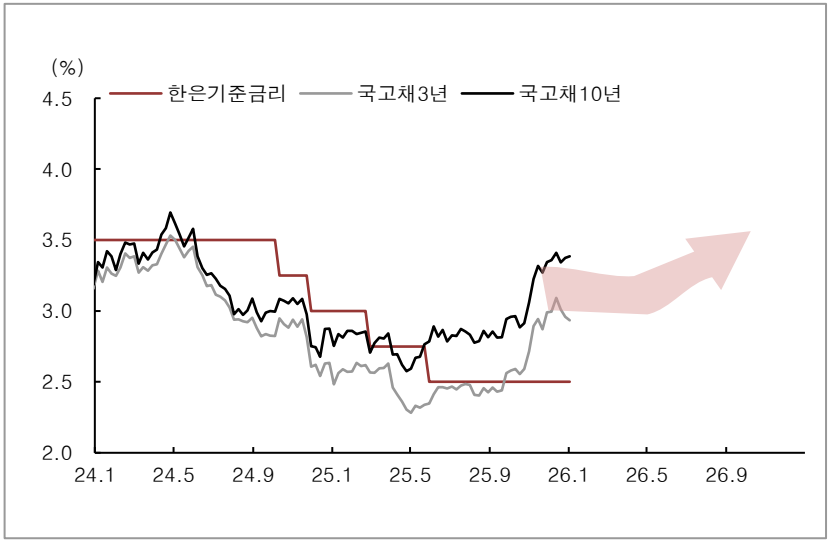
• 금융불균형으로 금리인하여력에 한계, 점진적 경기회복, 재정적자 및 국채 발행 증가 등 장기금리 중심 상승 압력이 점증

– WGBI 편입에 따른 외국인 장기채 수요 유입 가능성은 금리하락요인이나 기본적인 금리흐름은 저점이 높아지는 W자 형태

• 국고채 3년물 금리: 26년중 2.9~3.4% 범위 등락 예상, 높은 변동성 예상

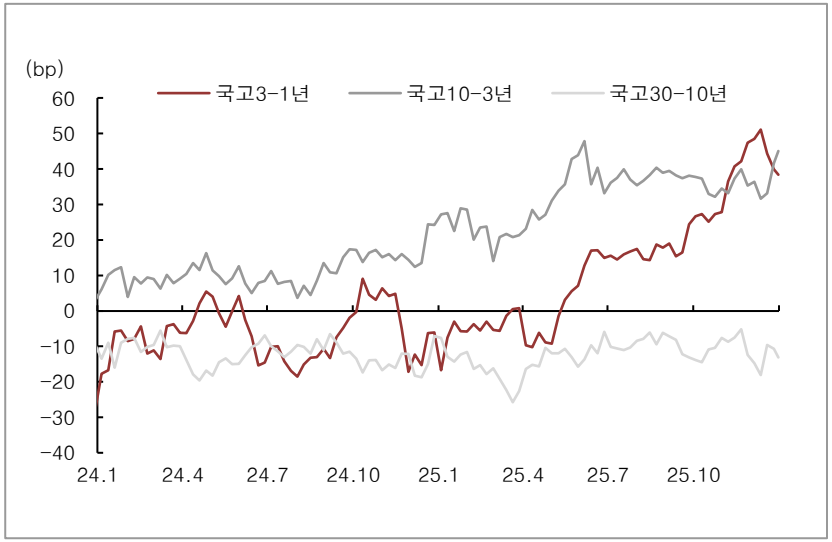
• 국고채 10년물 금리: 26년중 3.3~3.8% 내외 등락. 10-3년 스프레드는 40~50bp 내외로 확대흐름 예상

한은 기준금리와 국고채 수익률 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

장단기 국고채 금리차 추이



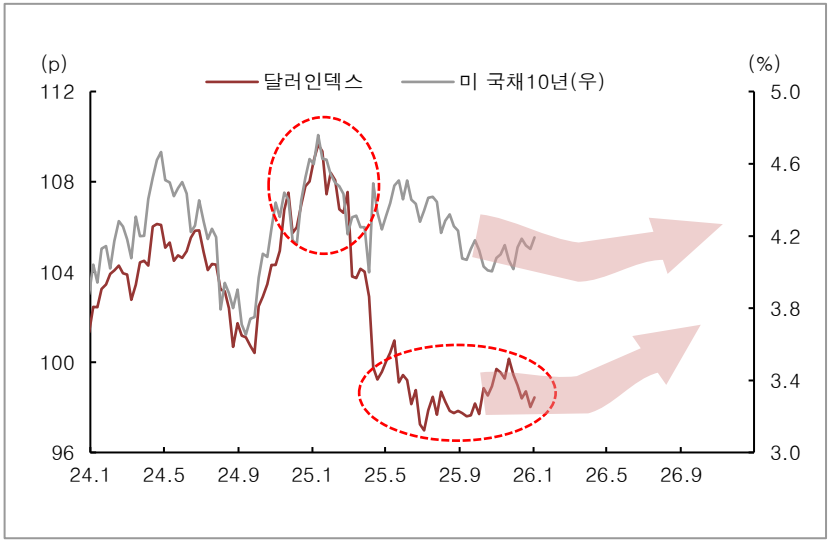
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

달러는 횡보 후 점진적 강세로 전환

달러가치는 초과약세 영역에서 점진적으로 벗어날 전망

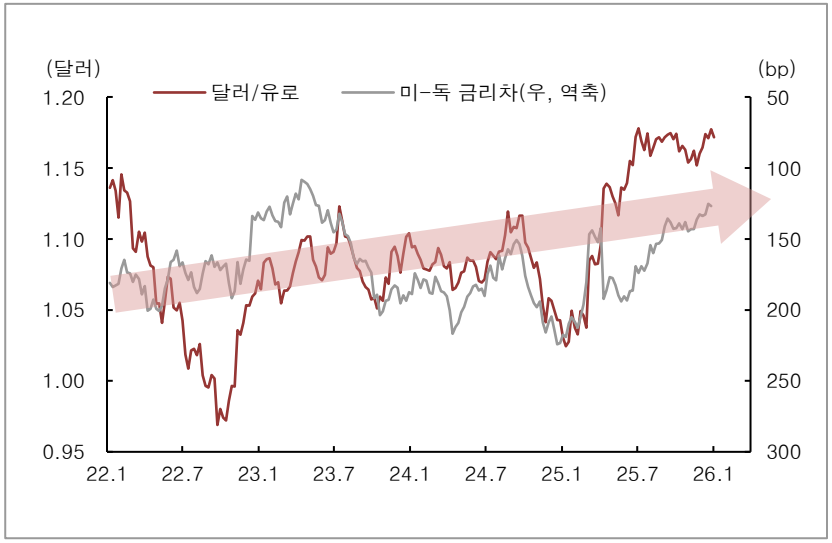
- 상반기 달러약세(기준금리 인하/장기금리 하락), 유로 강세(기준금리 동결/장기금리 상승) 구도 이어질 전망
  - 미국 장기금리와 달러가치의 디커플링 현상은 금리하락과 달러 반등이 전개되면서 재균형 예상(DXY 98~100)
- 하반기 미국 금리인하 사이클 마무리, 장기금리 반등과 더불어 달러가치 상승세로 전환 가능성
  - 미국 경제의 상대적 우위, 유로존 재정 우려 부각, 일본 아베노믹스 재연 가능성 등은 미국과 금리차 축소에도 불구하고 달러화 강세요인으로 작용할 전망

미 국채수익률과 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

달러/유로와 미국-독일 금리차



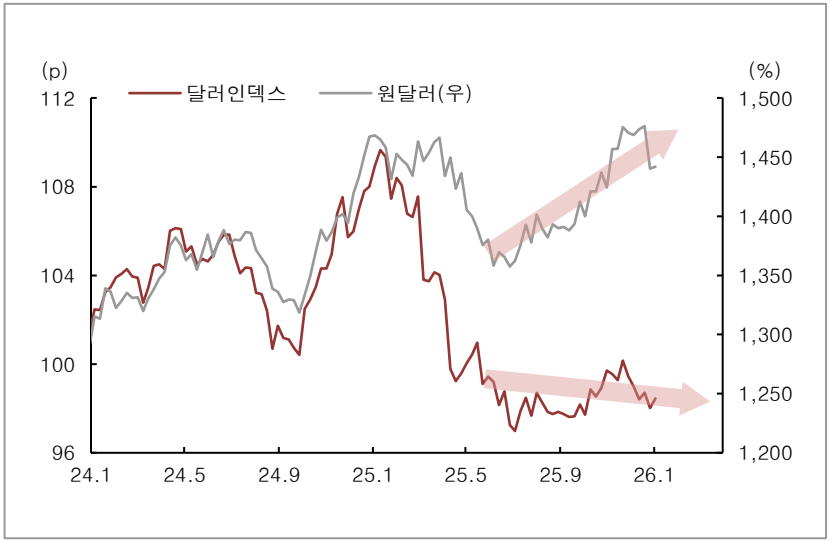
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

달러 약세와 원달러 상승의 불편한 동행

구조적 원화약세 + 달러수급 악화 심화 우려

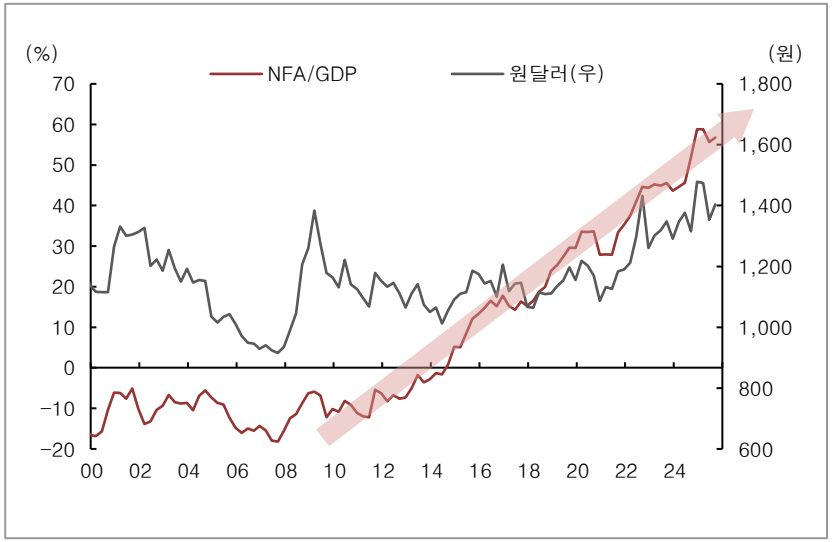
- 2010년대(2015년 순대외채권국 전환) 원달러 환율은 1,100원대에서 안정세를 유지
- 2020년 이후 한국 경제의 구조적 저성장(빠른 고령화), 저금리(저수익), 건전성 악화(부채증가) 등 내재적 원화 약세구조 지속
- 대규모 경상수지 흑자 확대에도 불구하고 3,500억 달러 대미투자 합의, 해외증권투자 확대 등 달러수급 악화 장기화 우려
- 균형환율의 기조적 상향 가능성에도 국내 경기회복, 내외금리차 축소(대미 금리역전 해소) 및 주식 등 국내 자산의 기대수익률 상승 가능성 등 원화 강세요인의 지속성이 관건

달러 인덱스와 원달러



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

GDP 대비 순대외자산(NFA)와 원달러



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

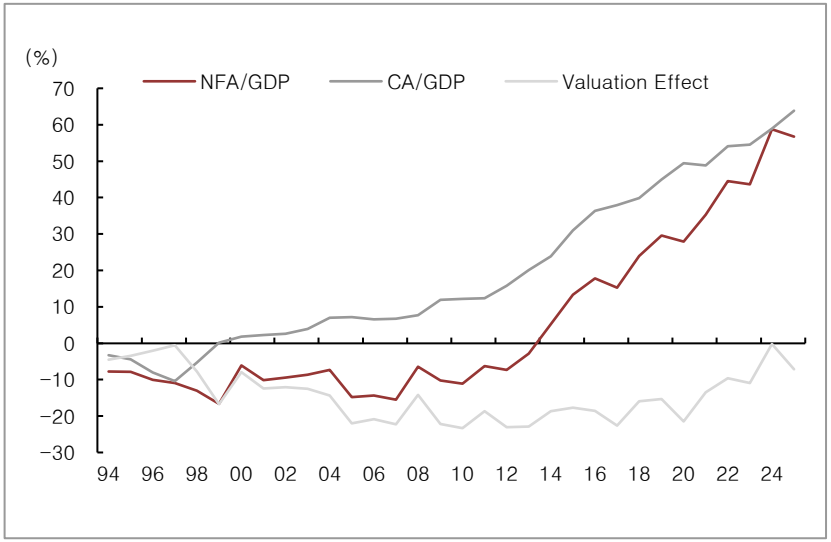
[참고] 순대외자산 구조와 국제비교

대외자산 증가의 양면

순대외자산 변동은 경상수지(Flow)와 환율,자산가격(Valuation) 효과에 의해 결정

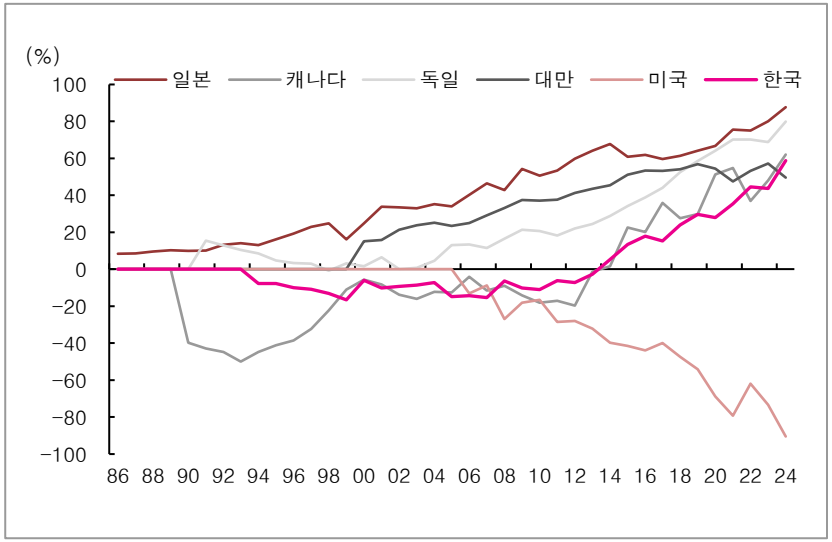
- 상품수지를 중심으로 경상수지가 대규모 흑자를 지속
- 해외자금조달 및 외국인 국내투자(부채) < 내국인의 해외직접투자 및 해외증권투자(자산), 자산구성에 따라 밸류에이션 변동
- 순대외자산(NFA)이 큰 폭 증가: 순대외금융자산 25.3Q현재 1.06조달러, 명목GDP의 56%
  - 2024년말 GDP대비 NFA 비중: 일본 87.7%, 독일 79.7%, 캐나다 62.0%, 한국 58.8%, 대만 49.5%, 미국 -90.6%
- 수출주도형 경제의 자산수익률이 상대적으로 낮은 경우 경상수지 흑자(NFA증가)가 통화강세로 연결되지 못하는 현상

한국의 순대외자산(NFA) 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국의 GDP대비 NFA 비율 비교



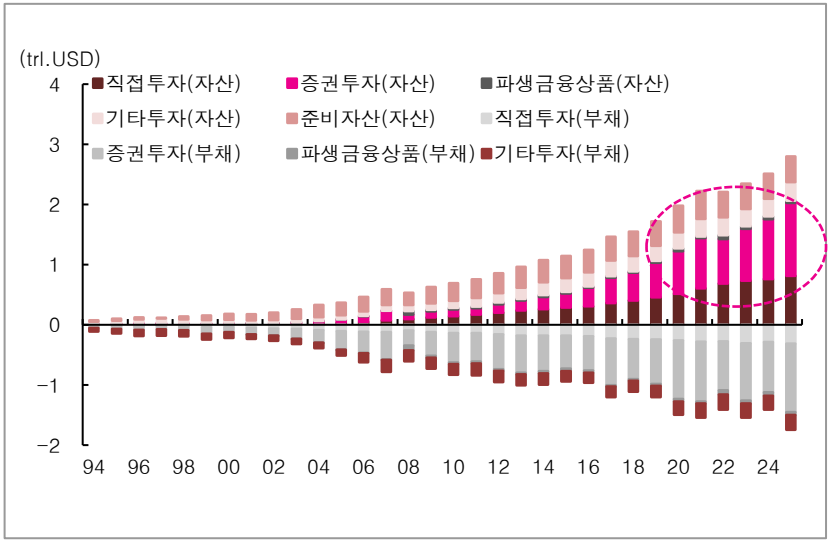
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

경상수지 흑자 확대 불구 금융계정 순유출 증가

경상 및 자본거래를 통한 국내 달러 순공급이 과거에 비해 축소되는 흐름이 강화

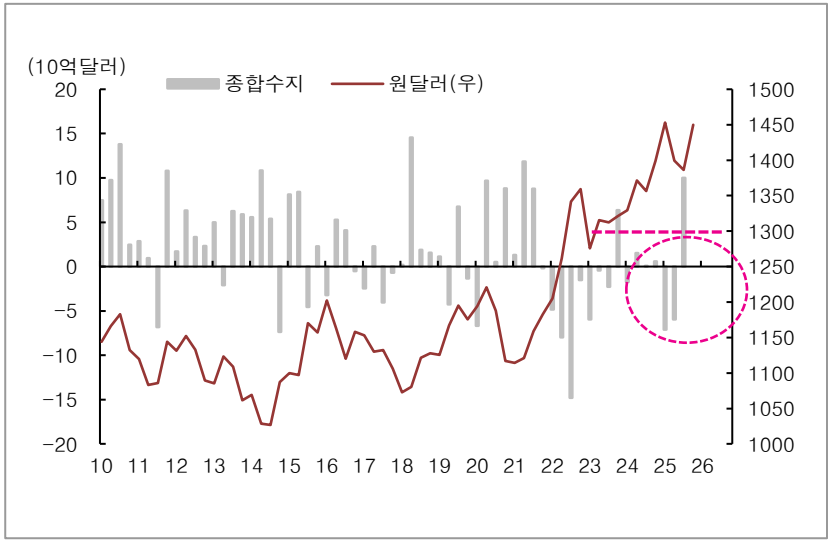
- 경상수지 흑자(달러공급) 확대에도 불구하고 해외증권투자 중심으로 순유출(달러수요)가 가파르게 증가
- 대미 투자 합의 결과, 해외직접투자 및 증권투자 증가에 따라 향후 달러수요 또는 달러유출 가능성에 대한 우려가 단기간 반영
- 국내 달러 수급구조가 상당한 공급초과에서 균형 또는 부족으로 변화, 이에 따라 균형환율 수준이 기조적으로 상향되는 결과
  - 2021년까지는 전반적으로 달러의 공급우위가 유지되었으나 이후 달러 공급대비 수요 초과 및 원달러 상승 기대감이 가세

국제투자대조표(IIP): 자산과 부채의 구성



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

분기별 원달러와 종합수지(=경상+자본금융계정 ≒ 준비자산증감)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

원달러는 점진적 하락, 26년 1,400~1,480원 예상

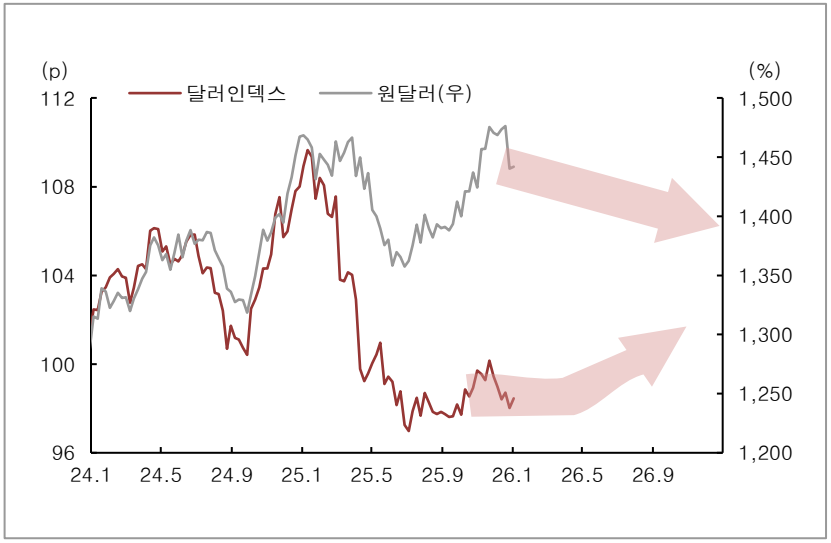
원화 약세기조 이어지나 저평가 영역 내에서 원달러는 완만한 하락 가능성

– 원화 저평가상태 이어지나 균형환율의 기조적 상향 속 고점(25.2H 1,500원 → 26.2H 1,450원) 낮아지는 W자 흐름 예상

- 저성장 등 펀더멘털 요인 약화에 기초한 기저환율이 2010년대 1,150원에서 2020년대 1,300원 내외로 상승
- 25. 9월 이후 대미투자 확대에 따른 우려 반영되며 원달러 100원 내외 단기간 급등 → 국내투자유인 확대로 수급우려는 점진적 완화
- 내외 금리차 역전 등에 따른 자산가격 평가 +100원 수준에서 → 국내자산 기대수익률 개선으로 +50원 내외로 축소

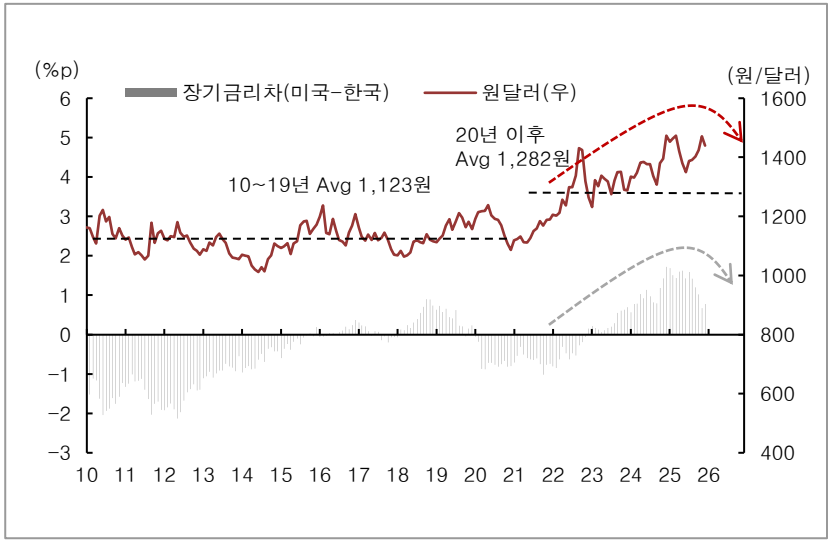
– 원달러 연평균(기말) 환율 전망: 25년 1,422원(1,434.9원) → 26년 1,428원(1,400원)

달러 인덱스와 원달러



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

원달러와 미-한 금리차



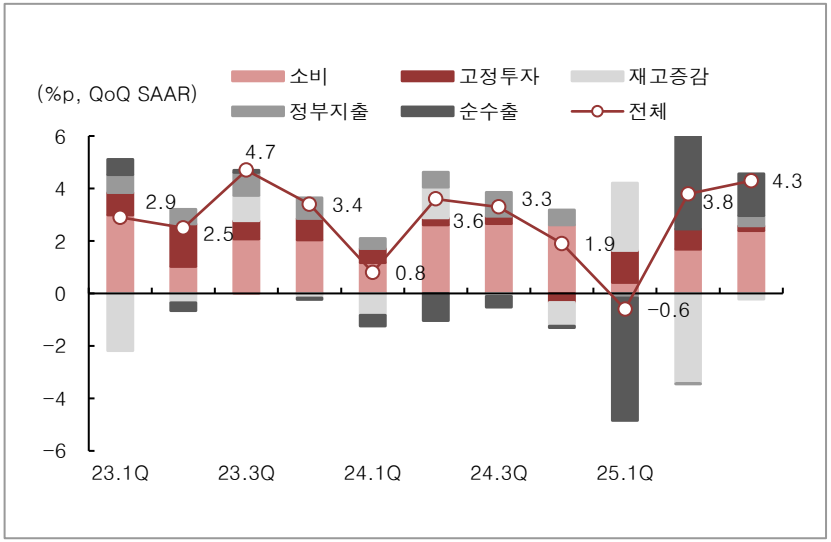
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 GDP성장률, 25년 2.1% → 26년 2.0% 예상

25년 상반기 높은 변동성에 이어 3Q에도 최종수요가 견조한 성장을 지속

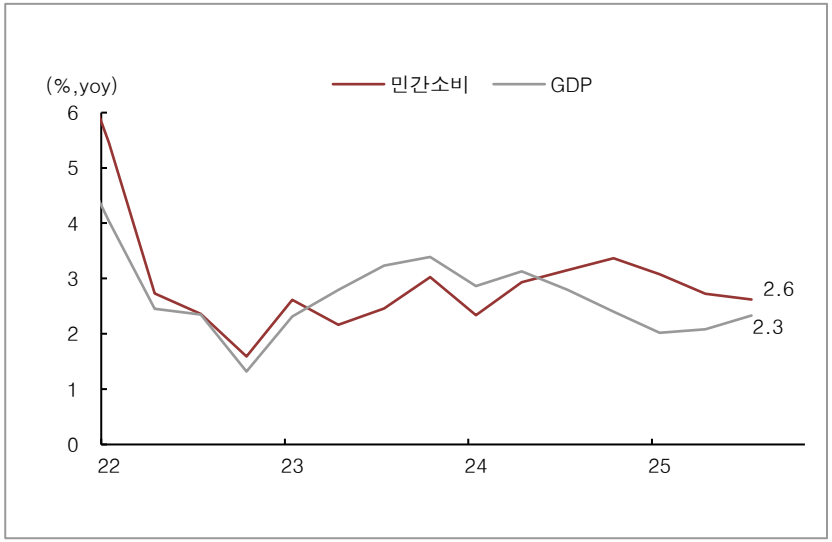
- 민간과 정부, 가계소비와 기업투자, 수출(증가)와 수입(감소)에 의한 성장 확대, 건설투자는 부진
  - GDP성장률(전분기비 연율) 2Q 3.8% → 3Q 4.3%, (전년동기비) 2Q 2.1% → 3Q 2.3% / 잠재성장률 수준
- 소비(고용과 자산효과), 투자(AI사이클과 감세), 순수출(관세인상과 무역적자 감소) 등 성장동력과 여건이 고르게 작동 중
  - 고용과 인플레이션 등 소비여건의 악화 가능성, AI투자 사이클 지속여부, FDI 및 정부 투자 향방, 정책관련 성장 제고요인과 엿다운 영향에 따른 반사적 변동 가능성 등이 향후 성장흐름을 좌우할 것

미국 GDP성장에 대한 부문별 기여도(전분기비 연율)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

GDP성장률과 민간소비 증가율(전년동기비)



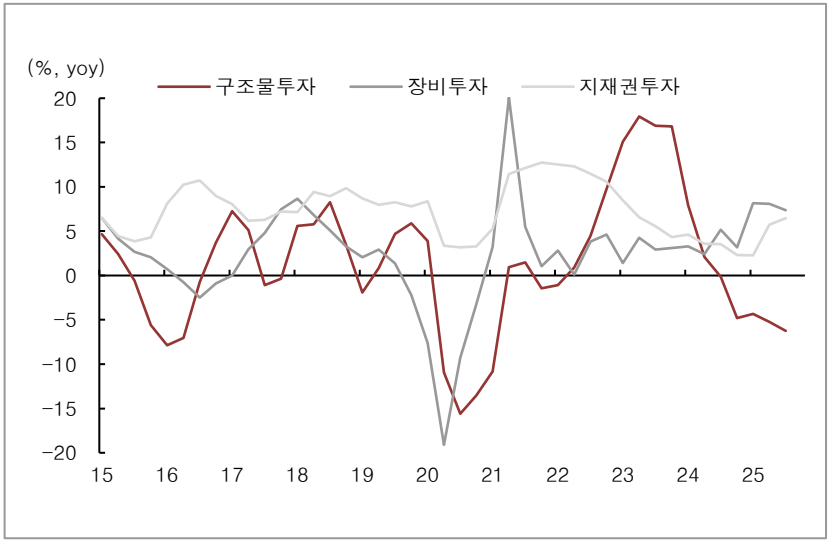
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

기업투자 선순환 vs. 건설투자 부진

기업투자는 증가세를 지속, 주거/비주거 건설투자는 여전한 감소세

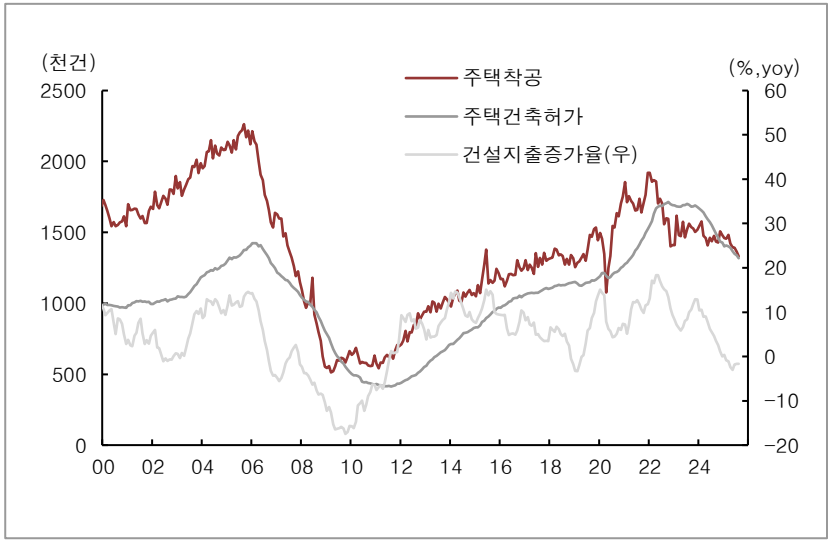
- AI투자 사이클 속 자본재 투자가 증가세를 유지, 확장적인 선순환이 지속
- 비주거 투자가 감소세로 전환한 가운데 저조한 주택경기 반영하여 전반적 건설투자 부진이 지속
  - 2022~23년 중 큰 폭으로 늘었던 데이터센터 등 건물투자 중심의 비주거용 기업투자는 일단락
  - 높은 주택가격과 고금리 등 수요 측 제약이 컸고, 건축비 상승 등으로 공급도 동반 감소하는 악순환
- AI사이클 지속 여부와 인바운드 해외투자 영향, 금리인하 사이클과 우호적인 유동성 여건 지속여부가 관건

미국 기업투자 증가율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

건설투자 관련 지표



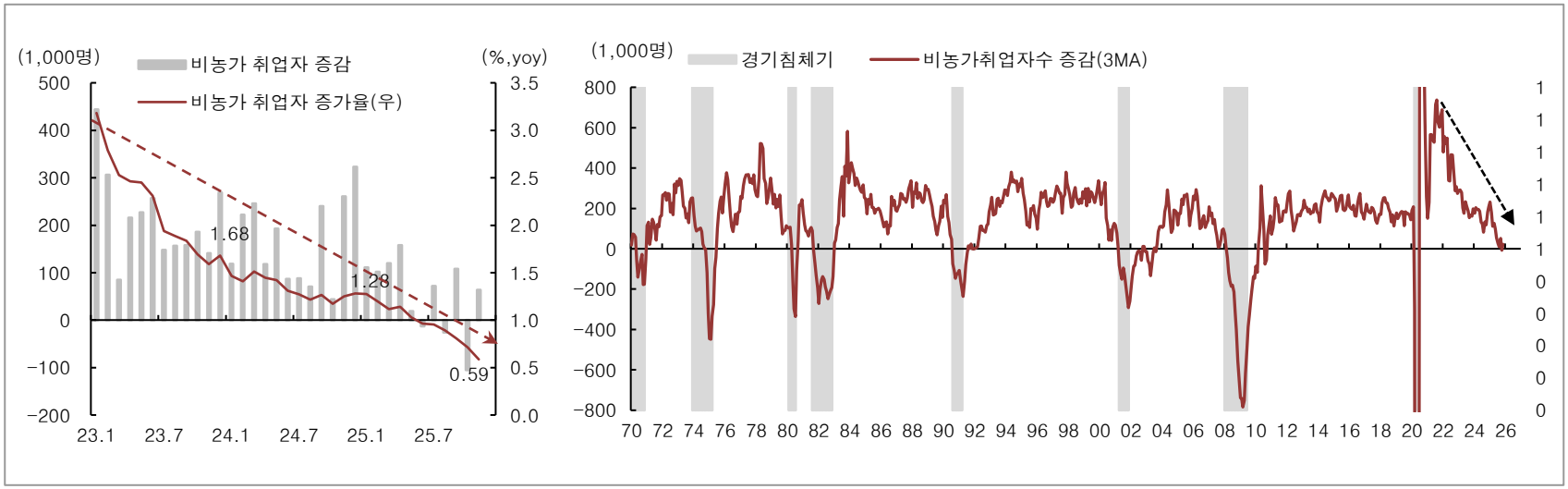
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

고용시장은 확연한 둔화세

고용감소는 가장 분명한 경기침체 신호 ➔ 완만한 성장둔화 속 금리인하 압력으로 작용

- 25년 하반기 들면서 취업자 증가세 둔화가 본격화
  - 월평균 평균 비농가취업자 증가폭: 24년 하반기 17.1만명 → 25년 상반기 8.3만명 → 하반기(7~11월)은 2.3만명
  - 헬스케어, 사회복지 등 민간서비스 고용 견조 vs. 제조업(자동차), 운수창고, 도매업 고용, 정부 고용 감소
  - 교역감소, 연방정부 구조조정(DOGE)과 셧다운 등 구조적 요인과 일회적/일시적 요인 복합, 예정된 복지지출 축소 영향도 관건
- 저 해고, 저 고용 기조 속 고용둔화 추세는 완만하나 장기화될 가능성

미국 비농가취업자 증감과 전년대비 증가율 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

수급 완화는 임금상승률 하락으로 이어질 것

전반적으로 일감 줄고, 노동시간 줄고, 임금상승률도 하향조정 이어질 전망

– AI 업사이클 속 업종간 차별화 진전되는 가운데 경제성장은 정체, 노동력(사람 + 노동시간)에 대한 수요가 약화

• ISM 고용지수 수축국면으로 하락: 제조업 1월 50.3 → 11월 44.0, 서비스업 1월 52.3 → 11월 48.9

• 평균실업기간도 증가: 상반기 22.35주 → 하반기 23.9주 (27주 이상 실업인 경우 장기실업으로 정의)

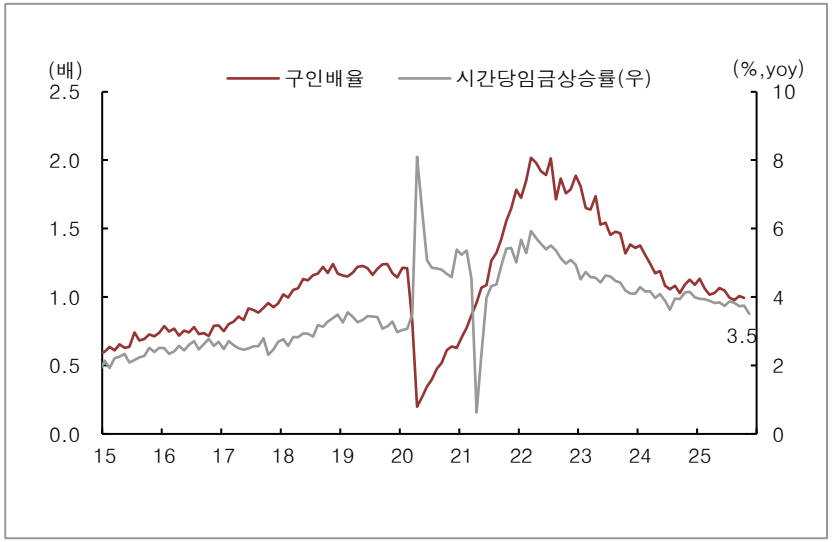
– 노동 수급갭이 수요우위에서 균형수준으로 꾸준히 축소(구인배율 1.0배 수준)되고 시간당 임금상승률도 하락

• 수요와 공급의 동반 감소로 균형 잡힌 위축 양상: 누적된 임금상승에 따른 수요 감소 vs. 이민 감소 등에 따른 공급 위축

공장가동률과 주당평균근로시간

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

구인배율(구인건수/실업자)과 시간당임금상승률



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

고용둔화/물가상승은 실질소득과 구매력 약화로

인플레이션 상황에서 소득 - 소비 사슬은 수축적으로 나타날 것

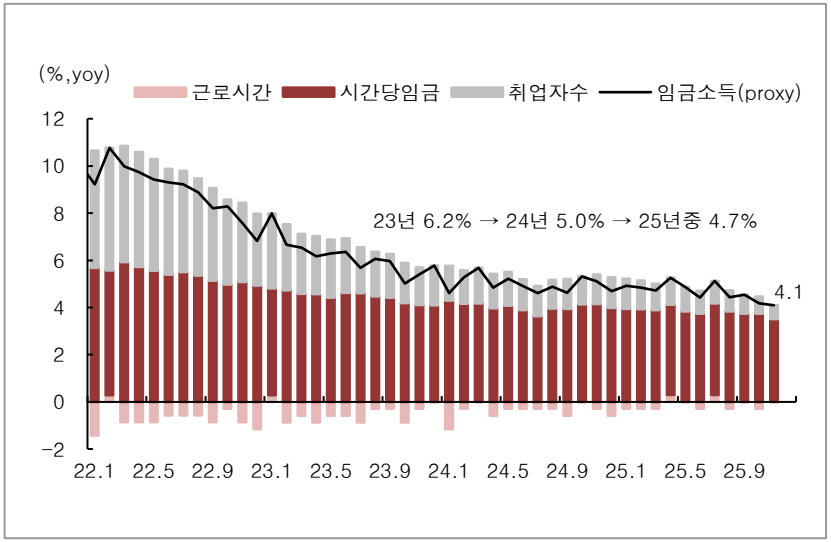
– [취업자 + 근로시간 + 시간당임금] 증가세가 정체와 하락을 반복하는 가운데 경상소득 증가세가 둔화

• 고용 둔화 추세(0.8%yoy), 시간당임금상승률 하락(3.2%), 근로시간 축소(-0.2%) 가정하면 임금소득 증가율은 현재 4%대 중후반에서 3.6% 내외로 둔화 예상 → PCE 인플레이션 2.6% 수준 가정하면, 실질 소득은 1% 내외 증가에 그칠 전망

– 관세인상 등에 따라 인플레이션이 높은 수위를 유지할 경우 실질소득(이전소득 제외), 즉 구매력 증가를 제약

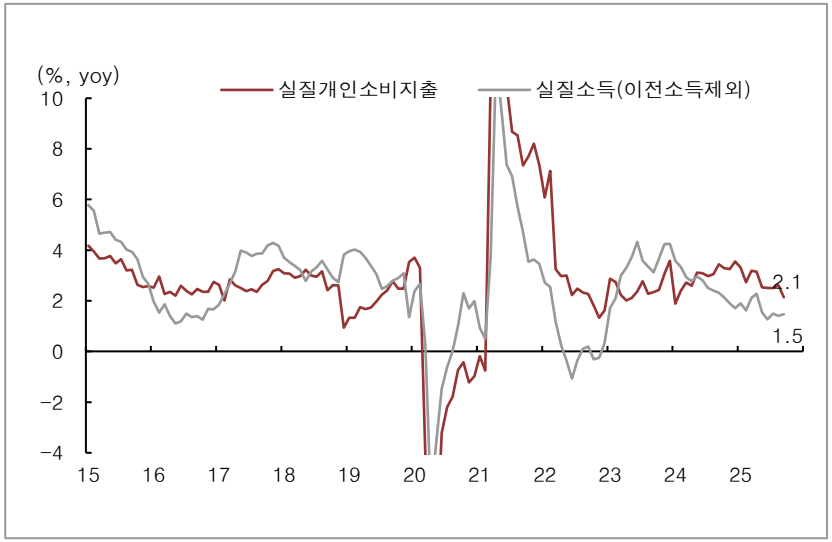
• 미국 실질 개인소비지출은 이전소득을 제외한 실질소득의 98~99% 수준에 해당 ☞ 소득 둔화는 소비 제약으로 직결

임금소득(proxy) 증가율 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

실질 개인소득(이전소득 제외) 증가율과 개인소비증가율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국경제, 변수 많고 성장동력은 약해

국내GDP성장률 2025년 1.0% → 2026년 1.8%로 회복 예상

– 25년 GDP성장률은 하반기 반등에도 불구하고 연간으로는 1%선 저성장

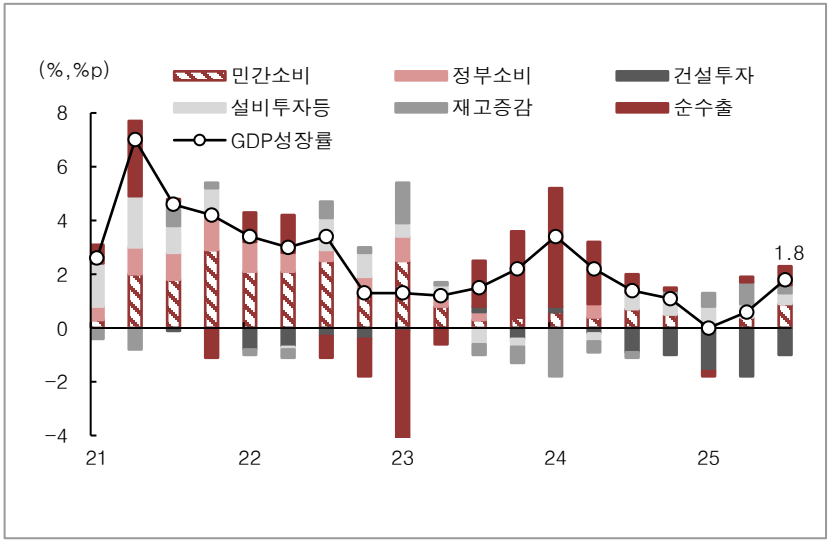
• 우려에 비해 수출이 견조하고 추경편성 등 정책 영향 부분적으로 나타나는 반면 건설투자 감소세 지속

☞ 내수와 수출의 동반 저성장이 이어지나 소비 중심으로 내수부진이 완화되면서 완만한 성장률 반등 예상

– 정부의 확장적인 정책기조는 경제심리 뿐 아니라 실체적으로 국내 경기흐름에 변곡점을 제공할 가능성

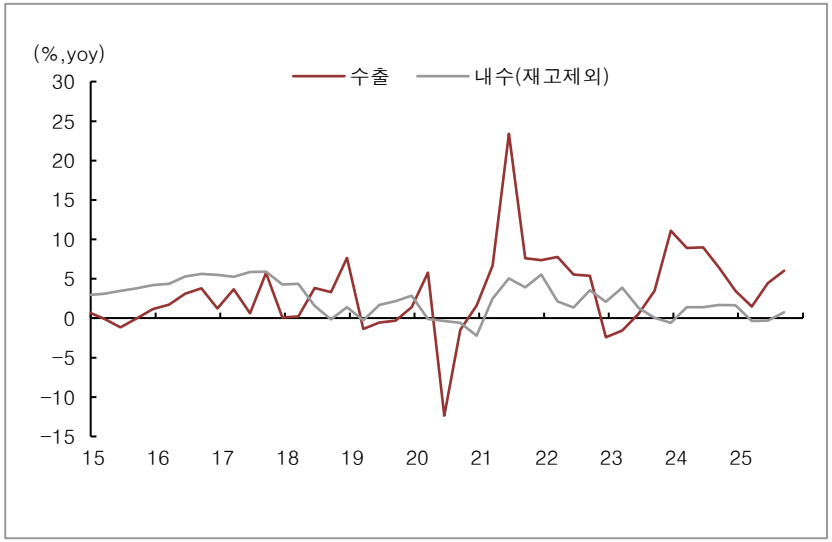
• 25년 하반기 추경편성에 이어 26년 확대 재정 편성으로 정부지출 및 정부 주도 투자 확대를 통해 소비 및 기업투자 유인을 증대

한국 GDP성장률과 부문별 기여도



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

수출과 내수 증가율



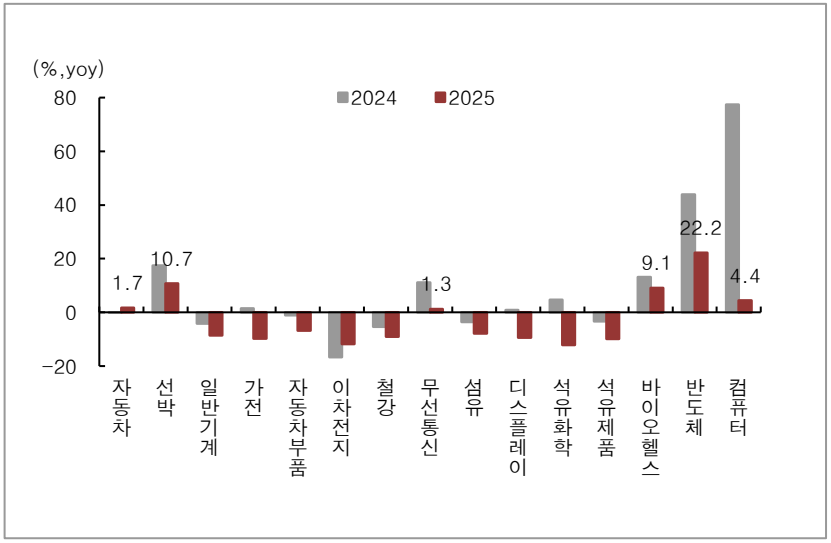
자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

수출은 주력 품목 편중 지속, 지역별로는 확산

글로벌 수요둔화 + 관세인상(대미 수출 감소) + 경쟁력 하락 등 수출여건은 제약적

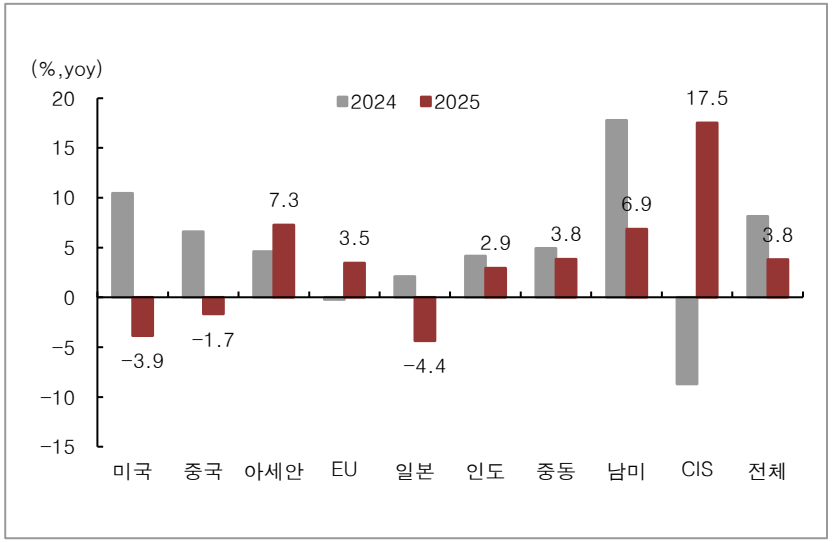
- 반도체 등 IT, 조선, 바이오헬스 등 일부 품목에 편중, 자동차 등으로 수출 증가세 확산 기대
  - 25년 수출증가 품목 및 증가 품목의 증가폭은 24년 대비 축소. 무역수지는 대폭 흑자 지속
- 글로벌 공급망 내 지위(미·중 중심, 자본재·중간재 공급) 변화 없고 경쟁력 우위 축소되는 등 구조적 수출부진요인 지속
  - 약한 글로벌 수요성장, 공급망 분절, 보호주의 영향(대미, 우회수출)에 따라 생산 및 수출구조 변화 필요
- 무역 불확실성 증대로 대G2 수출이 부진했으나 이외지역으로 수출이 견조한 증가세를 나타냄에 따라 관세충격을 선방

주요 품목별 수출증가율



자료: 산업통상부, 흥국증권 리서치센터

지역별 수출증가율



자료: 산업통상부, 흥국증권 리서치센터

반도체 수요증가가 생산, 수출, 투자를 견인

AI 투자 사이클의 긍정적 영향 이어지나 높은 반도체 의존도는 한계

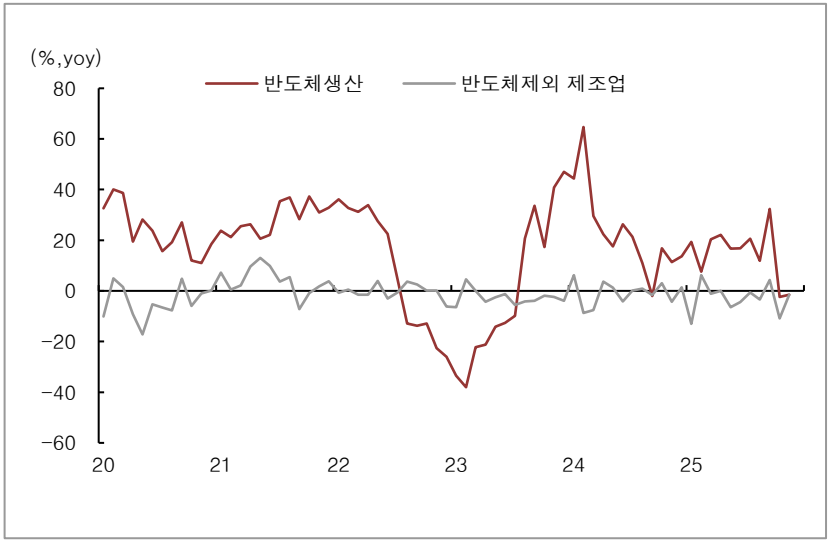
– 반도체는 강한 수요증가와 낮은 재고율을 바탕으로 견조한 증가세를 유지, 전체 제조업 경기를 견인

• AI 사이클 확대 등 글로벌 수요는 반도체 업황에 우호적이나 미·중 갈등 심화, 품목관세 인상 등 국내 반도체 기업들에 대한 도전요인과 불확실성도 잠재

– 반면, 무역합의 이후 조선, 자동차 등 국내 비IT 주력산업의 업황 개선에 대한 기대도 조심스럽게 형성

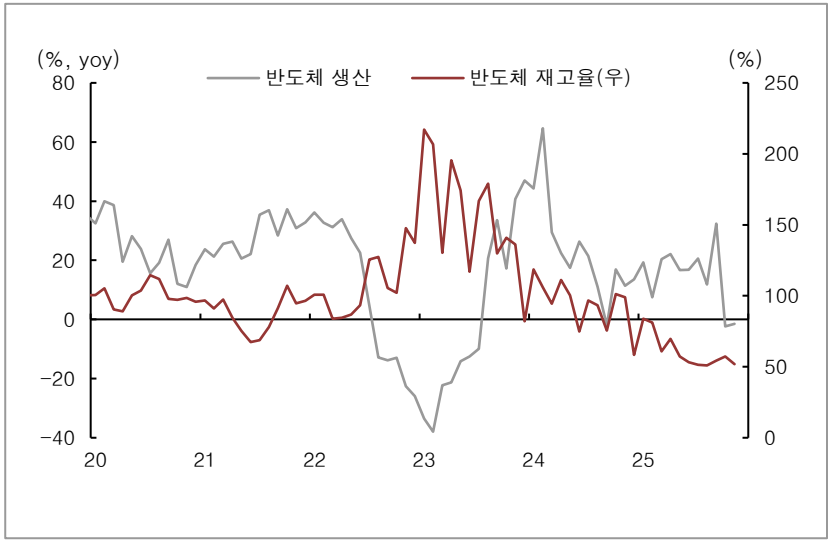
• 품목별 관세, 대미 투자 관련 변동요인 존재하나 불확실성은 점차 완화될 것으로 기대

반도체와 반도체 제외 제조업 생산증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

반도체 생산증가율과 재고율



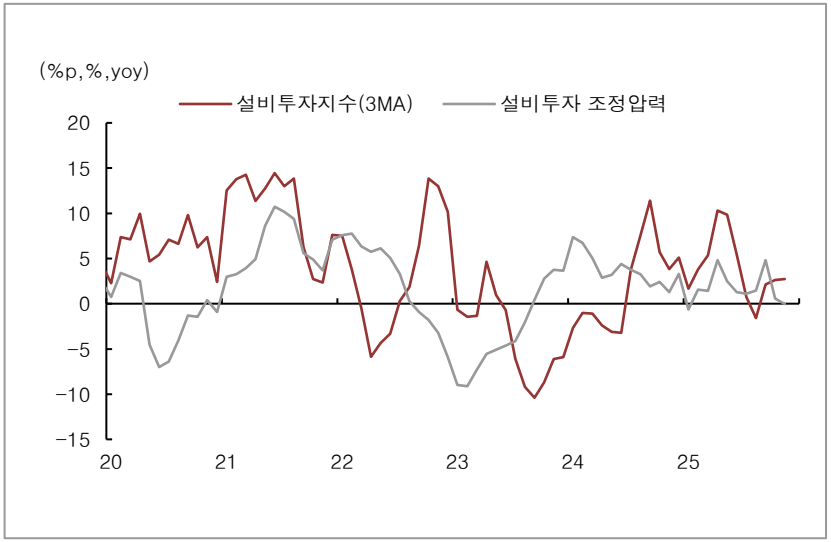
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

설비투자 강하지 않으나 완만한 증가세 기대

수출과 생산이 증가하는 일부 업종에서만 제한적으로 투자유인이 집중

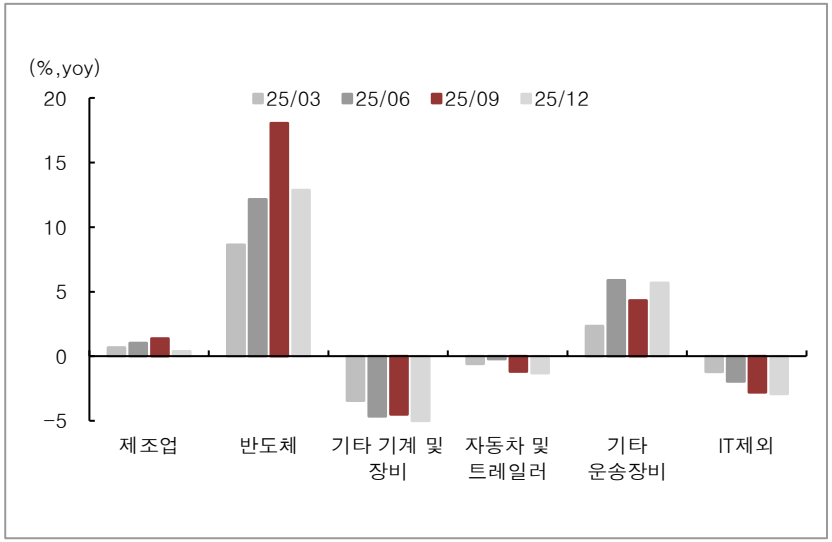
- 생산능력(capa) 확장을 위한 투자수요는 업황이 호조세에 있는 반도체, 조선 등 일부 산업으로 국한
  - 2024년 하반기 이후 설비투자 증가세 전환에도 불구하고 IT를 제외한 대부분의 업종에서 생산능력은 전년동기대비 감소
- AI 등 신성장동력 산업 육성정책에 기반하여 정부 주도로 투자가 늘어날 가능성
  - 생산과 생산능력 증가가 정체되고 대외 산업환경의 불확실성이 커 투자유인이 제한적일 수밖에 없는 상황
  - 국내 산업별 경쟁력 약화와 무역규제 관련된 해외투자 압력 증가는 국내 투자회복의 제약요인

설비투자 조정압력 추이와 설비투자 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

주요 업종별 생산능력 증가율 비교



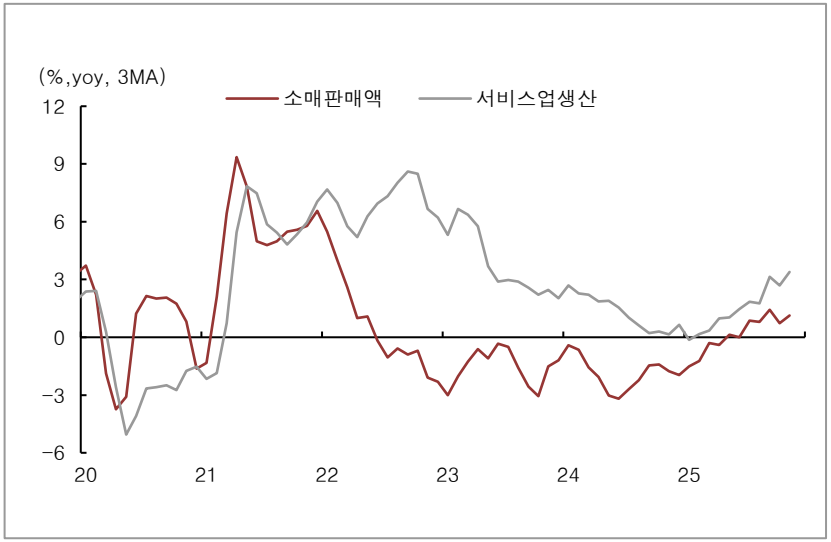
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

민간소비는 점진적 경기회복의 중심

소비심리 개선과 더불어 '정책효과' 이상의 회복여부가 관건

- 인플레이션이 안정화된 가운데 실질소득 증가, 소비 개선 가능성이 높아졌으나 누적된 물가상승은 구매력을 제약
  - 상품소비(내구소비재 중심), 서비스 소비가 동반하여 완만한 증가세에 있으나 정책효과가 상당 폭 기여
- 소비는 부양적인 정책 기조 하에 기대인플레 안정, 소비심리 개선을 바탕으로 내수회복 동력으로 전환될 것으로 기대
  - 소득 및 소비지원 확대에 따른 정책효과는 26년 중 소비증가에 지속적으로 기여할 전망이나 고환율, 물가부담이 변수
- 부동산, 주식 등 자산가격 동향도 (+)효과 기대되나 기본적으로 일자리, 물가안정 및 소득 증가에 대한 신뢰지속성이 필요

소매판매액과 서비스업생산 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

재별 소매판매 증가율

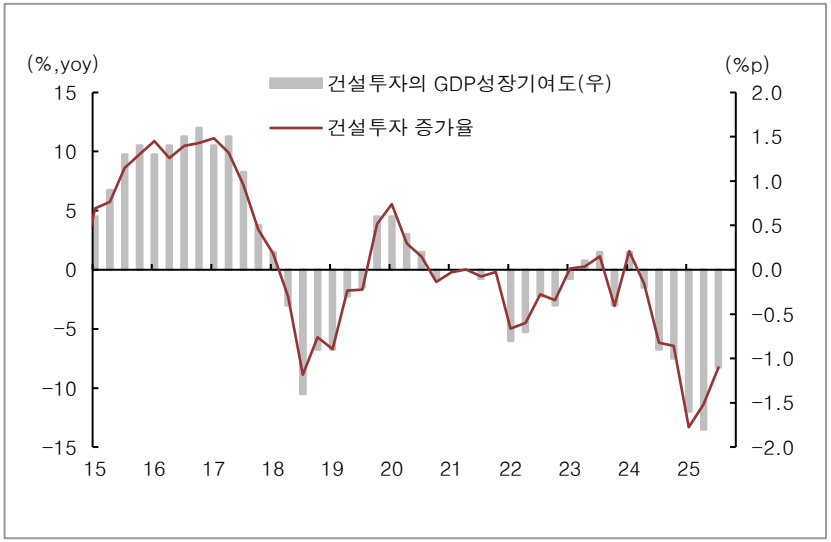
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

건설경기 동향이 중기적으로 성장률 흐름을 좌우

반사적 회복 예상되나 내수진작을 위해서는 보다 적극적인 부양정책이 필요

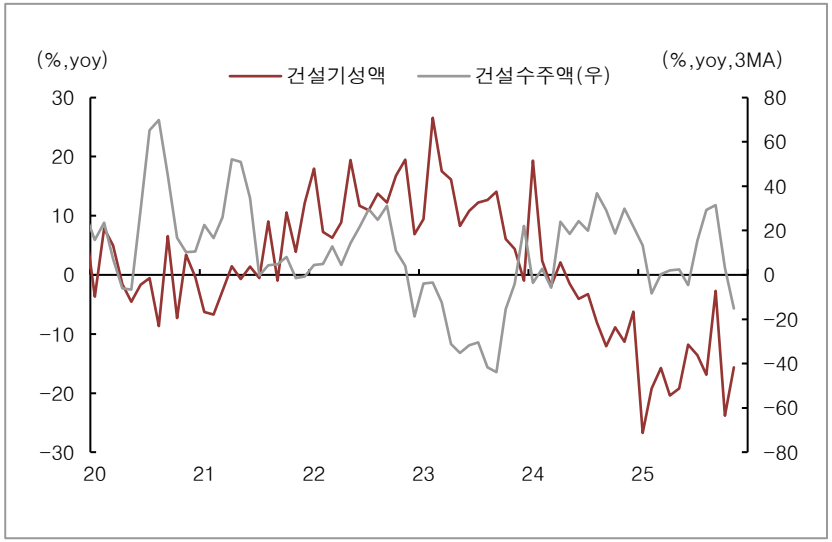
- 건설투자 급감이 내수침체 및 저성장의 주된 배경. 최근 5분기 연속 건설투자의 (-)성장기여도 -1%p를 하회/확대
  - PF시장 위축, 건설비 상승, 미분양 증가 등 수요/공급 요인이 중첩되어 민간/건설 중심으로 부진이 장기/심화
  - 특히, 주택시장은 지역간 불균형이 심화된 가운데 대출규제 등 수도권 수요 억제 대책 강화로 거래 위축 가능성
- 향후 건설경기 부양이 필수적인 정책과제로 채용될 수밖에 없는 상황이나 정상화에는 장기간 걸릴 듯
  - 주택공급 확대 정책, 개발계획에 따라 민간/건설, 공공/토목 공사 확대 기대되나 단기간 회복은 기대난

건설투자 증가율과 GDP성장 기여도



자료: 한국은행, 통계청, 흥국증권 리서치센터

건설수주액과 건설기성액(경상금액)



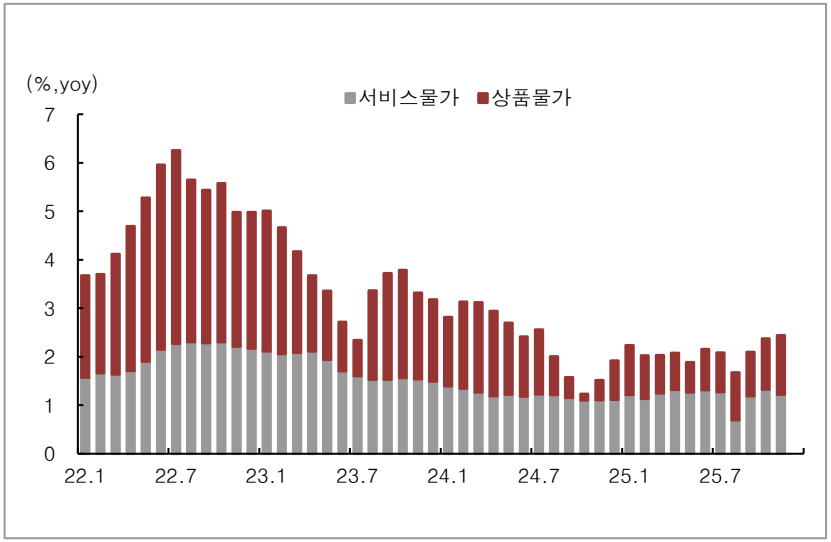
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

소비자물가상승률 2%선 횡보 예상

수요 압력 크지 않은 가운데 서비스물가 및 공급측 물가압력 지속

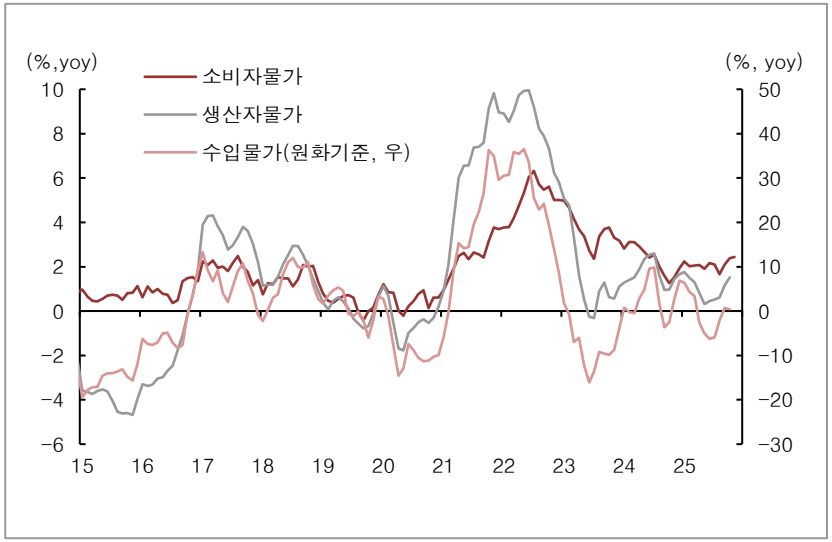
- 25년 하반기 환율상승 영향으로 소비자물가 2.2% 상승. 26년 2.0% 수준으로 안정된 흐름 예상
  - 서비스물가는 누적된 물가상승요인이 하방 경직적(1.2~1.3%p)으로 기여, 상품물가는 좁은 범위의 물가압력이 작용
  - 고령화 등 구조적 디플레요인으로 수요압력 크지 않으나 농축산품, 원유 등 국제상품가격, 환율변동에 의한 수입물가 영향은 지속
- 향후 통화 및 재정확대가 인플레압력으로 나타날 수 있으나 상·하방 요인 균형된 가운데 변동성은 낮을 것으로 판단
  - 미국 관세인상은 글로벌 수요둔화 및 Non US 지역 공급과잉 등 국내 물가에 하방 요인으로 작용

한국 소비자물가 상승률: 상품물가 vs. 서비스물가



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

소비자물가, 생산자물가, 수입물가상승률 추이



자료: 통계청, 한국은행, 흥국증권 리서치센터

HK Macro View(I) – 주요국 성장률 전망

국내 GDP성장률 전망 2025년 1.0%, 2026년 1.8%

- 미국 GDP성장률은 25년 2.1%, 26년 2.0%로 상향
- 국내 소비자물가상승률은 25년 2.1% → 26년 2.0%로 하향 안정될 전망
- 2026년 경제전망(2025.10) 대비 시장금리 및 통화별 환율 전망치 수정

		24E	25E	26E	2024E				2025E				2026E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
경제성장률	국내총생산(YoY,%)	2.0	1.0	1.8	3.4	2.2	1.4	1.1	0.0	0.6	1.8	1.7	2.3	2.0	1.4	1.7
	최종소비	1.4	1.7	2.1	0.8	1.3	1.8	1.6	1.0	1.4	2.2	2.1	2.4	2.2	1.8	1.8
	민간소비	1.1	1.3	1.8	1.1	0.7	1.3	1.1	0.6	0.9	1.9	1.8	2.1	2.0	1.6	1.6
	총고정자본형성	-0.8	-2.5	2.6	0.6	-1.2	-1.1	-1.2	-3.8	-4.1	-2.1	-0.1	1.9	1.8	2.5	2.2
	건설투자	-3.3	-8.8	2.0	1.6	-1.2	-6.2	-6.4	-13.3	-11.4	-7.5	-3.0	0.0	1.0	1.5	1.8
	설비투자	1.7	2.9	2.2	-2.2	-2.5	6.6	5.3	5.8	3.4	1.0	1.2	1.5	1.8	2.5	2.6
	총수출	6.8	4.2	3.0	8.9	9.0	6.4	3.5	1.5	4.5	6.6	4.0	4.5	3.0	2.0	2.5
	총수입	2.5	3.6	2.8	-0.7	3.3	4.6	2.9	2.1	4.5	5.4	2.5	3.6	2.5	2.2	3.0
주요국성장률	미국(QoQ,연율,%)	2.8	2.1	2.0	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	4.3	1.2	1.2	2.0	2.0	1.8
	일본(QoQ,연율,%)	-0.2	1.2	0.8	-2.1	1.0	2.7	1.4	1.5	2.1	-2.3	1.2	0.8	1.0	1.6	1.6
	유로존(QoQ,%)	0.8	1.4	1.0	0.3	0.2	0.4	0.4	0.6	0.1	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
	중국(YoY,%)	5.0	5.0	4.3	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2	4.8	4.4	4.5	4.4	4.0	4.2

주: 음영부분이 전망치(2026.01.05 현재)
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터 전망

HK Macro View(II) – 대외거래, 물가, 금융시장

		24	25E	26E	2024				2025E				2026E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
대외거래	수출(통관기준, 억달러)	6,836	7,035	7,293	1,633	1,715	1,736	1,751	1,595	1,752	1,849	1,839	1,698	1,813	1,895	1,887
	증감률(yoy,%)	8.1	2.9	3.7	8.0	10.1	10.5	4.2	-2.3	2.1	6.5	5.0	6.4	3.5	2.5	2.6
	수입(통관기준, 억달러)	6,318	6,312	6,528	1,548	1,570	1,600	1,599	1,526	1,543	1,624	1,618	1,595	1,605	1,670	1,659
	증감률(yoy,%)	-1.7	-0.1	3.4	-10.9	-1.4	6.2	0.9	-1.4	-1.8	1.5	1.2	4.5	4.0	2.8	2.5
	무역수지(억달러)	518	724	765	85	145	136	152	69	209	225	221	102	209	226	228
	경상수지(억달러)	990	1,128	1,000	165	237	271	318	193	301	334	300	180	270	300	250
물가	소비자물가(YoY, %)	2.3	2.1	2.0	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
금리	연방기금금리(%, 상단/기말)	4.50	3.75	3.25	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
	한은기준금리(%, 기말)	3.00	2.50	2.25	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25
	국고채(3년,%,기간평균)	3.11	2.57	3.21	3.31	3.38	2.97	2.78	2.59	2.39	2.45	2.84	3.10	3.20	3.25	3.30
	회사채(AA-,%,기간평균)	3.68	3.09	3.69	4.00	3.86	3.47	3.38	3.20	2.96	2.93	3.29	3.60	3.70	3.70	3.75
	미 국채 10년(%,기간평균)	4.21	4.29	3.96	4.15	4.45	3.95	4.28	4.45	4.36	4.25	4.09	4.05	3.95	3.90	3.95
	국고채 10년(%,기간평균)	3.22	2.89	3.52	3.39	3.48	3.07	2.95	2.82	2.73	2.84	3.20	3.42	3.50	3.55	3.60
환율	원/달러(원, 기간평균)	1,364	1,423	1,428	1,330	1,371	1,356	1,400	1,453	1,401	1,387	1,452	1,445	1,435	1,420	1,410
	원/달러(원, 기말)	1,477	1,435	1,400	1,347	1,377	1,315	1,477	1,474	1,355	1,405	1,435	1,440	1,425	1,415	1,400
	엔/달러(엔, 기간평균)	151.5	149.6	153.3	148.5	155.9	149.0	152.5	152.4	144.5	147.5	154.1	155.0	154.0	152.0	152.0
	달러/유로(달러, 기간평균)	1.08	1.13	1.16	1.09	1.08	1.10	1.07	1.05	1.13	1.17	1.16	1.17	1.17	1.16	1.16
	위안/달러(위안, 기간평균)	7.20	7.19	6.97	7.19	7.24	7.17	7.19	7.27	7.23	7.16	7.09	6.98	6.97	6.96	6.96
유가	국제유가(WTI, $/bl, 평균)	75.8	64.8	57.5	76.9	80.7	75.3	70.3	71.4	63.7	65.0	59.1	58.0	58.0	57.0	57.0

주: 음영부분이 전망치(2026.01.05 현재)
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터 전망

Thank you

http://www.heungkuksec.co.kr

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3600
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3629