IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 2026년 1분기 체크포인트 I ➡ 환율안정과 한은 금리 결정

연초 뜨거운 주식시장과 달리 경제는 상당한 온도차 존재. 차가운 경제 변수들은 언제든 걸림돌이 될 수 있는 만큼 걸림돌이 될 수 있는 체크포인트들은 찾아보고 점검해 볼 필요 ➡ 우선, 환율 안정 여부

연초부터 자산시장은 매우 뜨겁다. 주식시장은 연일 사상 최고치를 경신하며 투자자들의 기대치를 점점 더 높이고 있고 부동산 가격도 정부 의도와는 달리 쉽게 안정되지는 않는 모습이다. 주식시장의 인상적인 랠리는 사람들의 눈과 귀를 시장으로 모으고 올해 경기에 대한 기대로도 연결되며 전반적으로 들뜬 연초 분위기를 형성하고 있다. 현재 주식시장 분위기는 시장 비중이 큰 반도체 주식들을 중심으로 낙관적인 업황과 기대가 주로 반영되며 주요 증권사들의 목표치가 빠르게 상향 조정되고 있을 뿐 섣불리 조정의 가능성을 언급하기는 매우 조심스러운 분위기다. 반면, 주식시장을 제외한 경제 환경으로 눈을 돌려보면 주식시장과는 상당히 큰 온도차가 여전히 존재한다. 지금은 주식시장에 형성된 긍정적인 기대가 주로 반영되고 있지만 시장의 방향과 다른 차가운 경제 변수들은 언제든 주식 또는 자산시장의 걸림돌이 되거나 큰 폭의 조정 요인 또는 추세적 흐름을 바꾸는 요인이 될 수 있는 만큼 시장의 열기에 지나치게 휩싸이기 보다는 걸림돌이 될 수 있는 체크포인트들은 찾아보고 점검해 볼 필요가 있다.

이번 1분기 우선적으로 모니터링하고 체크해야 할 변수는 환율의 안정 여부다. 지난 4/4분기 우리나라 환율은 홍역을 치루었다. 주식시장의 호황과 외국인 주식 자금의 유입 그리고 미국과의 금리차 축소에도 불구하고 원화 환율은 1달러 당 1,500원 돌파를 눈앞에 두었기 때문이다. 가파르게 상승한 환율은 그 자체로 수입의존도가 높은 우리나라 물가를 자극하고 가계별 그리고 업종별 심화된 양극화를 더 악화시키는 요인으로 작용하며 경제에 부정적인 요인으로 작용하지만 펀더멘탈의 방향과 다른 환율의 움직임은 금융시장 참여자들과 경제주체들의 불안감을 크게 자극한다. '혹시 정부나 우리가 놓치고 있는 것이 있지는 않을까?' 특히 외환위기를 겪은 우리나라의 경우는 이런 불안감이 상대적으로 높게 형성된다. 이로 인해 지난 12월 우리 정부는 혼신의 노력을 다해 환율을 안정시키기 위해 노력했다. 국민연금과 외환스왑을 연장했고 수출 기업들과 금융기관에 호소(또는 압박)했으며 '서학개미'의 움직임에 대해서도 언급했다. 그리고 여러가지 조치들을 발표했다. 한국은행은 금융기관들의 외환 관리와 관련한 부담을 줄여주는 한시적인 조치들을 발표했고 정부는 외환시장 구조적 수급불균형 해소를 위한 국내 투자, 외환 안정 세제지원 방안을 발표했다. 정부의 강한 의지를 시장이 확인하고 안정조치들이 연이어 발표되며 환율은 1,400원대 후반에서 1,400원대 초중반으로 후퇴해 있는 모습이다.

관건은 '계속해서 환율이 1,400원대 중반 이하에서 관리될 수 있을 것인가?'하는 것이다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

가파른 환율 상승은 그 자체로 물가자극하고 양극화 심화시켜 부정적인 요인이지만 더 우려되는 것은 불안감을 자극 ➡ 기본적 가정은 안정된 흐름 이지만 되돌림 압력도 여전히 큰 상황

지금 기대는 당분간(적어도 1분기 중에는)은 1,400원 대 중반에서 안정될 가능성이 높다는 견해가 우세하며 우리도 이 가능성을 조금 더 높게 보고 있다. 일단 1,400원대 후반 이상을 허용하지 않을 것이라는 정부의 강한 의지를 확인한 만큼 향후 정부의 직접적인 개입에 대한 부담이 존재한다. 그런데 이보다 중요한 것은 지난 12월 발표한 조치들에 의해 환율 수준이 내려 왔지만 이 조치들의 실제적인 효과는 이번 1월 이후 순차적으로 나타난다는 점이다. 실질적인 정책 효과가 나타나는 만큼 수급 측면에서 개선될 수 있다는 점이다. 그리고 올해 4월 예정되어 있는 FTSE글로벌 채권지수 편입도 외국인 채권 자금 유입에 대한 기대를 유지 또는 강화시키는 요인으로 작용하며 환율 안정에 기여할 것으로 보이기 때문이다.

하지만 현실이 그리 낙관적이기만 한 것은 아니다. 지난 연말 1,430원대에 들어섰던 원/달러 환율은 올해 들어 기록적이 주식시장 상승이 이어지고 있음에도 불구하고 다시 1,450원 선을 넘보는 수준으로 반등해 있다. 환율의 되돌림 압력도 여전히 큰 상황이다. 펀더멘털로 설명할 수 있는 환율의 균형점이 이미 높아진 상황에서 여전히 우리나라는 대외투자 압력이 높은 상황이라는 점과 지난해 관세 협상의 결과인 대미 투자가 올해 본격화된다는 점 그리고 해마다 상반기는 수출보다는 수입 비중이 높아 상품수지가 하반기보다 부진하고 4월과 5월에는 대규모 외국인 배당 수요도 대기하고 있다는 계절적 요인도 환율이 쉽게 안정되기 어렵다고 보는 이유들이다. 일본 엔화의 불안정한 움직이나 일본 및 호주 채권 등 대외채권시장의 움직임에 민감해진 우리 금리 등의 요인도 환율에 민감한 영향을 미치고 있다. 만약 환율이 정부의 노력에도 불구하고 이번 1분기 중 다시 1,400원 대 후반으로 되돌려지거나 지난 12월 고점을 넘어선다면 앞서 언급한 부정적 요인과 불안감은 다시 고조될 수 밖에 없다. 어쩌면 지난 12월보다 불안감이 커질 수 있고 이는 향후 체감 경기뿐 아니라 지금 주식시장의 추세에도 영향을 미치는 요인이 될 수 있다.

이번 1분기 중 환율 안정 지속 여부에 주목하는 또 다른 이유는 환율 움직임이 한국은행 통화정책 결정과 연계되어 있다고 보기 때문 ➡ 금리인하 종료 확인되면 유동성에 기반한 금융시장 흐름도 중요한 분수령

이번 1분기 체크 포인트를 환율의 안정 여부를 모니터링하는 것에서 시작하는 것은 환율 움직임이 한국은행 통화정책 결정과 연계되어 있다고 보기 때문이다. 지난해 하반기 이후 한국은행 금리인하는 멈추어 있는 상황인데 당초 금리 인하를 중단한 이유는 부동산 시장의 과열이었지만 지난 하반기 중반 이후 환율 요인이 더해졌고 지난 11월 이후에는 오히려 급등한 환율이 금리 인하를 가로 막는 가장 주된 동인으로 보여진다. 현재 한국은행 금리 결정에 대한 시장의 기대는 동결 쪽으로 모아져 있다. 하지만 우리는 여전히 금리 인하가 재개될 가능성을 놓지 않고 있으며 금리 인하 재개 결정의 가장 중요한 필요요건 중 하나는 환율 안정을 확인하는 것이라는 생각이다. 만약 이번 1분기 지나면 사실상 한국은행 금리 인하 종료가 확인되거나 더 나아가 금리 인상 국면으로의 전환 기대가 형성된다면 상향 조정되고 있는 올해 우리나라 경제성장률에 대한 기대치와 주식시장

의 추세는 조정될 가능성이 높다고 보고 있다. 현재 주식시장 상승은 유례없는 반도체 경기의 호황을 직접적인 명분으로 삼고 있지만 랠리의 본질은 유동성에 기반하고 있는 만큼 금리 인하 국면의 종료는 중요한 분수령으로 작용할 가능성이 높다.

금리인하가 여전히 필요한 이유는 금리 도움 없이 기대만큼 성장률이 나오기 어렵기 때문 ➡ 모순적인 상황에 놓여 있는 건설투자, 정책 효력을 잠식하는 소비여력 축소, 가계 및 기업의 신용위험 증가

특히 실물 경제에 미치는 영향이 생각보다 클 수 있다고 보고 있다. 이유는 올해도 우리 경제는 금리 인하 필요성이 크다고 보기 때문이다. (IBKS Economy Monitor '높아진 2026년 성장률 기대가 충족되기에 필요한 또다른 조건' 참조) 잠재성장률에 근접해 있는 올해 경제성장률 기대치는 시장참여자들이 한국은행 금리 인하 종료를 예상하는 가장 중요한 이유지만 실제 올해 경제성장률이 기대만큼 나올지는 여전히 불투명한 상황이다. 이유는 지난해 낮은 성장률의 원인이었던 내수 부문에서의 기여도가 올해 큰 폭으로 상승하기가 생각만큼 쉽지 않기 때문이다. 우선 GDP 항목 중 지난해 가장 큰 폭의 마이너스 기여도를 기록한 건설투자가 올해 큰 폭으로 개선될지가 불분명하다. 우리 건설경기는 의문의 여지 없이 침체 국면을 벗어나지 못하고 있지만 부동산 경기는 과열되어 있는 모순적인 상황이다. 이런 모순적인 상황은 정부의 정책 여력과 효과를 제한한다. 정부는 위축된 건설투자를 활성화 하고 싶지만 이로 인한 부동산 시장이 과열되는 것을 경계해야 한다. 또한 최근까지 정부의 부동산 시장에 대한 정책은 과열을 식히는 쪽으로 진행되고 있다. 하지만 이 정책의 강도는 건설투자를 추가적으로 위축시켜서는 안되고 부동산 가격이 소비에 미치는 영향도 고려하지 않을 수 없다. 이런 상황이 내년까지 이어진다면 건설투자 위축이 경제성장률을 잠식하는 부정적인 영향이 개선되는 폭도 제한적일 수 밖에 없다. 당연히 건설경기는 여전히 위축 상태일 수 있고 건설PF 불안과 같은 신용문제 역시 계속 진행형으로 남을 수 밖에 없다.

또다른 부분은 소비 경기 회복이 기대만큼 크지 않을 가능성이다. 소비 부문은 올해 소비쿠폰에서 보듯 정부가 가장 많은 노력을 기울이고 있는 부분이고 가장 많은 재정 지출을 할당하고 있지만 이번 하반기 대비 얼마나 더 개선될 수 있을지는 미지수다. 소비를 결정하는 본질적인 요인인 소비여력이 후퇴하고 있기 때문이다. 소비쿠폰 효과로 소비심리와 실제 소비 모두 크게 개선된 지난해 하반기 임금 증가율은 둔화되었다. 향후 이 흐름이 개선되기도 쉽지 않아 보인다. 우리나라 빈일자리수 통계를 보면 지난 2024년 이후 지속적으로 마이너스를 보이고 있다. 일자리가 계속 줄어들고 있는 것이다. 소비 여력의 약화는 당연히 정부의 소비부양 효과를 제한하는 요인이다. 그리고 여기서 가계 건전성으로 눈을 돌려보면 높아진 가계부채 문제와 맞물려 가계에 대한 신용위험을 증폭시키는 요인으로도 작용한다. 신용위험 문제는 가계 부문에만 있지 않다. 오히려 기업 부문에서 더 우려감이 높다. 올해 우리나라 기업실적은 반도체 부문의 호황에 힘입어 전체 이익 규모로 보면 사상최고치를 경신하고 있다. 하지만 조금 더 들여다 보면 양극화가 훨씬 더 심화되고 있다는 점도 알 수 있다. 전체 기업이익 증가에도 불구하고 당초 계획했던 이익을 달성한 기업 비중은 줄어드는 반면 당초 계획에 미달하는 기업 비중은 계속 늘어나고 있는 상황이다. 삼성전자 등 몇몇 기업의 막대한 이익이 전체 시장에 대한 시선을 왜곡하고 있는 것이다. 양극화는 산업별 그리고 기업규모별로 심화되는데 특히 중

소기업 부문은 이미 상당 부분 신용위험에 노출되어 있는 상황이다.

이런 우려와 증가하는 위험에 필요한 것은 금리 부담을 낮춰주는 것이다. 가계와 기업의 이자부담을 낮춰 소비로 돌릴 여력을 늘려주는 효과도 있겠지만 더 중요한 것은 신용위험을 낮춰 안정적으로 관리하는 것이다. 불확실성을 낮춰줌으로써 투자 활동에 조금 더 집중할 수 있게 하고 투자가 조금 더 활성화 됨으로써 소비여력 증가를 자극하는 쪽으로 이어질 수 있다. 이 때문에 우리는 내년 1.8% 내외의 성장률이 달성되기 위한 또 다른 조건으로 중단된 한국은행의 금리 인하가 재개될 필요성이 있다고 보고 있다. 만약 한국은행 금리 인하 종료가 확정되거나 금리 정책 기조가 인상쪽으로 전환될 것이라는 기대가 형성된다면 당연히 시장 금리를 자극할 수 밖에 없다. 현재 시장 금리 방향에 대한 시장 기대는 예산 지출 증가율이 크게 높아지기는 하지만 지난해 대비 올해 계획된 국채 발행 물량이 많지 않고 상반기 중 채권지수 편입에 따른 수요 증가 감안하면 1분기말 3% 전후로 하락할 가능성이 높다는 것이다. 하지만 금리 인하 국면 종료는 시장금리 하락을 제한하는 요인으로 작용할 가능성이 높고 금리 인상 국면으로의 전환 기대는 재차 시장금리가 상승하는 압력으로 작용할 가능성이 크다. 이렇게 움직이는 시장금리는 당연히 경제와 주식시장의 기대를 제한하는 요인이다.

그림 1. 외환시장 안정을 위한 2025년 12월 한은과 정부의 조치 ➡ 발표시점에서 정부의 강한 환율 안정 의지를 천명했으나 실제 효력은 올해 1분기에 순차적으로 발생

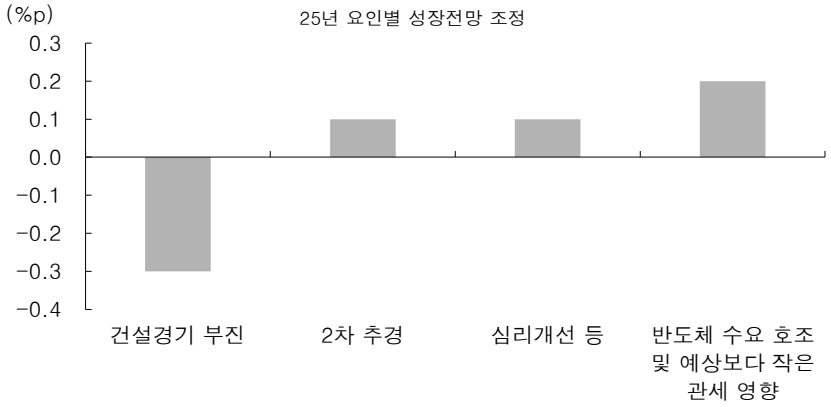
조처	내용
한시적 외환건전성부담금 면제 조치 실시	정부는 금융기관이 비예금성외화부채에 대해 납부하고 있는 외환건전성부담금을 6개월간 한시적으로 면제할 계획
한시적 외환지준 부리 실시	한국은행은 금융기관이 당행에 예치한 외화예금초과지급준비금에 대해 6개월간 한시적으로 이자를 지급할 계획
국내시장 복귀계좌(RIA: Reshoring Investment Account)에 대한 세제지원 신설	개인투자자가 2025.12.23까지 보유하고 있는 해외주식을 매각한 자금을 원화로 환전하여 국내주식에 장기 투자하는 경우, 해외주식 양도소득세에 대한 한시적 세제 혜택을 부여 인당 일정 매도금액을 한도로 하여 양도소득세를 비과세하되, 복귀시기에 따라 세액 감면 혜택을 차등 부여할 예정
개인투자자용 선물환 도입 및 환헷지시 양도소득세 공제 신설	정부는 활용가능한 환위험 관리 수단이 부족한 개인투자자들을 위해 주요 증권사들이 개인투자자용 선물환 매도 상품을 신속하게 출시할 수 있도록 지원 2025.12.23까지 보유하고 있는 해외주식에 대해 환헷지를 실시한 경우 양도소득세 혜택을 부여
해외자회사 수입배당금 익금불산입률 상향	국내모기업이 해외자회사로부터 받은 배당금에 대한 이중과세 조정을 위한 해외자회사 수입배당금 익금불산입률을 95%에서 100%로 상향

자료: 한국은행, 기획재정부, IBK투자증권

그림 2. 정부의 강한 환율 안정 의지 확인하고 원화 강세 요인 부각되며 지난 연말 환율 하락했지만 환율의 되돌림 압력도 여전히 큰 상황

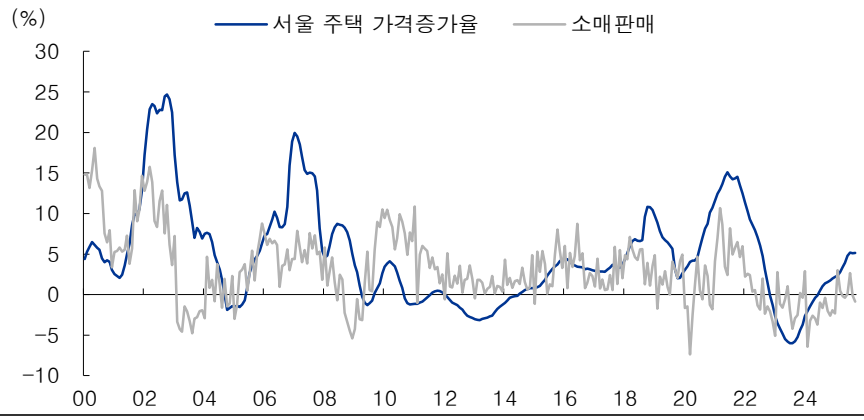
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 반도체 호황과 적극적인 재정이 성장률 상승 기대의 주된 동인. 이 요인들에 의해 지난해 보다 높은 성장률은 달성되겠지만 잠재성장률 수준까지 높아지는 성장률을 담보하는 것은 아님



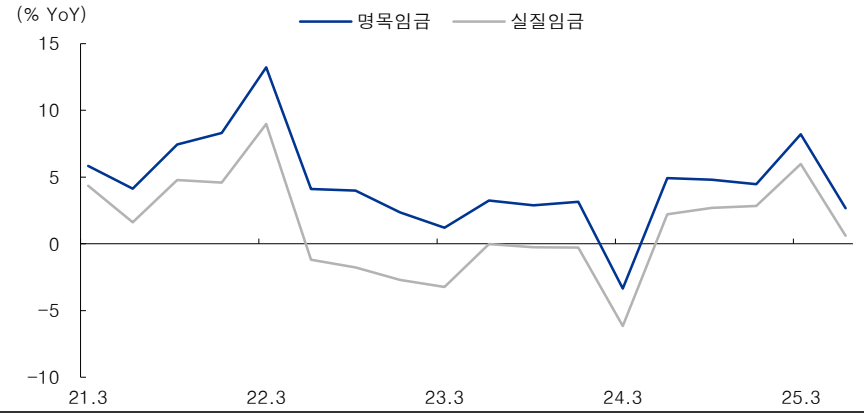
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 4. 부동산 경기는 과열이지만 건설투자는 침체인 모순적인 상황 ➡ 모순적인 상황은 정부의 정책적 딜레마로 연결



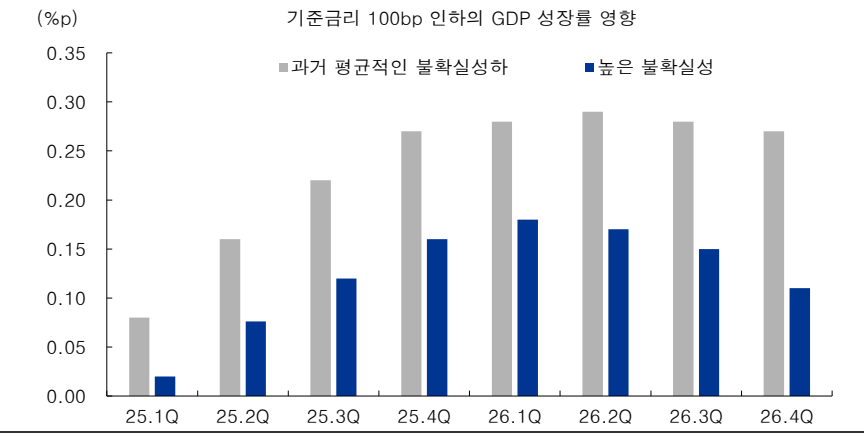
자료: 통계청, 국토교통부, IBK투자증권

그림 5. 분위기는 좋아졌지만 추세적인 소비 회복은 쉽지 않은 이유 ➡ 고용시장 빡빡하고 임금 상승률 둔화되고 개인의 신용위험도 증가하는 환경



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 6. 경제 성장을 자극하는 요인으로서 금리 인하 필요



자료: 한국은행, IBK투자증권