2026. 1. 6 (화)

# Macro Preview와 Core View (2026년 1월)

**경제분석**
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

- 미국 주도 AI붐은 미국 GDP와 한국 수출에 훈풍을 불어넣고 있음
- 미국 내 관세 충격은 실재하지만, 일부 재화 인플레와 노동시장에 국한되는 모습
- 일본 인플레 장기화 가능성 및 Hawkish BOJ 선회 개연성 상시 유의 필요
- 한국 경제전망 상향(2026년 2.2%) 및 환율 전망(26년 말 1,420원) 변경

## 미국 경기확장의 양면성; 한국 수출은 글로벌 AI붐의 산물

미국발 관세 압력에도 불구하고 9월 이후 한국 수출은 4개월째 서프라이즈를 내고 있다. 반도체 호황에서 비롯된 것으로, 6개월 연속으로 시장 기대를 상회했던 2016년 말~2017년 초를 방불케 한다. 이는 AI 투자 붐에 따른 것이며, 지역을 불문한 수요 확대로 귀결되고 있다. 반도체 수요 급증의 중심에 있는 미국 경제는 AI 붐 덕분에 선방하고 있다. 3분기 GDP가 전분기대비 연율 기준 4.3%, 민간 내수가 3.0% 성장하며 경기 모멘텀이 개선되고 있음을 보여 줄 정도이다.

반면, AI라는 장막을 걷어내면 전반적 경기확장이라 보기 어려운 곳이 또한 미국이다. 제조업 설비투자 모멘텀은 부재(ISM 제조업 50 하회 상태)하며, 고용은 5월 이후 증가와 감소를 반복하고 있다. 관세 충격이 일부 재화 인플레이션과 노동시장에 실재한다는 뜻이며, 이러한 양상이 미국 12월 고용과 CPI를 통해 확인될 것이다. 1월 FOMC는 실업률 상승 질문에 주목해야 할 것이다.

## 일본 인플레 유발 요인들은 차고 넘친다: 언제든 매파적 BOJ가 될 수 있음

미국 못지 않게 향후 주목해야 하는 지역은 일본이다. 일본은행 12월 인상의 배경은 최근 엔화 약세에 더해 1) 미국 관세 충격의 하방 위험 제한적, 2) 양호한 기업 이익의 임금 인상 정당화, 3) 중기적인 임금발 인플레 위험 때문이다. 여기에 한 가지를 추가해야 할 듯 하다. 바로 다카이치 내각의 확장 재정 편성이다. 일본 경제가 잠재성장률을 상회하는 성장세를 시현하는 가운데, 추경과 확장 재정 고수는 경기를 과열로 보내며 수요측 인플레이션을 더욱 유발할 요인이기 때문이다.

일본은행은 1월 회의에서는 금리를 동결할 것이다. 다만 엔화 약세와 제반 여건의 변화로 경제와 물가전망이 상향 조정될 경우 Hawkish한 BOJ로 읽힐 가능성이 있다. 우리는 BOJ가 올해 중 6개월에 한 번 꼴로 금리인상을 할 것으로 예상하지만, 쌀 가격 안정 이후에도 인플레가 고공행진할 징후들이 많아질 경우 일시적으로라도 인상 페이스를 빨리 가져 갈 가능성도 고려해야 할 것으로 보인다.

## Macro event preview (2026년 1월)

- 미국 노동시장 slowdown 지속. 당분간 비농업 취업자수 5만 명 내외가 new normal. 물가압력은 재화에 국한될 것이나 12월에는 그 마저도 미미할 수 있음

- 한국 수출 호조에 따라 경제전망 상향 조정(2025년 1.1%, 2026년 2.2%). 이는 한국은행 경제전망(1.0%, 1.8%)을 상회. 추가 금리인하가 불필요한 환경일 뿐, 인상을 논할 단계는 아님. 다만 고환율發 인플레 압력을 한은이 예의 주시하고 있어, 기준금리에 민감한 국고 3년은 달러/원에 당분간 연동될 가능성이 높음

표1 **12월 주요 매크로 이벤트**

| 날짜 | 이벤트 | | 포인트 |
|---|---|---|---|
| 1월 1일 | 한국 12월 수출(기발표) | | ▪ 전년대비 +13.4% 증가하며 전월(8.4%) 및 컨센서스(8.3%)를 크게 상회<br>▪ 반도체(+43.2% YoY) 수출 고성장하며 4개월 연속 서프라이즈를 견인하였음 |
| 1월 중 | 일본 예산안 심의 | | ▪ 내각이 발표한 FY26('26.4~27.3월) 예산안(122.3조엔 vs FY25 115.2조엔) 중의원 심의 예정<br>▪ 추경 필두로 확장재정 이어짐은 경기 boosting 요인이나, 다른 한편에서 BOJ 대응 강화 유발 요인 |
| 1월 6-9일 | CES 2026 | ★ | ▪ 피지컬 AI 중심으로 로보틱스/모빌리티 관련 기업 참여<br>▪ 특히 중국 휴머노이드 기업 발표/주가 주목 |
| 1월 6일 | 미국 12월 ISM 제조업지수 | | ▪ 컨센서스 48.4와 전월치 48.2 하회하는 47.8 내외 예상<br>▪ 신규주문/고객재고 하락하였고, 12월 지역 연은 서베이도 11월 대비 업황 위축 심화를 시사 |
| 1월 7일 | 미국 12월 ADP 민간고용 | | ▪ +4만 명 내외로 컨센서스(+5만) 하회 전망. 12월 6일주까지 4주간 평균 1.15만 명 증가.<br>▪ 연말 휴가 시즌 감안시 이보다 숫자가 내려올 것 |
| 1월 8일 | 미국 11월 구인건수 | | ▪ 구인건수 증가할 것이라는 컨센서스(10월 767→11월 773만)와 달리 당사는 감소(741만) 예상<br>▪ BLS 구인건수는 Indeed.com Job Posting Index를 중심으로 움직임. 9~10월은 오버슈팅 구간이었음 |
| 1월 9일 | 중국 12월 물가지수 | | ▪ PMI 가격지수 흐름을 고려시, 12월 PPI는 -1.9%, Core CPI는 +0.6% 예상<br>▪ 하반기 들어 원자재 구입가격이 반등하면서 제조업 디플레 압력이 천천히 완화되는 과정 |
| 1월 9일 | 미국 12월 고용동향 | ★ | ▪ DOGE발 대량해고 영향은 10월에 일단락. 지방정부 중심으로 정부 고용은 점진적 증가<br>▪ 민간고용 4만 명 내외 고려시 비농업 고용 +5만 명 예상하며, 헬스케어, 레저/여가 중심 job growth<br>▪ 고용증가분이 실업률 추상승 유발 않는 수준이기에 실업률은 4.6% 유지 예상 |
| 1월 13일 | 미국 12월 CPI | | ▪ 컨센서스인 Headline 2.7%, Core 2.6%에 부합할 전망. 서비스 물가 하향 안정화 영향이 커진 상황<br>▪ 12월은 중고차 가격 상승도 주춤. 재화 물가압력 본격화 시기는 1Q26로 예상 |
| 1월 14일 | 미국 11월 소매판매 | | ▪ 전월대비 +0.3% 내외로 컨센(0.4%)을 하회했을 것. 자동차 판매는 10월 대비 소폭 증가<br>▪ 자동차를 제외한 준내구재 소비 및 무점포 판매 10월부터 회복하여 연말 소비 개선 크지 않았을 소지 |
| 1월 15일 | 한은 1월 금통위 | ★ | ▪ 동결(2.50%) 전망. 고환율에 따른 물가압력 언급될 가능성 있으나, 단기간 내 인상 재료는 아닐 것 |
| 1월 19일 | 중국 4Q25 GDP 및 실물지표 | ★ | ▪ 4.5% YoY로 3Q 4.8%는 하회 전망. 4분기 소비/생산 모멘텀 약화되었으며 부동산 부진 심화 |
| 1월 22일 | 한국 4Q25 GDP | ★ | ▪ Tech 중심의 수출 호조에 힘입어 4Q GDP는 2.1% YoY / 0.3% QoQ로 높아질 것<br>▪ 2025년과 2026년 연간 GDP 눈높이도 높여야: 당사는 1.1%와 2.2% 성장을 전망 중 |
| 1월 23일 | BOJ 1월 금융정책결정 | ★ | ▪ 동결(0.75%) 전망. 12월에 인상했기 때문에 최소 3개월은 휴지기에 들어갈 가능성<br>▪ 확장재정 및 엔화 약세 고려한 경제/물가전망 상향 조정 가능성에는 유의 필요 |
| 1월 29일 | 1월 FOMC | ★ | ▪ 노동시장 큰 폭 악화 없다면 1분기에는 동결 기조(상단 3.75%)를 이어 갈 것<br>▪ 1월은 FOMC 금리결정 보다는 차기 연준 의장 지명이 중요. Hassett일 경우 기간프리미엄 상승 재료 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Macro Core View (1): 지역별 경제전망의 핵심

**미국:** 견실해 보이는 경제성장의 이면에는 AI 주도의 투자와 이에 편승한 자산가격 랠리-Wealth effect가 자리. AI 붐의 힘이 생각보다 강한 점을 고려하여 2025~26년 미국 경제전망을 2.1%와 1.9%로 상향 조정. 전반적 경기는 양호하지만, 노동시장 여건 악화가 문제. CPI 오름세가 당장은 주춤하나 관세 영향에 시차를 두고 내년 1분기 정점 형성 예상. 연준은 차기 의장 부임시까지 인하 휴지기 돌입할 것이며, 하반기 인하를 재개하여 3.25%까지 연방기금금리를 낮출 전망.

**유럽:** 관세 충격에도 금리인하의 영향이 실물에 미치면서 제조업 회복; 금리 하락은 하반기 이후 소비확대로 연결. 올해부터는 독일 중심으로 국방지출 확대/설비-건설투자 개선 도모 차원의 재정지출 확대가 가세하며 모멘텀이 지지될 것.

**일본:** 작년 2분기부터 Output gap이 (+)로 전환되었고, 실질소득도 증가 중. 이런 환경에서 추경 편성과 확장재정 고수는 단기 성장에 긍정적이나, 중기 인플레 위험을 높일 요인. 엔화 약세발 수입물가 압력 커지고 수요측 인플레 가세할 환경이기에 일본은행 금리인상은 기조적일 것. 여전히 Terminal rate으로 1.5%를 예상

**중국:** 3분기 내수 위축 심화에도 수출물량 개선으로 4.8% 성장. 4분기의 경우 소비/투자진작 방안 없다면 수출 중심 성장에 의존. 2025년 5% 달성은 가능하며, 고, 내년 확장재정/소비 부스팅/수출 신장 조합일 경우 4.5% 이상 가능할 것.

표2 **메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용**

| | GDP (% YoY) | | | CPI (% YoY) | | | 정책금리 (기말, %) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| **미국** | 2.8 | **1.9→2.1** | **1.6→1.9** | 2.9 [2.8] | 2.8 [2.8] | 2.9 [2.9] | 4.50 | 3.75 | 3.25 |
| **유로존** | 0.7 | 1.4 | 1.2 | 2.4 | 2.1 | **1.9→1.8** | 3.00 | 2.00 | 2.00 |
| **일본** | 0.1 | 1.3 | 1.0 | 2.7 | 3.0 | 2.1 | 0.25 | **0.50→0.75** | **1.00→1.25** |
| **중국** | 5.0 | 5.0 | 4.6 | 0.2 | 0.0 | 0.8 | 3.10 | **2.90→3.00** | 2.70 |
| **한국** | 2.0 | **1.0→1.1** | **2.0→2.2** | 2.3 | 2.1 | 2.3 | 3.00 | 2.50 | **2.25→2.50** |

주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

## Macro Core View (2): 한국 경제전망 및 환율 전망 변경 내용

작년 4분기 수출은 DRAM, NAND 쇼티지 현실화와 이에 따른 물량 증가-단가 상승세 가속에 힘입어 서프라이즈를 시현. 반도체 호황이 기존 예상했던 것에 비해 강함에 따라 수출 전망을 올리면서 2025~26년 성장률을 1.1%와 2.2%로 상향 조정. 2026년 1) 소비심리 개선(자산효과), 2) 건설투자 바닥 통과, 3) 확장재정 영향에서 비롯되는 내수 회복 스토리에 수출이 가세한 그림. 순수출 기여도 전망이 상향 조정되었으며, 내수기여도 전망은 유지하였음 (다음 페이지 계속).

달러/원 환율의 경우, 2026년 말 전망을 기존 1,400원에서 1,420원으로 조정. 환율 전망을 마지막으로 조정했던 11월 중순 이후 레벨이 높아진 점을 고려한 후행적 조정. 2025년 말 종가(1,445원)에 비해서는 달러/원 밴드가 금년 중 낮은 수준을 대체로 형성할 가능성이 높다는 견해는 유지. 국내 채권시장 WGBI 편입에 따른 신규 외국인 채권투자 자금 유입 때문. WGBI가 자국 통화 채권을 벤치마크로 삼고 있기에 이를 추종하는 자금들은 환헤지를 하지 않는 것이 원칙. 4~11월의 8개월 동안 월평균 78~91억 달러 유입 예상. 작년 10~11월 내국인 해외투자 순유출 금액이 각각 68억 달러와 55억 달러였음을 고려한다면 작은 금액은 아님.

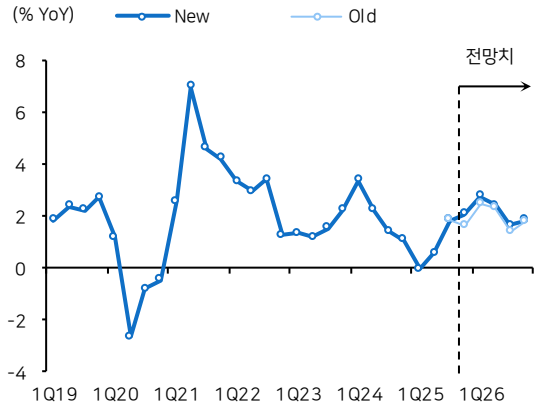
여기에 1) 상반기 중 발생할 달러 약세 재료(관세 위법 판결, 연준 의장 지명), 2) 외환수급 개선 위한 정부 정책(외화 유동성 스트레스 테스트 면제, 외환건전성 부담금 면제, 초과지준 이자 지급, 국내시장 복귀계좌 세제 지원 신설) 효과가 대부분 상반기에 극대화될 가능성을 고려한다면 상반기 말 전후 달러/원이 1,400원을 하회할 가능성도 유효한 상황으로 판단. 당사의 소비자물가 전망에도 미세 조정된 환율 전망이 반영되었음.

그림1 **연간 경제전망: Old vs New**

| (% YoY) | NEW | | OLD | |
|---|---|---|---|---|
| | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| **GDP** | **1.1** | **2.2** | **1.0** | **2.0** |
| 민간소비 | 1.4 | 1.8 | 1.4 | 1.8 |
| 정부지출 | 2.9 | 3.6 | 2.9 | 3.6 |
| 건설투자 | (9.1) | 0.3 | (9.1) | 0.3 |
| 설비투자 | 3.2 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 지식생산물 | 2.6 | 2.4 | 2.6 | 2.4 |
| 내수기여도 (%p) | 0.8 | 1.8 | 0.8 | 1.8 |
| 순수출기여도 (%p) | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.0 |
| 경상수지 (USDb) | 116.0 | 122.2 | 108.5 | 102.4 |
| (% of GDP) | 6.2 | 6.2 | 5.8 | 5.3 |
| 수출금액 (BoP) | 3.3 | 7.0 | 1.8 | 2.9 |
| 수입금액 (BoP) | 0.6 | 6.7 | 0.1 | 4.2 |
| **소비자물가** | **2.1** | **2.3** | **2.1** | **2.3** |
| 기준금리 (%) | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| 달러/원 (원) | 1,445 | 1,420 | 1,420 | 1,400 |

자료: 한국은행, 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **분기별 경제전망: Old vs New**




자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표3 **한국 분기별 경제전망 (New)**

| (% YoY) | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25P | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **GDP** | **(0.0)** | **0.6** | **1.8** | **2.1** | **2.8** | **2.4** | **1.7** | **1.9** | **2.0** | **1.1** | **2.2** | **1.7** |
| 민간소비 | 0.6 | 0.9 | 1.9 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.6 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 1.8 | 1.7 |
| 정부지출 | 2.3 | 2.6 | 3.0 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.3 | 3.3 | 2.1 | 2.9 | 3.6 | 3.6 |
| 건설투자 | (13.3) | (11.4) | (7.5) | (4.3) | (0.2) | 1.0 | 0.3 | (0.0) | (3.3) | (9.1) | 0.3 | (0.8) |
| 설비투자 | 5.8 | 3.4 | 1.0 | 2.6 | 1.2 | 3.3 | 4.5 | 2.4 | 1.7 | 3.2 | 2.8 | 2.4 |
| 수출 (BoP) | (1.1) | 2.5 | 3.7 | 7.9 | 10.5 | 7.5 | 6.4 | 4.0 | 8.2 | 3.3 | 7.0 | 4.1 |
| 수입 (BoP) | (1.0) | (1.5) | (1.0) | 3.0 | 8.4 | 7.4 | 8.8 | 2.4 | (1.6) | 0.6 | 6.7 | 4.2 |
| **소비자물가** | **2.1** | **2.1** | **2.0** | **2.4** | **2.1** | **2.2** | **2.5** | **2.3** | **2.3** | **2.1** | **2.3** | **2.0** |
| 근원 소비자물가* | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 2.0 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 1.9 | 2.2 | 2.1 |
| 기준금리 (기말, %) | 2.75 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 3.00 | 2.50 | 2.50 | 2.25 |
| 달러/원 (기말, 원) | 1,473 | 1,350 | 1,403 | 1,445 | 1,420 | 1,380 | 1,400 | 1,420 | 1,473 | 1,445 | 1,420 | 1,420 |

주: * 식료품/에너지 제외 기준
자료: 한국은행, 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

**Compliance Notice**

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.