경제분석 | 2026.01.15

열흘마다 매크로와친구맺기 (1월 15일)

Structural break 의 완벽한 변화

Chief Economist 정원일
02-3779-3140
wi.jeong@sangsanginib.com

Research Assistant 이나라
02-3779-3139
nara.lee@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

안정기에 진입한 전반적 매크로 환경

현 시점에서 경제지표에 기반한 금융시장의 충격 및 영향력은 지난해 대비 상당히 낮아진 상황으로 생각된다. 특히 지난해 매크로 환경의 지속적 우려요소였던 트럼프의 관세정책은 내성이 생기면서 비용과 물가에 미치는 영향력이 낮아졌다. 이러한 상황을 감안한다면 **경기국면을 판단함에 있어 지표 변화 및 이벤트의 발생이 경제에 미치는 영향력 측면에서 장기 영향을 주는 것인지 혹은 단기적 변동성 확대에 그치는 것인지 확인할 필요가 있다.**

연초 발표된 지표 중 가장 시장에서 관심을 보인 지표는 미국 고용시장과 물가수준이었다. 결과는 시장 예상에서 크게 벗어나지 않았으나, 필립스곡선을 설명하는 주된 지표이면서, 특히 통화정책 결정에 많은 영향을 미치기 때문에 해석상의 중요도는 매우 높다.

비농업 고용 둔화와 물가 하락은 부정적 관점에서 보면 경기침체의 신호로 볼 수 있겠지만, **실업률이 동시에 낮아진 부분과 물가의 절대적 레벨이 높은 수준에 있는 동시에 3분기 미국 GDP 결과에서 볼 수 있듯이 수요와 구매력이 강건한 수준을 유지하는 것을 감안**한다면 오히려 경기확장 국면이 지속적으로 이어지는 과정인 것으로 판단된다.

이상과 같은 결과는 한국 경제에도 긍정적 기조를 보여줄 수 있는 결과이다. 한국 수출의 주요 수요처로 등극한 미국경제의 수요가 견조한 상황이라면 지난해 한국 성장률 둔화를 방어한 중요한 기제인 수출 역시 급격한 부진 가능성이 낮은 상황으로 생각된다. **메모리반도체 가격 상승 등 수출물가 측면에서의 긍정적 요소를 동시에 반영**한다면 한국 성장률의 상향조정 역시 충분히 가능한 상황으로 해석된다.

Top Down 기반 투자전략 시사점

전반적인 글로벌 경제상황의 견조함이 이어지는 가운데, 경제의 레짐이 AI 확산으로 인해 structural break가 발생한 상황을 감안한다면 ***상대적인 관심은 경기민감 관련 업종이 여전히 우세****할 수 있다. 또한 고용시장의 강건함과 높은 수준의 물가로 미국* ***기준금리 인하 시점이 이연된 것은 가치주의 관심도가 높아질 것****으로 생각된다. 한편 주요 수요처인 미국의 경기가 지난해와 마찬가지로 강건한 상황이 유지된다면* ***내수보다는 수출주에 조금 더 관심****을 가질 수 있는 시점인 것으로 보인다.*

Macro Indicators – Fact check & Our view

Review: 돌아온 필립스 곡선

미국 12월 실업률은 4.4%로 전월 대비 -0.1%p 하락하였으나, 비농업 고용자수는 12월 전월대비 3.7만 명 증가하는 수준에 머물렀다. 비농업 고용자수는 2025년 10월 예상치를 대폭 하회하며 고용 쇼크를 일으킨 이후로 여전히 부진한 모습이다. 두 지표가 엇갈린 추세를 보이고 있으나, 셧다운 기간 동안 발표된 고용 지표와 함께 추세를 살펴보았을 때 시장의 우려만큼 고용이 악화되지 않은 것으로 생각된다.

실제로 정리해고의 하락세와 사직의 소폭 반등을 고려할 때 금번 실업률 지표 중 실업률이 6개월 만에 하락 전환된 결과는 단순히 타 지표와의 엇갈림으로 판단하기 보다 조금 더 긍정적으로 볼 가능성이 있는 것으로 해석된다. 또한 팬더믹 이후 경제활동참가율이 62% 수준에서 소폭 등락하며 노동시장으로의 유입과 이탈이 정체됨에 따라 노동 시장의 고용 여건 악화에 대한 우려가 지속적으로 발생하였지만 셧다운 기간 동안 주간 단위로 발표되었던 실업 지표인 신규실업수당 청구 건수는 작년 하반기부터 하락 기조가 이어지고 있다.

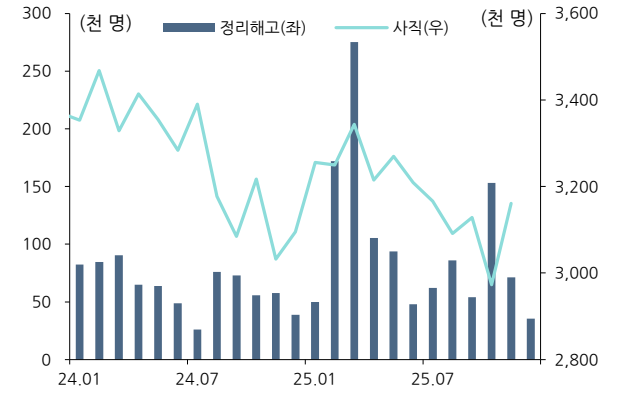
한편 경제활동참가율의 정체를 판단할 때는 비경제활동인구의 증감을 함께 살펴볼 필요가 있다. 비경제활동인구의 규모는 점진적으로 증가하고 있으나, 비경제활동인구의 대부분은 현재 구직을 원하지 않는 인원이다. 따라서 금번 발표된 고용 지표를 통해 고용 시장 냉각을 우려하기 보다는 오히려 경제주체들의 소비, 투자 등 요소들을 바탕으로 구직 활동의 감소를 해석할 필요가 있다.

12월 CPI 상승률은 전년비 +2.7%를 기록하여 시장 예상치에 거의 부합한 수준을 보여주고 있다. 그런데 미시간 1년 기대인플레이션이 여전히 CPI 대비 높은 수준인 것을 감안하면 물가 수준에 대한 인식은 여전히 높다는 것을 확인할 수 있다. 수요 측면에서의 물가 성격 상 물가는 결국 시장의 거래 가격이며 소비자의 수용 의사가 반영되어 산출되는 지표이므로 강건한 소비 여력을 기반으로 2% 후반대의 높은 물가 수준이 지속되는 것으로 생각된다.

한편 12월 ISM 종합 지수는 53.8pt를 기록하였는데 제조업 지수는 47.9pt로 부진한 반면 서비스업 지수는 54.4pt로 확장 국면을 유지하면서 서비스업 중심으로 기업의 경기 인식 수준이 개선되고 있음이 확인되었다. 특히 ISM 서비스업 지수 내 고용 수치가 큰 폭으로 상승한 것은 시장 우려 대비 양호한 수준의 고용 지표와 더불어 견조한 소비를 기대할 수 있게 하는 요인으로 보인다.

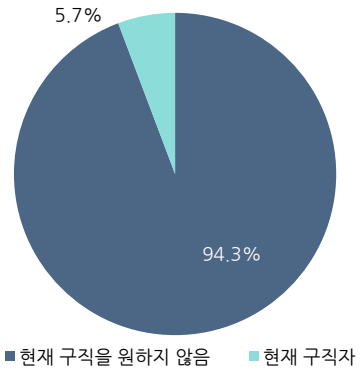
이와 같은 수요의 견조함을 기반으로 지난해 발표된 성장률 세부 항목에서 개인소비지출의 기여도가 가장 큰 폭으로 상승을 이어갔던 만큼 물가 수준에서 확인되는 소비 여력과 기업의 경기 인식 개선을 통해 높은 성장률과 물가가 지속될 것으로 전망된다.

그림 1. 월별 정리해고 인원의 하락 및 사직 인원의 소폭 반등



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 2. 비경제활동인구 내 현재 구직의사가 없는 인구 비중

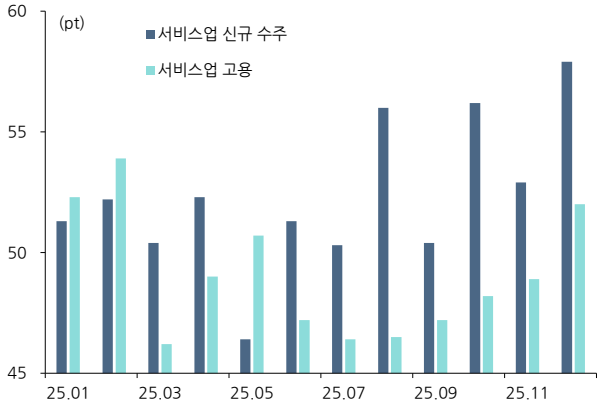


자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 3. 12월 ISM 지수 53.8pt 기록하며 기업 인식 경기 수준 개선 지속

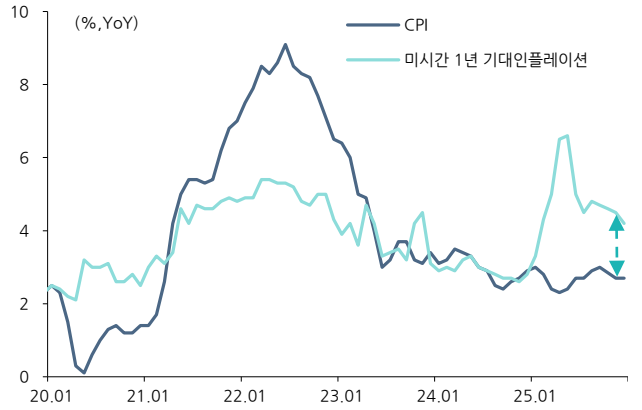
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 4. ISM 서비스업 지수의 신규수주 및 고용 수치 큰 폭으로 상승



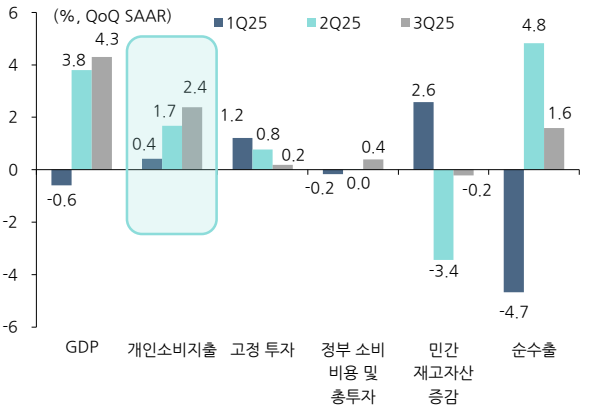
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 5. 미시간 1년 기대인플레는 CPI를 상회하는 수준을 유지



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 6. 2025년 미국 GDP내 개인소비지출 항목 기여도의 지속적인 상승



자료: 한국은행, 상상인증권

Preview: 수출 호조와 기업 투자 확대 흐름이 반영될 한국 4분기 GDP

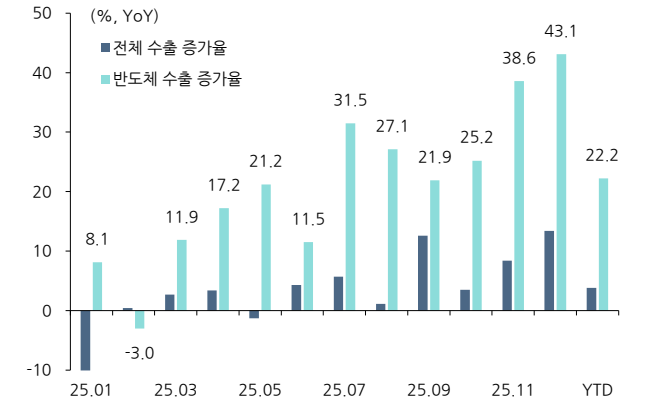
22일 한국 2025년 4분기 GDP 성장률 발표가 예정되어 있다. 반도체 수출액 증가, 기업 투자 확대, 소비 지출의 견조 등이 반영되어 시장 전망 대비 높은 수준을 기록할 것으로 전망된다.

한국 12월 수출은 전년비 +13.3% 증가하며 시장 예상을 상회하였다. 특히 반도체 수출은 강한 수요를 기반으로 한 가격 상승으로 인하여 4분기 동안 전년 동기 대비 +35.7% 상승하였다. AI 산업으로 인한 경기 호조 및 HBM, DDR5 등의 품목에 대한 수급 불균형의 결과로 반도체 수출 확대가 진행되었다. 결국 수출의 성장 기여도는 확대될 것으로 전망된다.

한편 한국 소비자심리지수는 8개월 연속 기준선인 100pt를 상회하는 등 소비자들의 경기에 대한 낙관적 인식이 지속되고 있다. 또한 한국 소매판매액은 전년 대비 (+) 증가율을 기록하며 실제 가계의 소비가 확대되는 것을 보았을 때 GDP 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 소비 부문 역시 견조한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

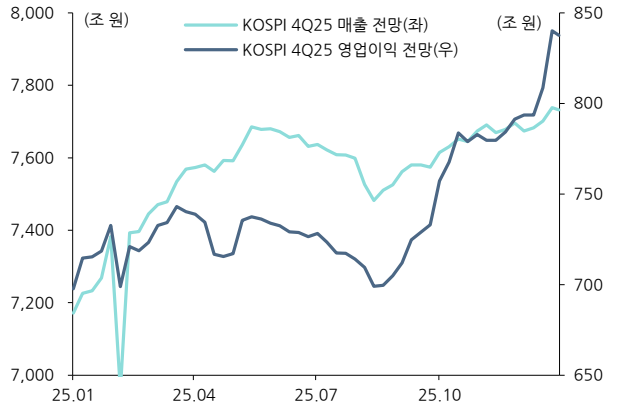
또한 KOSPI 2025년 4분기 이익 전망치가 가파르게 상승하는 것은 전반적인 기업의 투자 여력이 향상된 것으로 볼 수 있다. 이에 더하여 작년 대비 다소 완화된 금리 부담 속, 기업의 설비 투자 확대로 인한 GDP 내 총투자 항목의 기여도의 상승이 기대된다.

그림 7. 강한 수요를 기반으로 한 반도체 수출 증가가 견인하는 수출 호조



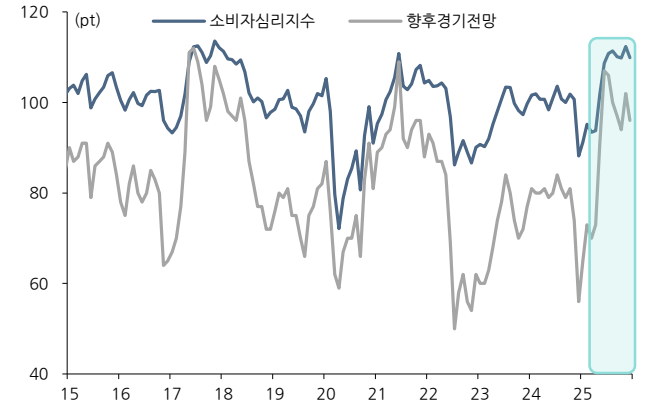
자료: 관세청, 상상인증권

그림 8. 2025년 4분기 이익 전망치는 가파르게 증가하며 투자 여력 상승



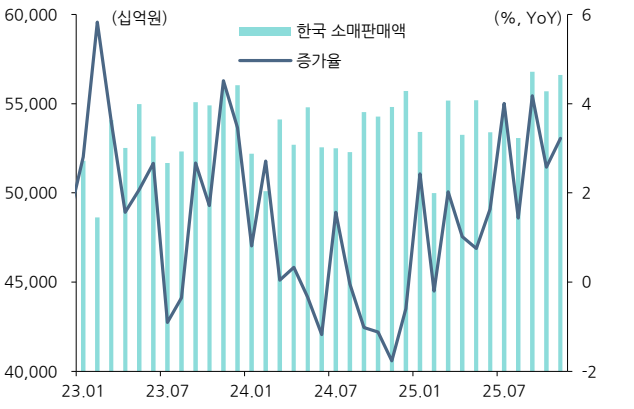
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 9. 소비자심리지수는 6개월 연속 확장 국면에 위치



자료: 한국은행, 상상인증권

그림 10. 소매판매액 상승 추세를 보이며 가계의 소비 지출 확대가 확인



자료: 통계청, 상상인증권

Top Down Strategy Implication

성장궤적 변화에 따른 장기 전략 방향성

글로벌 경제의 견고함이 지속되는 가운데 경제 체계 전반에 인공지능 확산에 따른 경제 구조의 개편이 발생하고 있다는 점에 주목해야 한다. 이는 단순한 경기 변동의 일환이 아니라 잠재 성장률의 경로를 변화시키는 공급 측면의 충격으로 해석할 수 있다.

이러한 국면에서는 경기민감 업종의 상대적 우위가 지속될 가능성이 높다. 특히 과거의 경기 순환 주기와 달리 현재의 경기민감주는 인프라 투자 확대와 기술 혁신이 결합된 자본재 중심의 수요 창출을 동반하고 있어 이익의 가시성이 더욱 뚜렷해지는 양상을 보인다.

기준금리 인하 시점의 이연 분위기 반영은 저밸류 관심

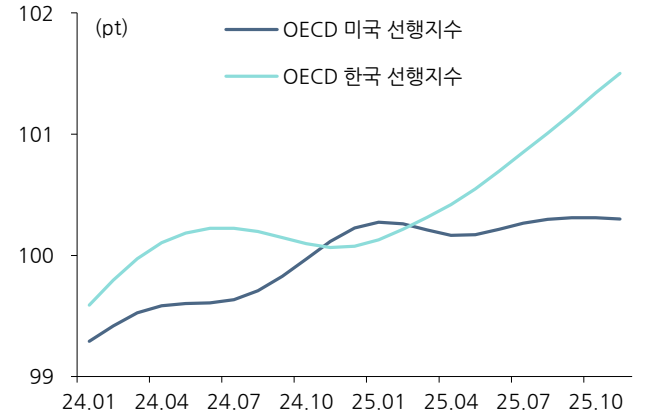
고용 시장의 강건함과 높은 물가 수준으로 인해 연준의 기준금리 인하 시점이 이연되는 현상은 경제의 하방 경직성을 증명하는 기제로 작용한다. 이는 할인율 하락에 의존하던 자산 가치 재평가 단계에서 벗어나 기업 본연의 수익 창출 능력과 재무 건전성이 주가 향방을 결정하는 국면으로의 진입을 의미한다. 따라서 높은 금리 환경에서도 안정적인 현금 흐름을 창출하며 자산 가치의 저평가 매력을 보유한 가치주에 대한 선호도가 높아질 것으로 판단한다.

미국 구매력이 유지된다면 지속적 관심을 보일 수출

주요 수요처인 미국 경제가 소비와 투자의 동반 성장을 통해 강력한 구매력을 유지하고 있다는 점은 한국 수출에 우호적인 환경이다. 내수 경기의 회복 속도가 상대적으로 완만하더라도 수출 부문의 실적 개선이 전반적으로 기업의 이익 성장을 견인할 것으로 예상한다.

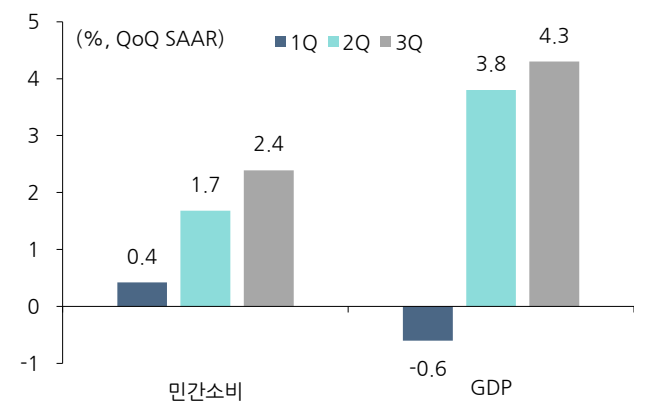
메모리 반도체를 필두로 한 주력 품목의 단가 상승과 물량 확대가 동시에 진행되는 상황을 감안할 때 내수주보다는 수출주 중심이 우세할 것으로 기대된다. 결국 대외 수요의 강건함과 산업 구조의 변화가 맞물리는 현재의 확산 국면에서는 거시 경제적 변동성에 대한 과도한 우려보다는 펀더멘털의 질적 개선에 대하여 의심하지 않고 적극적으로 반영하는 전략적 접근이 필요한 시점으로 생각된다.

그림 11. 한국 경기선행지수는 교역조건 개선에 기인한 상승 지속



자료: OECD, Bloomberg, 상상인증권

그림 12. 미국 성장률은 강건한 수요를 바탕으로 긍정 흐름



자료: Bloomberg, 상상인증권

경제지표 발표일정

1월 6일 ~ 1월 15일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상	발표
1월 6일 (화)	US	ISM 제조업지수	상	48.2	48.4	47.9
1월 8일 (목)	US	ISM 서비스 지수	상	52.6	52.2	54.4
1월 9일 (금)	US	비농업부분고용자수 변동	상	64k	70k	50k
	US	실업률	상	4.6%	4.5%	4.4%
1월 10일 (토)	US	미시간대학교 소비자신뢰	상	52.9	53.5	54
	US	미시간대학교 1년 인플레이션	하	4.2%	4.1%	4.2%
1월 13일 (화)	US	CPI (전년대비)	상	2.70%	2.70%	2.70%
	US	실질 평균 시간당 임금 전년대비	하	0.8%	-	1.1%
1월 14일 (수)	CH	수출 YoY	상	5.9%	3.1%	6.6%
	CH	수입 YoY	중	1.9%	0.9%	5.7%
	US	PPI 최종수요 YoY	중	2.70%	2.60%	2.80%
1월 15일 (목)	US	신규 실업수당 청구건수	상	208k	215k	-

1월 16일 ~ 1월 25일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상
1월 16일 (금)	US	뉴욕 연준 서비스업 경기활동	하	-20	-
	US	설비가동률	중	76.0%	76.0%
1월 19일 (월)	EC	CPI (전년대비)	중	2.00%	-
1월 20일 (화)	SK	PPI 전년비	중	1.90%	-
1월 21일 (수)	US	MBA 주택융자 신청지수	중	28.5%	-
1월 22일 (목)	US	선행지수	중	-0.3%	-
	SK	GDP (전년동기대비)	중	1.8%	-
	SK	GDP 연간 YoY	하	2.0%	-
	US	GDP 연간화 QoQ	중	4.3%	4.3%
1월 23일 (금)	SK	소비자심리지수	중	109.9	-
	US	S&P 글로벌 미국 종합 PMI	중	52.7	-
	JN	BOJ 정책 금리	중	0.75%	-

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정원일, 이나라)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.