KYOBO 교보증권

경제와 환율의 균형잡기

발간일자 2026.02.23

[경제/환율] 위재현 선임연구원
jhwee11@iprovest.com

KYOBO 교보증권

CONTENTS

3 Summary

4 Key Chart

10 1. 미국 경제: 끝나지 않은 성장

22 2. 달러: 정치적 약달러, 구조적 강달러

32 3. 한국 경제: 수출이 견인할 2026 성장

40 4. 원화: 과도한 약세의 정상화 기로

48 Appendix: Chart Book

Summary

우리가 익히 알고 있던 경제와 환율의 상관관계가 최근 눈에 띄게 약해졌다. 일반적으로 성장률이 높은 국가는 자산 수익률이 높아지고, 그에 따라 통화가치 역시 강세를 보이는 것이 자연스럽다. 그러나 최근에는 정치적 압력과 수급 요인 등 다양한 노이즈가 더해지면서 통화가치와 펀더멘탈 사이의 괴리가 확대되는 모습이다. 2026년에는 한국과 미국의 성장률이 주요국 대비 견조한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 달러와 원화는 각기 다른 이유로 약세를 보이고 있지만, 점진적으로 통화가치가 펀더멘탈에 수렴해 가는 모습을 보일 것으로 판단한다.

올해 미국 경제는 연 2.6%의 양호한 성장률을 기록할 전망이다. 투자 측면에서는 빅테크들의 대규모 Capex 지출이 성장률을 견인하고, 소비 측면에서는 상반기에 예정된 대규모 소비환급액이 성장률을 지지할 것으로 예상된다. 미국 경제에 있어 가장 큰 리스크는 고용시장 둔화와 빅테크 기업들의 과잉투자 우려인데, 아직까지 시스템 리스크로 번질 만한 징후는 확인되지 않는다.

양호한 성장률 전망에도 달러화는 약세를 보이고 있다. 다만 환율이 상대적 성장률과 금리차에 의해 움직인다는 논리가 맞다면, 연내 추가 약세는 제한될 것으로 보인다. 약달러의 재료로 해석됐던 재정확장 우려는 성장률 측면에서 오히려 강달러 재료가 될 수 있다. 또한 과거 구조적으로 달러화가 약세를 보였던 시기와 현재의 정치, 경제적 환경은 매우 다르다는 점을 인식해야 한다. 무엇보다 달러 약세를 주도했던 해외 기관들의 사후적 환헤지 관행도 당분간 일단락 될 것으로 예상된다.

한국 경제는 연 2.2%의 성장률을 기록할 전망이다. 미국의 AI투자 확대는 자연스럽게 국내 수출 확대로 이어진다. 현재 메모리 시장의 극심한 공급부족 상황은 반도체 가격 상승으로 반영되고 있는데, 당분간 가격효과가 이어지며 수출 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 반도체 제외 업종의 수출 부진이 우려될 수 있겠으나, 아직 전체 수출 확장세를 제약하는 수준은 아니다.

올해 원화는 중요한 변곡점의 기로에 있다. 달러-원 환율은 과거 국내 수출 사이클과 동행하는 패턴이 관찰됐는데, 이번에도 이러한 패턴이 적용된다면 원화는 강세로 전환돼야 한다. 펀더멘탈을 감안한 균형환율은 1,250원 수준이고, 국내 조달시장에서 달러 유동성은 풍부한 것으로 확인된다. 환율이 내려올 공간과 달러의 물량이 충분한 상황에서 당국의 정책효과가 기대심리를 누르는 데 성공한다면, 원화는 연내 1,300원 초반까지 하락이 가능할 것으로 예상된다.

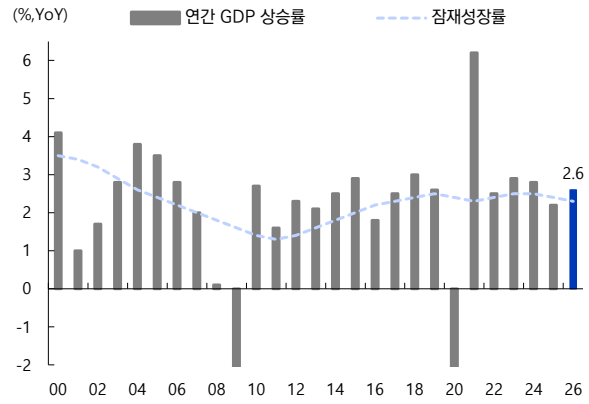
Key Chart

[도표 1] 주요 경제지표 전망 (단위: %,pt,원)

		2025				2026				2025	2026(E)
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간(E)
미국	GDP(QoQ,연율화)	-0.6	3.8	4.4	1.4	1.1	3.8	4.4	1.2	2.2	2.6
	CPI	2.7	2.5	2.9	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.6
한국	GDP(QoQ)	-0.2	0.7	1.3	-0.3	0.8	0.6	0.4	0.4	1.0	2.2
	CPI	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
달러인덱스		107	100	98	99	97	96	97	98	101	98
달러-원		1,450	1,400	1,385	1,450	1,420	1,380	1,340	1,300	1,420	1,370

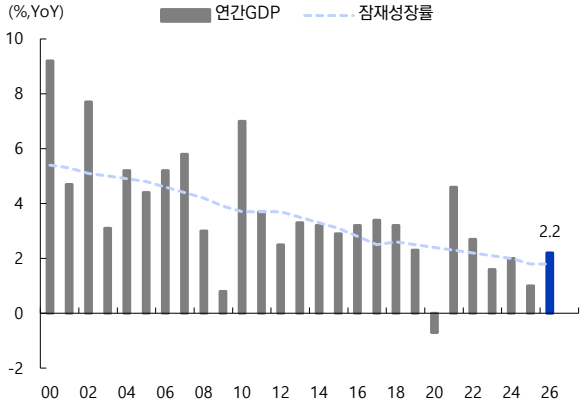
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 연간 GDP 상승률과 올해 성장률 전망치



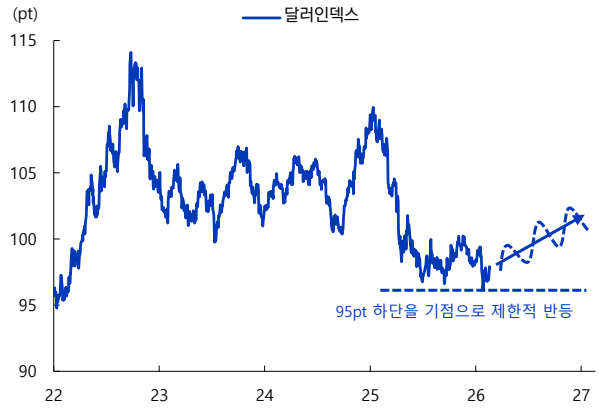
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한국 연간 GDP 상승률과 올해 성장률 전망치



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 달러인덱스 추이와 전망

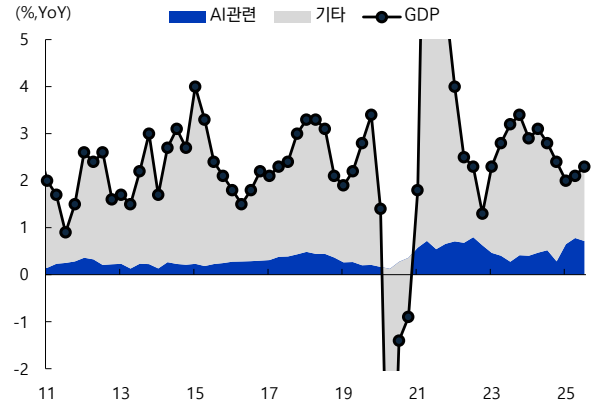


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 달러-원 환율 추이와 전망

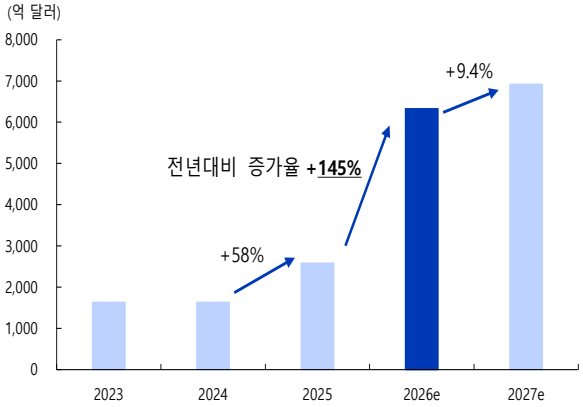
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 미국의 GDP와 AI 관련 투자의 성장률 기여도



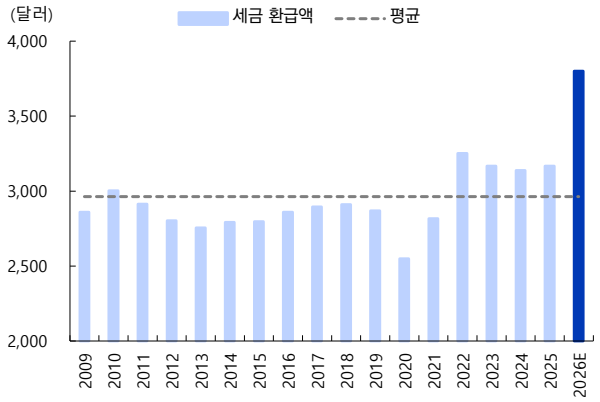
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 하이퍼스케일로 5개사의 Capex 전망치



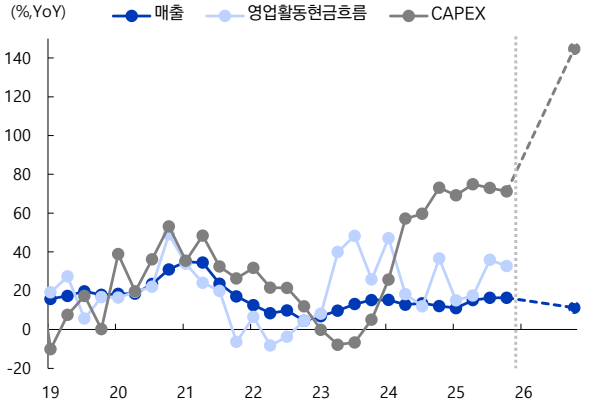
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 미국의 과거 평균 세금 환급액과 올해 예상 환급액



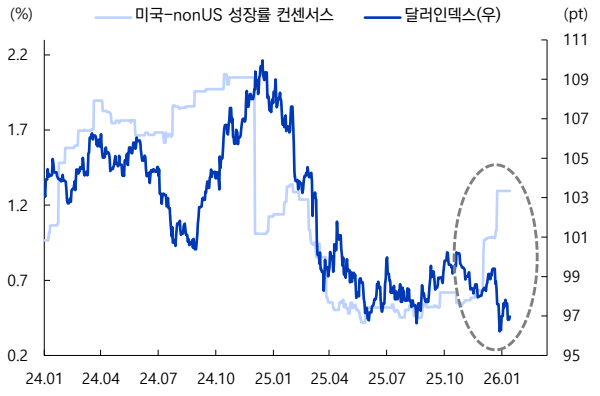
자료: IRS, TaxFoundation,교보증권 리서치센터

[도표 9] 하이퍼스케일러 5개사의 매출, 영업활동현금흐름, CAPEX



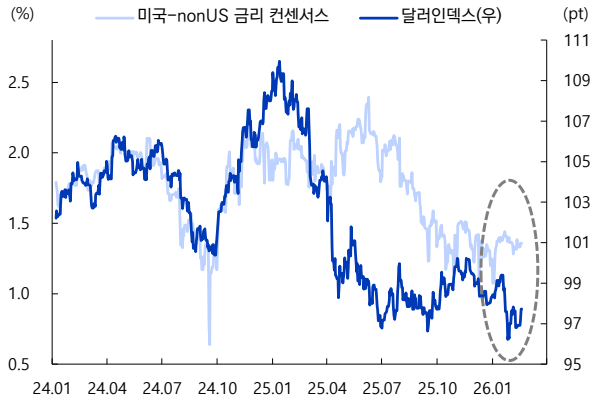
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 달러인덱스와 주요국 성장률 컨센서스 추이



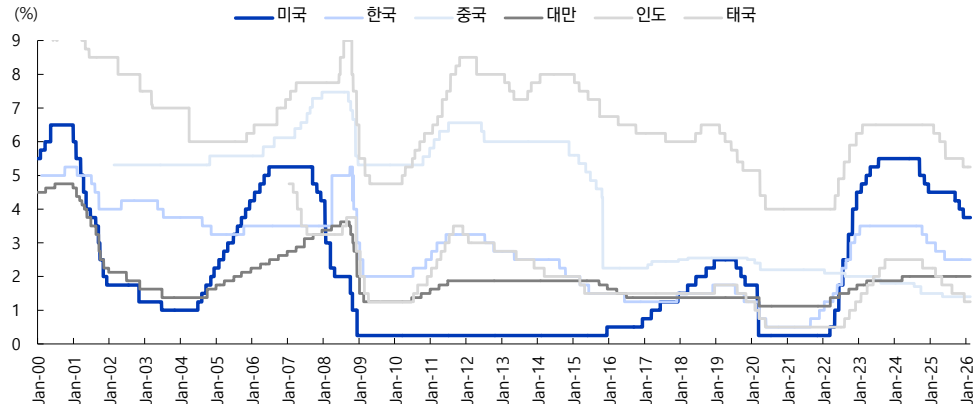
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 달러인덱스와 주요국 금리 컨센서스 추이



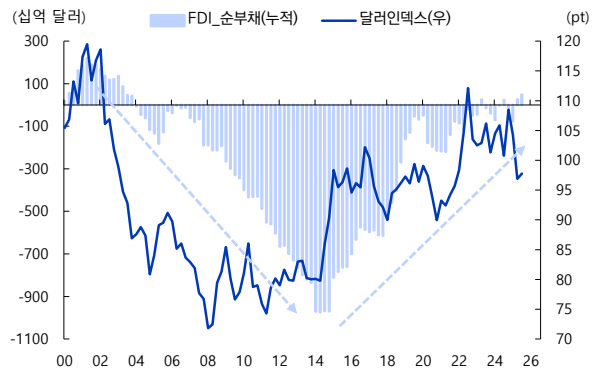
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 2000 년도 이후 미국과 주요 신흥국 기준금리 추이, 대부분의 기간 미국 금리가 낮아



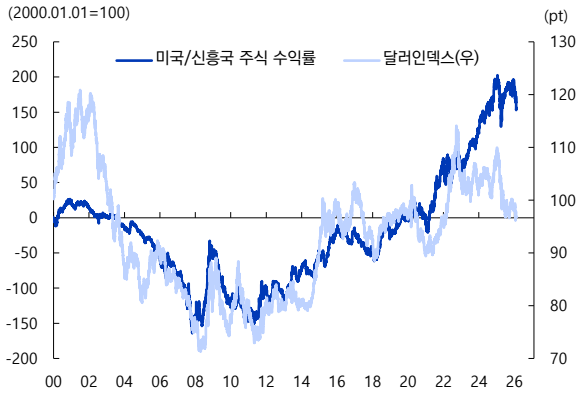
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 미국의 FDI 투자가 확대되던 2000s, 회수되는 2010s



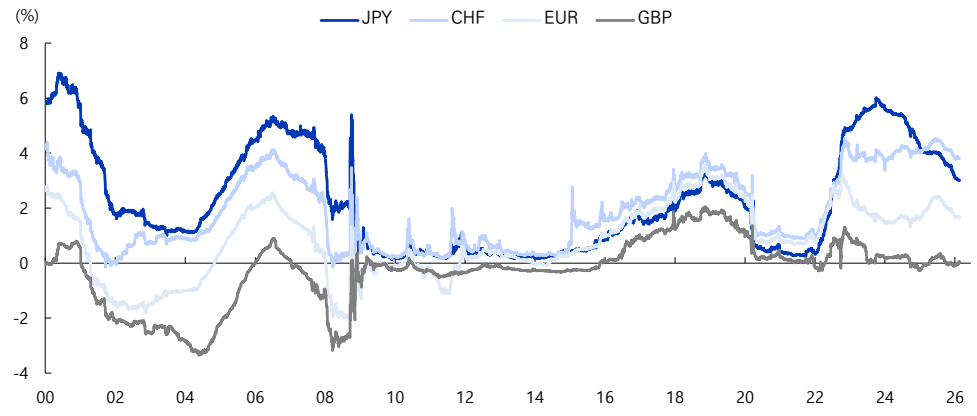
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 달러화 약세는 신흥국 주식 수익률 우위로 이어져



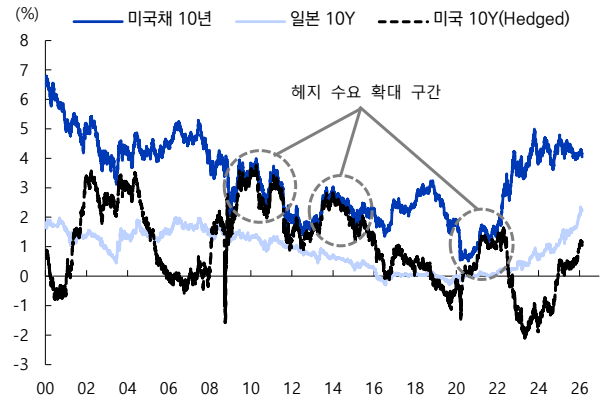
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 달러인덱스를 구성하는 주요통화의 환헤지 비용



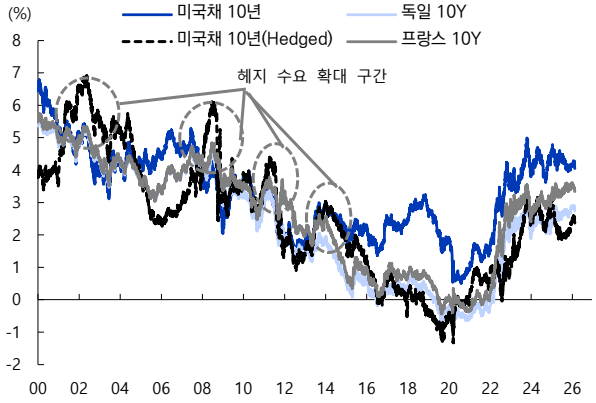
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] JPY 기반 투자자의 미국채 환헤지 수익률 비교



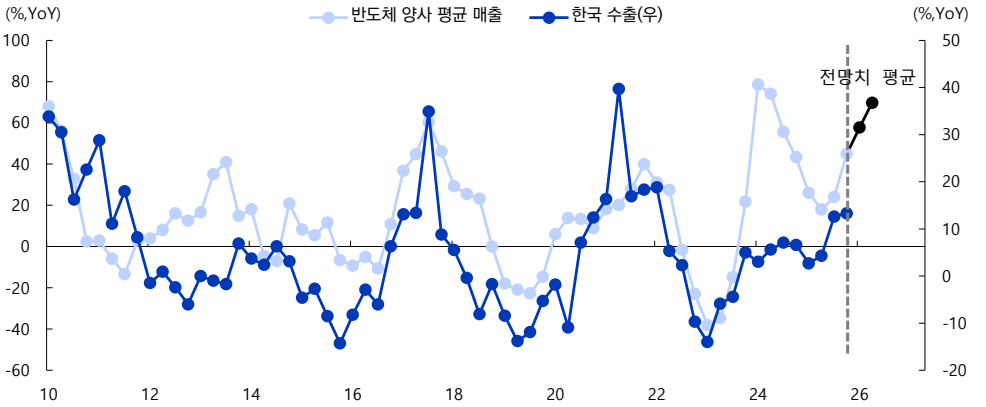
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] EUR 기반 투자자의 미국채 환헤지 수익률 비교



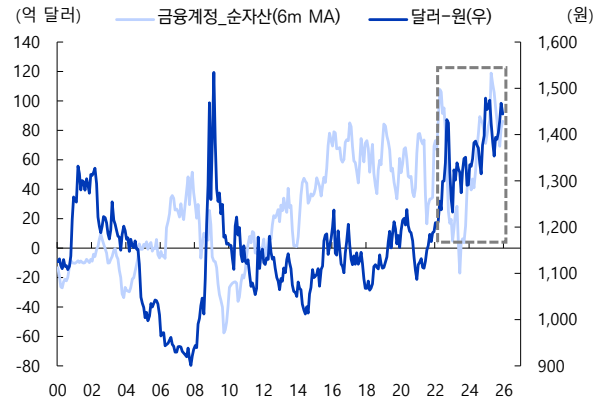
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 반도체 양사 평균 매출의 시장 전망치와 한국 수출 추이



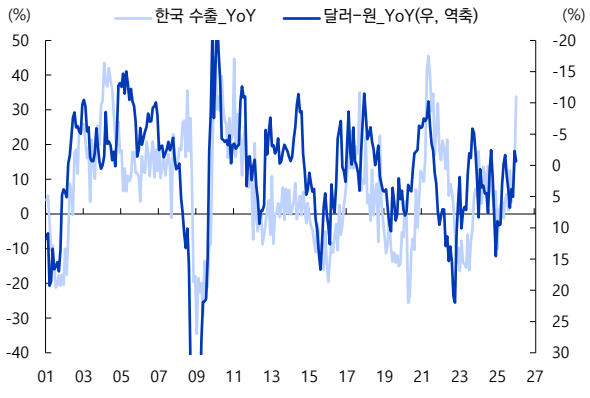
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 코로나 이후 달러-원 환율은 주로 수급에 영향



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 더 긴 시계열을 감안하면 수출 모멘텀과 동행



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

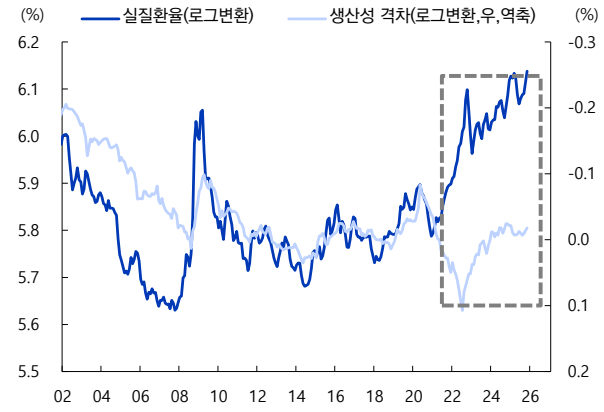
[도표 21] 실질환율과 실질금리차

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 실질환율과 성장률 격차(한국-미국)

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 실질환율과 생산성 격차

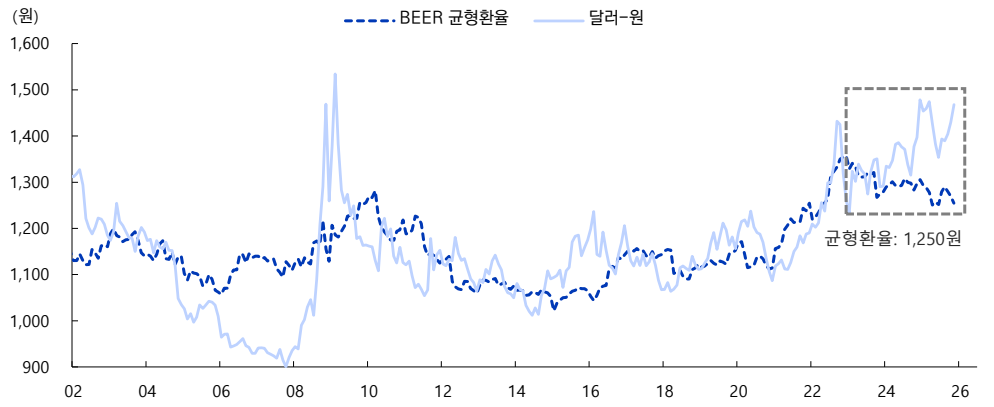


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 실질환율과 교역조건

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 거시경제 변수를 감안한 BEER 모델 기준 달러-원 적정환율은 1,250 원



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

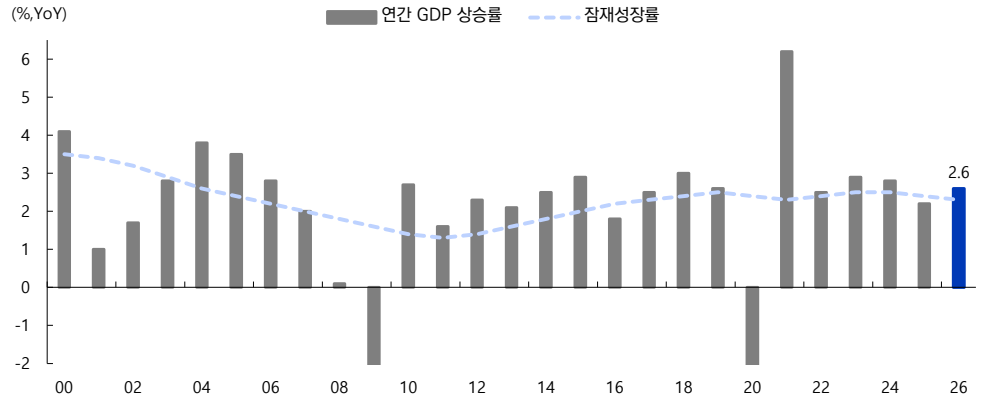
이 페이지는 편집상 공백입니다.

1. 미국 경제: 끝나지 않은 성장

당사는 2026년 미국의 성장률을 2.6%로 전망한다(2025년 2.2%). AI가 미국 경제에 미치는 영향이 점차 확대되고 있다. 2025년 3분기 기준 성장률 기여도의 30%가 AI 관련 투자였는데, 시장에 확산된 과잉투자 우려와 별개로 투자 사이클은 당분간 지속될 것으로 예상한다. AI가 투자 측면에서 성장률을 지지하는 가운데 소비도 양호할 전망이다. 3~4월에 예정된 세금 환급액은 전년대비 최소 20% 증가하며 강한 소비 여력을 제공할 것이다.

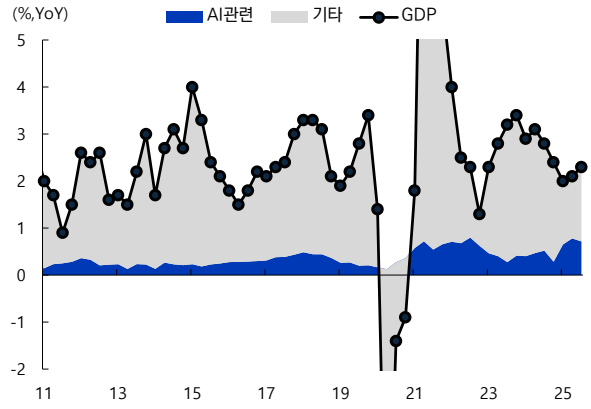
전반적인 금융환경도 성장률에 우호적이다. 올해 연말까지 추가 금리 인하 기대감이 유지되는 가운데 재정정책도 확장적으로 운영되고 있다. 반대로 미국 경제의 가장 큰 Tail Risk는 고용시장의 급격한 둔화와 AI 빅테크들의 자금조달 방식 변경인데, 주어진 동행지표로 보면 아직 시스템 리스크로 확산될 조짐은 없다.

[도표 26] 올해 미국의 GDP 성장률 전망: 작년(2.2%)과 잠재성장률(2.3%)을 모두 상회하는 2.6%



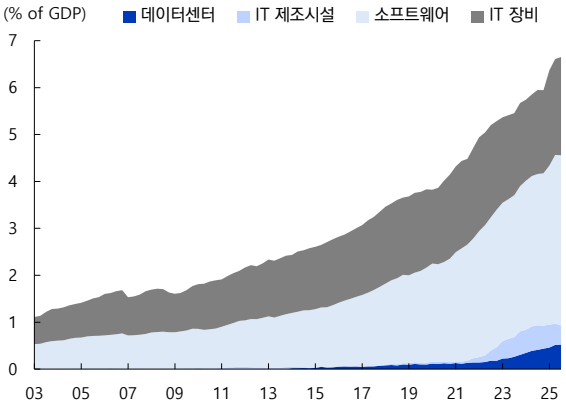
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 미국의 GDP와 AI 관련 투자의 성장률 기여도



자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 데이터센터와 IT 인프라 투자는 최근 눈에 띄게 상승



자료: BEA, 교보증권 리서치센터

1-1. 미국의 AI 투자 사이클은 지속될 것

AI가 미국 경제에 미치는 영향이 커진 만큼 투자 사이클의 현주소를 고려할 필요가 있다. 결론적으로 주식시장이 아닌 실물경기 기준으로 놓고 보면, 과거 대비 현재 투자 규모가 과도하지 않다. 1970년대 이후 고정자산투자가 GDP에 유의미한 영향을 줬던 투자 사이클은 총 6차례 정도로 분류되는데, 이 사례들(평균:2.4%) 대비 현재 미국의 AI투자가 GDP에서 차지하는 비중(0.7%)은 아직 낮은 수준이다. 지속 기간으로 보더라도 평균적으로 7년 동안은 투자 사이클이 유지됐는데, AI에 대한 본격적인 투자는 아직 4년도 채 되지 않았다.

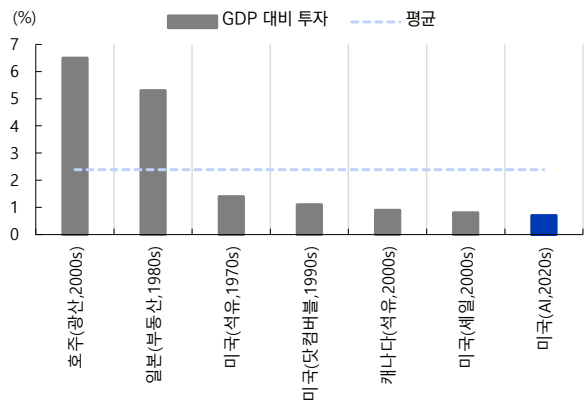
투자 사이클 종료의 트리거는 다양하나 근본적인 원인은 같다. 글로벌 통상환경 변화(중국 인프라 투자 감소), 정부의 규제(일본 부동산), 통화정책 전환(미국 오일 쇼크)이라는 각각의 재료가 있었지만, 결국 근본적으로 확대된 공급 대비 수요가 부진하다는 점이 확인됐을 때 가격이 급락하고 투자 사이클이 종료됐다. 반면 지금은 늘어나는 수요를 공급이 따라오지 못하는 극심한 공급부족 국면에 있다. 투자의 형태가 바뀔 수는 있겠으나 추세는 유지될 전망이다.

[도표 29] 1970 년대 이후 투자 사이클의 사례와 종료 원인

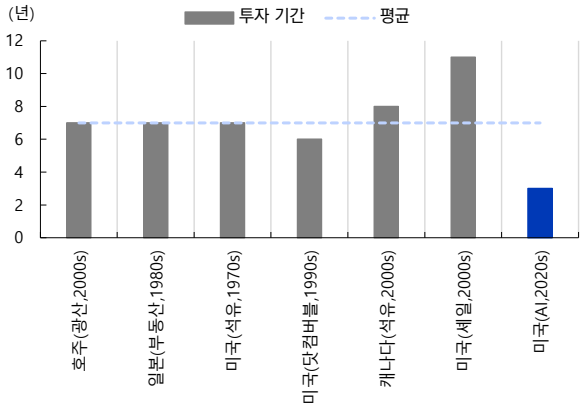
국가	기간	투자 내용	투자 사이클 종료 원인
미국	1974-1981	광업 탐사 및 유정 투자	**유가 하락& 고금리 충격:** 2 차 오일쇼크 이후 수요 감소와 공급 과잉, 폴 볼커 연준 의장의 초고금리 정책으로 인한 유가 급락
일본	1984-1991	민간 상업용 부동산 투자	**버블 붕괴&금리 인상:** 일본은행(BOJ)의 급격한 금리 인상과 대출 총량 규제
미국	1994-2000	정보처리 장비 및 소프트웨어	**닷컴 버블 붕괴:** 금리 인상과 과도한 벨류에이션에 대한 의구심 확산, 통신 인프라의 공급 과잉으로 인한 투자 급감
미국	2003-2014	셰일가스 투자	**2014 년 유가 폭락:** OPEC 과 미국 셰일 업계의 증산 경쟁으로 인해 유가 폭락
캐나다	2004-2012	오일샌드 개발	**유가 및 원자재 가격 조정**: 오일샌드 개발 비용 상승과 2010 년대 초 원자재 가격 피크아웃
호주	2005-2012	민간기업 광업 투자	**중국 성장 둔화:** 중국의 인프라 투자 감소로 철광석 및 석탄가격 하락

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] 과거 사이클에서 고정자산투자가 GDP 에서 차지하는 비중



[도표 31] 과거 사이클의 평균적인 지속 기간



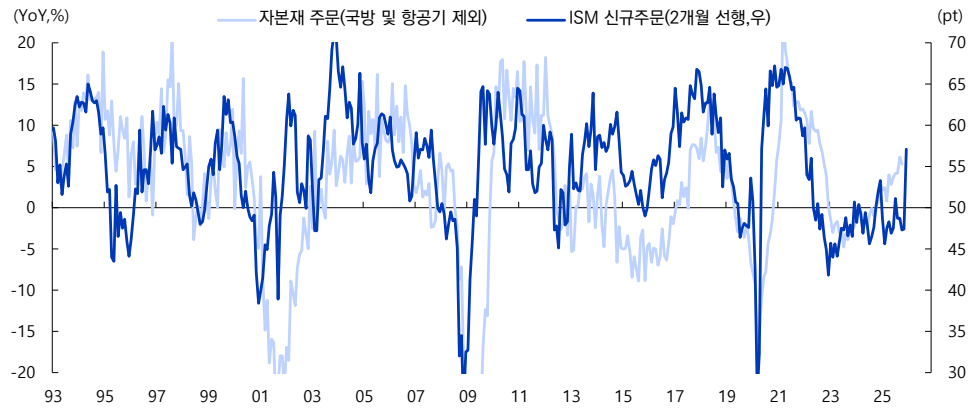
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

자료: BIS, 교보증권 리서치센터

빅테크들의 투자 지출은 제조업 지표에도 점차 드러나고 있다. 기업들의 핵심 설비투자는 국방 및 항공기를 제외한 자본재 주문으로 확인할 수 있는데, 2023년 이후 유의미한 반등세가 이어지며 제조업 심리 전반을 견인하고 있는 것으로 확인된다. 반면 증가하는 주문량 대비 재고는 상당히 정체되어 있어 재고 소진이 이어지고 있다. 재고 고갈의 속도는 닷컴버블 당시와 비슷하나 아직 장기 평균 대비 재고/주문 비율은 높은 수준이다(도표33). 수요 우위 국면이 당분간 지속될 수 있다.

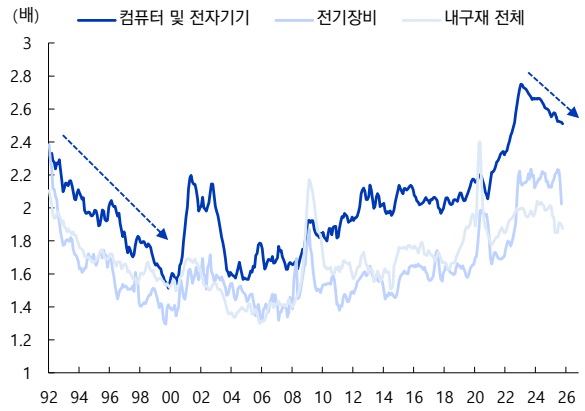
올해 빅테크들의 자본지출(Capex) 규모는 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. AI 기업들 간의 경쟁 심화도 원인이겠으나, OBBBA 법안의 세제 혜택도 올해 집중적으로 드러날 것이다. OBBBA 법안은 기존 5년에 나누어 공제하던 국내 R&D 투자에 대해 즉시 비용처리를 허용했다. 세금 신고 기간인 3-4월에는 해당 법안을 적용한 최종 세액이 확정되며, 작년 실제 납부액과의 차액을 환급 받을 수 있어 추가 현금흐름이 Capex에 사용될 수 있다.

[도표 32] 핵심 설비투자 지표와 ISM 제조업 PMI 내 신규주문

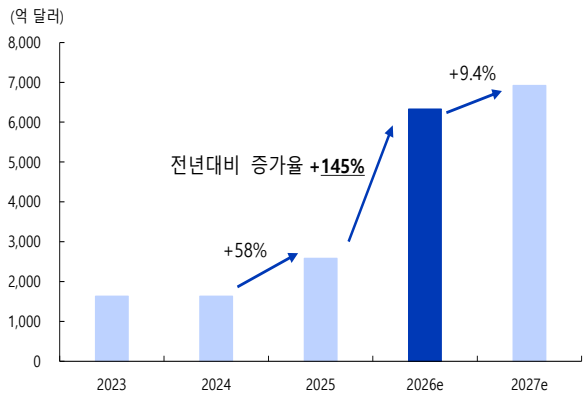


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 주요 항목별 재고/주문 비율



[도표 34] 하이퍼스케일로 5 개사의 Capex 전망치



자료: Census Bureau, 교보증권 리서치센터

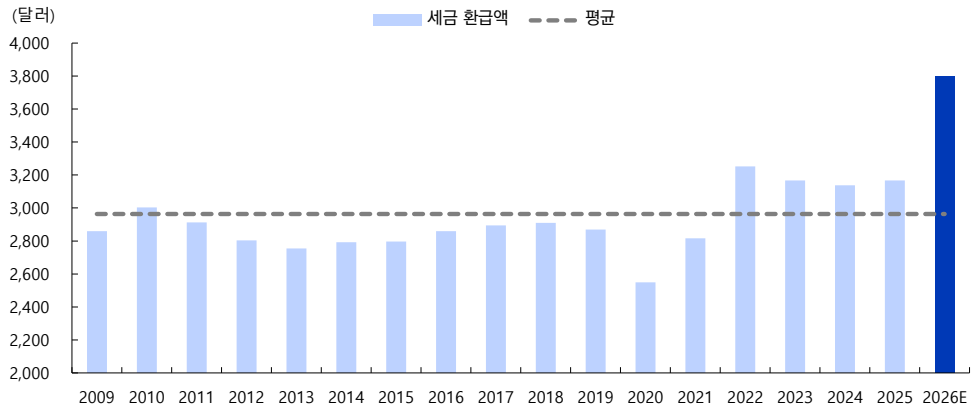
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-2. 양극화 문제는 있겠지만 소비는 견조할 것

AI 투자가 지속되는 가운데 소비 또한 견조한 흐름을 이어갈 전망이다. 근거는 1) 올해 예정된 역대급 세금 환급이 견조한 소비 여력을 제공할 것이며, 2) 현재 금융환경 또한 상당히 완화적 영역에 위치해 있기 때문이다. 게다가 AI 투자 기대감이 벨류에이션 부담을 딛고 추가 주식시장 랠리를 이끌 경우, 소비 모멘텀은 예상보다도 더욱 양호할 가능성이 있다.

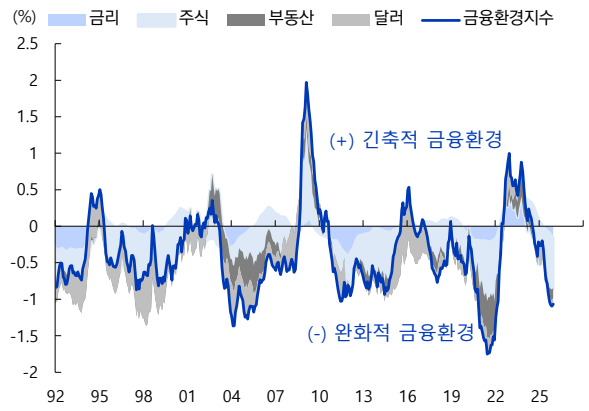
우선 OBBBA 법안에 따른 올해 세금 환급금은 소비 부양 효과가 상당할 것이다. 2009년 이후 평균 환급액은 건당 3,000달러 수준인데, 작년 세액공제까지 소급 적용하여 환급을 받는다면 26년도 평균 환급액은 3,800~4,000달러로 급증할 예정이다(도표35). 25년도 세금 환급 건수가 1억 5,000만건 임을 감안했을 때, 평년대비 약 1,300억~1,600억 달러의 추가 재정이 가계에 전달되는 효과다. 이는 25년 GDP의 0.4%~0.5%, 26년도 예상 재정적자의 7.7%~9.4% 수준이다

[도표 35] 과거 평균 세금 환급액은 3,000 달러, 올해 예상되는 환급액은 3,800~4,000 달러



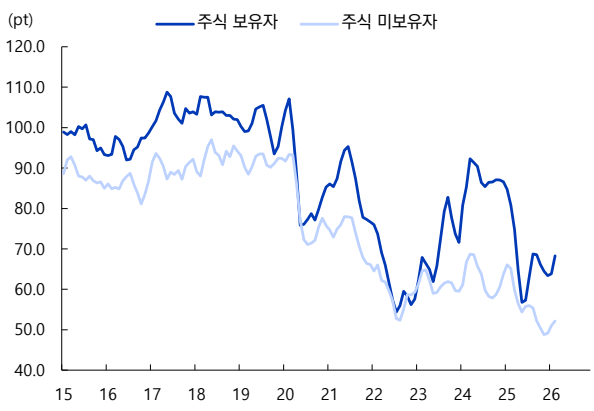
자료: IRS, TaxFoundation, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 금융환경지수는 현재 상당히 완화적



자료: FRB, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 소비자심리지수는 주식 보유자 중심으로 반등

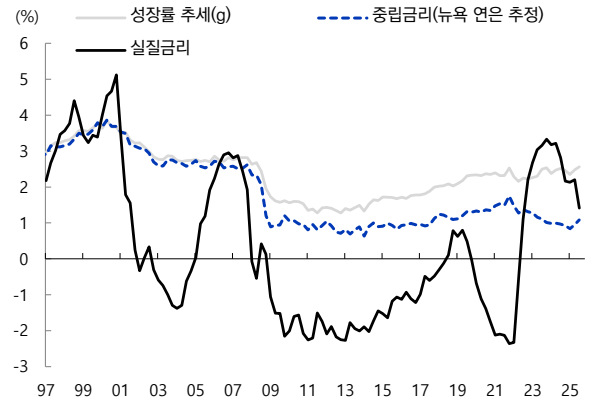


자료: Univ of Michigan, 교보증권 리서치센터

재정이 방출되는 와중에 통화 환경도 중립적인 수준에 근접하고 있다. 중립금리(r*)는 물가 상승을 유발하지 않고, 동시에 경제활동에 제약을 주지 않는 이상적인 금리다. 중립금리는 추정 기관과 모델마다 상이하지만, 보다 보수적인(중립금리가 낮은) 뉴욕 연은의 HLW 모델 기준 1.08% 로 실질금리(1.41%) 대비 고작 33bp 낮다. 현재 시장에 반영중인 연내 금리 인하 횟수는 2~3회 정도인데, 2회의 금리 인하만 단행되더라도 통화 환경은 중립적 영역으로 진입하게 되는 셈이다.

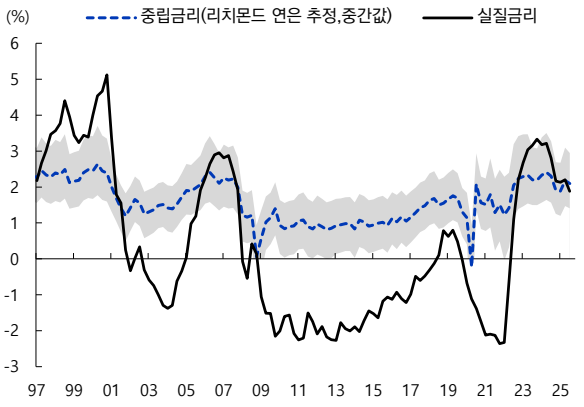
재정 확장 국면에서 통화정책 마저 실물경제를 제약하지 않는다면 성장률은 양호할 수밖에 없다. 통화 완화 국면을 단순히 금리 인하기가 아닌 "중립금리를 하회하는 실질금리 기간"이라고 가정했을 때, 1970년도 이후 통화완화와 재정확장이 동시에 시행된 사례는 총 5차례에 불과했다. 이 5차례는 모두 전미경제연구소(NBER) 기준 경기침체 구간이었다. 내년까지 금리 인하가 지속될 경우 미국 경제는 이례적으로 침체없는 완화 국면에 진입하게 된다.

[도표 38] 뉴욕 연은 추정(HLW) 중립금리와 실질금리는 33bp 차이



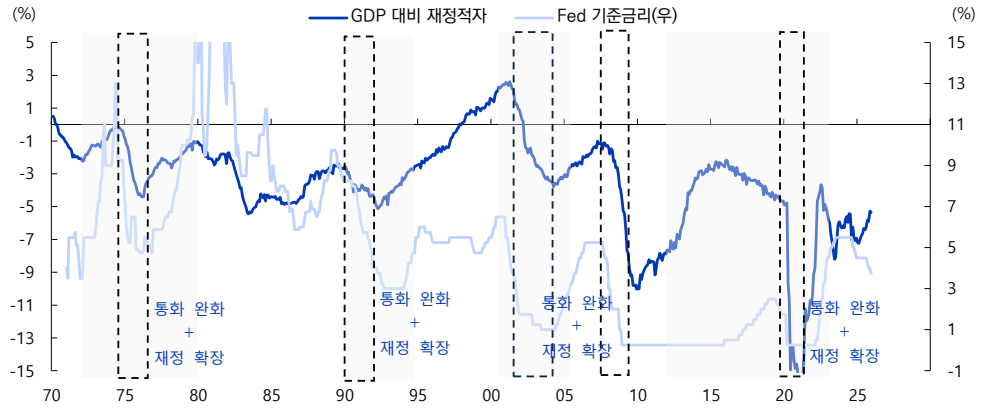
자료: NewYork Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주: 실질금리의 경우 "기준금리-기대인플레이션(BEI)"으로 산출

[도표 39] 리치몬드 연은 추정치 기준 이미 중립금리를 하회



자료: Richmond Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 1970 년대 이후 미국의 통화완화+재정확장 조합은 모두 경기침체 대응용으로 사용

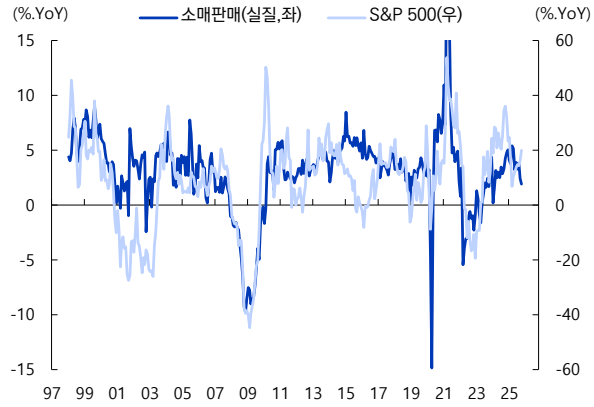


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터/ 주: 음영 부분은 실질금리가 중립금리를 하회했던 통화완화 구간

미국의 소비에 있어 주식시장의 영향은 매우 크다. GDP 대비 시가총액 비율은 닷컴버블 고점 당시 137%에서 작년말 기준 221%로 상승했다. 실물경제 연간 생산량 보다 2배 많은 자금이 주식시장에 집중된 셈이다. 다만 자산가격의 상승은 소수의 고소득층에 집중됐다. 소득 상위 20% 계층은 전체 자산의 70% 이상을 보유 중이고, 전체 소비의 56%를 차지하고 있다. 이러한 양극화 현상은 실물경기와 주식시장의 연결고리를 강화시켰다.

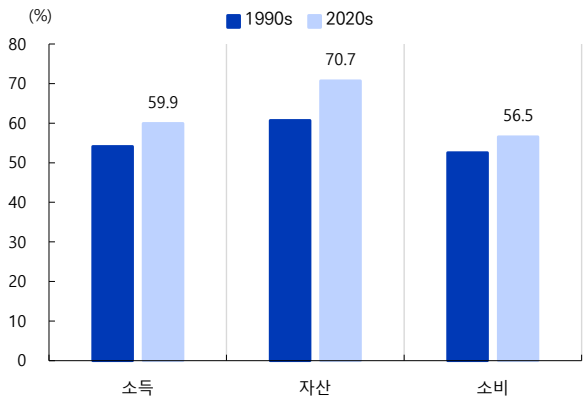
즉 주식시장이 부진하면 소비도 둔화될 위험이 있다. 현재 AI 기업들에 대한 과잉투자 논란, 자금조달의 방식 변화 등은 주가 조정을 통해 소비에 영향을 미칠 수 있다. 다만 과거 닷컴버블과 비교하면 현재 주식시장은 성격이 다소 다르며(도표45,46), 리스크에 대해서는 후술하겠으나 앞서 언급한 대규모 세금 환급과 금융환경 완화 영향에 소비 기반은 지지될 전망이다.

[도표 41] 미국 실질 소비 증가율과 자산가격 상승률의 관계



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

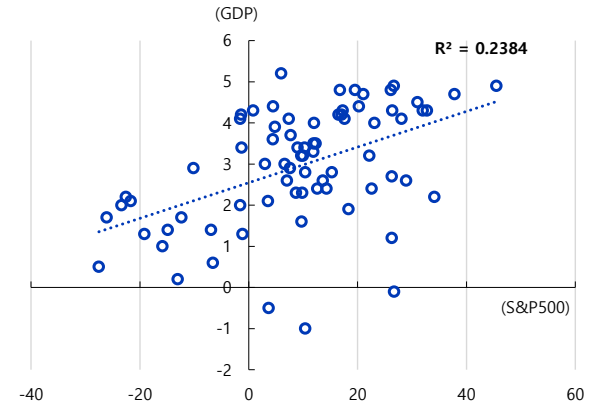
[도표 42] 미국 소득 상위 20% 계층의 자산 및 소비 집중도



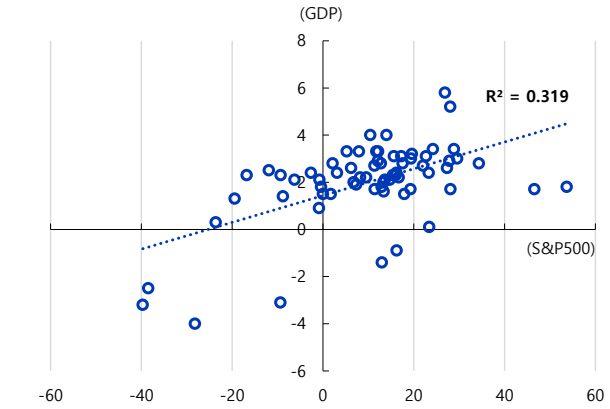
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 금융위기 이전, S&P500 과 GDP 의 관계

[도표 44] 금융위기 이후, 자산 양극화에 따라 설명력 더욱 높아진 양상

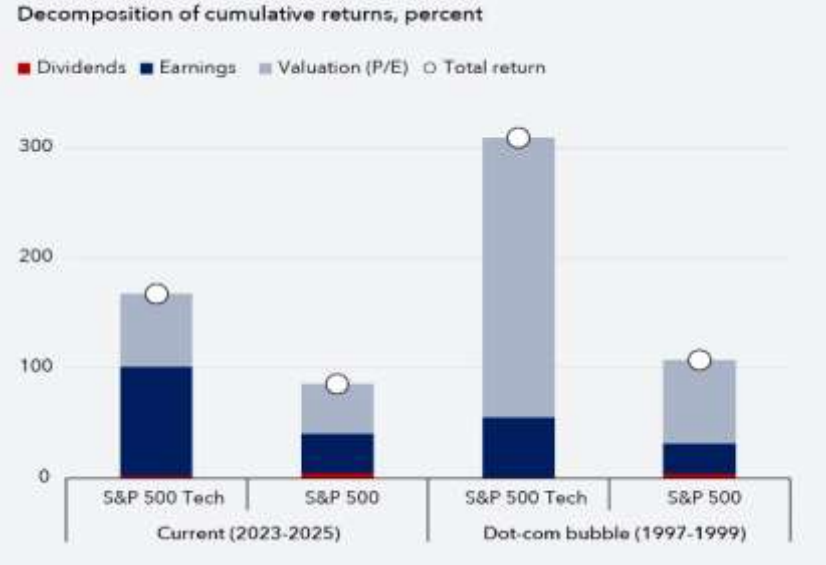


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



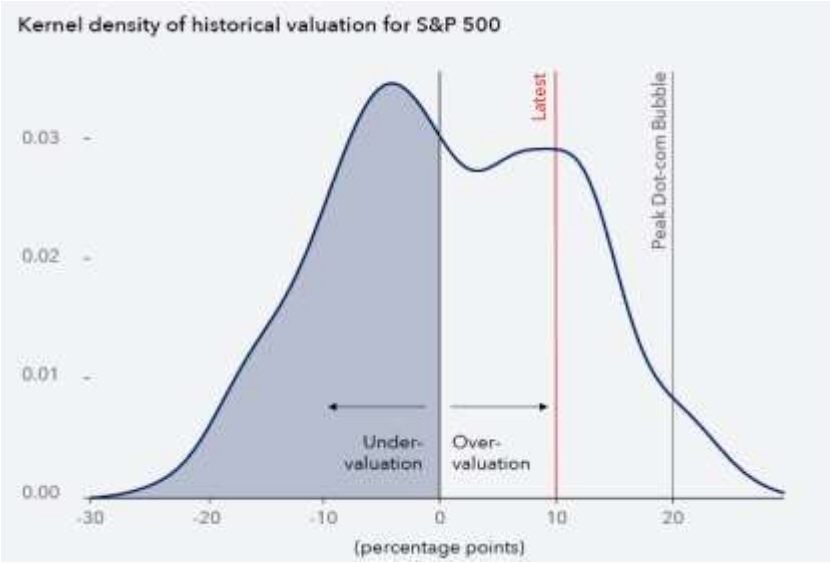
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 과거 닷컴버블 당시와 현재 AI 사이클 비교: 과거와 달리 주가 수익률의 대부분이 이익(Earning)에 근거



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 단순 벨류에이션으로 보면 고평가 영역은 맞지만 닷컴버블 고점 대비 절반 수준에 위치



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

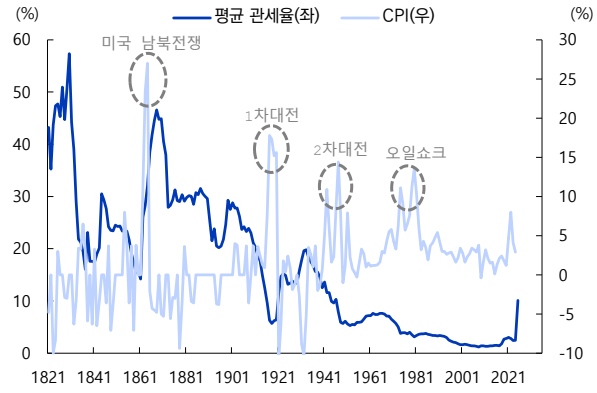
1-3. 공급 인플레 vs 수요 인플레

관세를 역사적 관점에서 평가하기는 어렵다. 19세기 이후 고율관세가 부과되던 시기에 물가가 상승한 사례가 있지만 관세보다는 전쟁 영향이 컸다. 현재 관세율은 지난 1세기 동안 가장 높은 수준인 만큼 최근의 사례를 찾기도 어렵다. 게다가 철강이나 알루미늄에 대한 관세는 유지하고, 반도체나 의약품 등 핵심 품목에 대한 관세율은 발표가 지연되면서 관세 정책이 선별적으로 운영되고 있다. 대법원의 관세 판결 불확실성 또한 관세에 대한 평가를 더욱 어렵게 하고 있다.

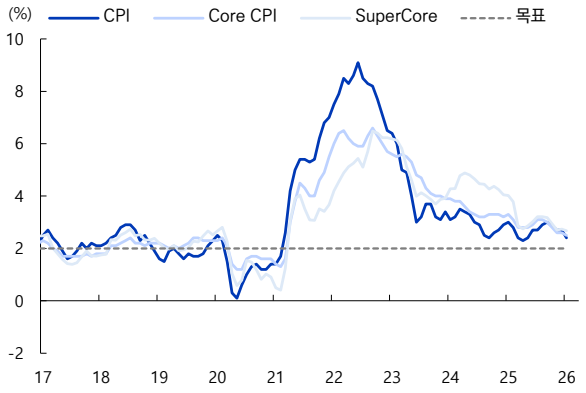
관세 효과를 확인하는 보다 간단한 방법은 미국 수입업자와 유통업자들의 마진을 추적하는 것이다. PPI 항목 중 유통 서비스(Trade Service)는 유통업체들의 마진을 나타내는데, 이 항목이 오를수록 비용 부담을 소비자에게 전가했다는 의미로 해석할 수 있다. 또 한 가지 방법은 지역 제조업체들의 실제 판매가격(Price Received)을 확인하는 것이다. 유통업체나 제조업체 모두 현재 가격 전가를 일부 단행하고 있는 것으로 확인된다. 물가에는 상승 압력이다.

[도표 47] 역사적인 관점에서 관세율과 물가의 관계는 불명확

[도표 48] 전반적인 CPI 물가는 목표에 수렴하는 듯 보이지만

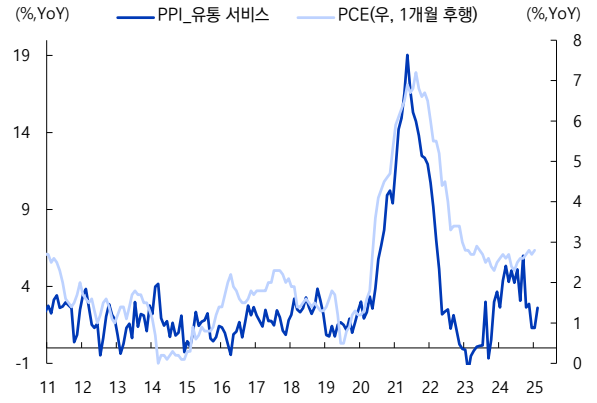


자료: Minneapolis Fed, Tax Foundation, 교보증권 리서치센터



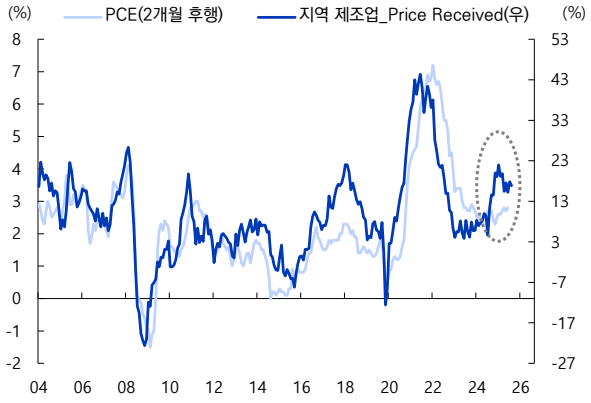
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 유통업체들이 다시 마진압박을 전가하기 시작



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 물가 선행지표인 제조업체 수취가격도 반등 중



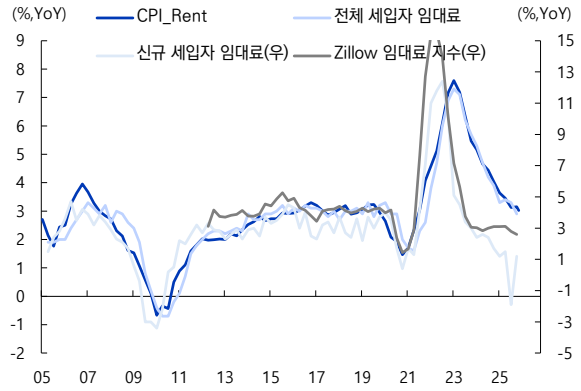
자료: 각 지역 연은, 교보증권 리서치센터 /주: 뉴욕, 달라스, 필라델피아, 캔자스, 리치몬드 지역

다만 당사는 올해 미국의 인플레이션 수준이 2.4%~3.0% 수준에서 유지될 것으로 전망한다. 핵심은 주거비다. 주거비는 CPI의 30% 이상, PCE의 약 16% 가량을 차지하는 가장 큰 변수다. 주거비의 선행지표들은 대체로 주거비의 추가 하락을 암시하고 있다. 트럼프 대통령은 MBS 매입을 지시해 모기지 금리를 낮추고, 기존주택과 신규주택 공급을 늘려 주거비의 추가 하락을 유도하고 있다. 관세의 물가 전가 효과는 재화 물가를, 양호한 소비는 서비스 물가에 상승 압력을 주는 와중에 공급 주도(유가/주거비/약값) 디스인플레이션이 이를 상쇄하는 국면이다.

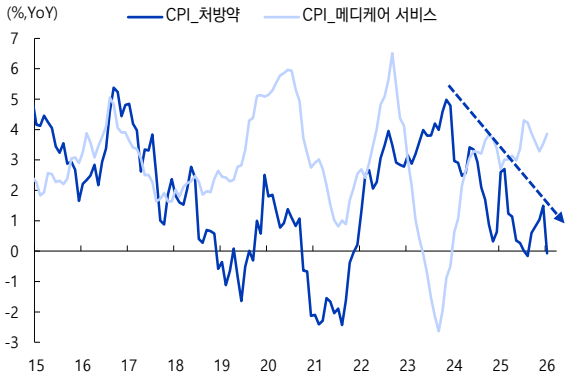
향후 미국은 공급發 디스인플레이션과 수요發 인플레이션 압력이 계속해서 힘겨루기 하는 모습이 예상된다. 코로나 이후 물가 상승의 원인이 러-우 전쟁과 공급망 병목 현상일 수 있지만, 재정확장에 따른 수요 인플레이션도 상당한 영향을 미쳤다. 현재 물가에 비해 임금 하락속도가 제한적인 만큼 실질임금이 견조하게 유지되고 있다. 공급 확대 전략이 실패한다면 언제든 수요 인플레이션이 재발할 여지가 있다.

[도표 51] 물가 비중이 가장 높은 주거비의 선행지표는 추가 둔화

[도표 52] 메디케어 협상으로 처방약 가격도 하락

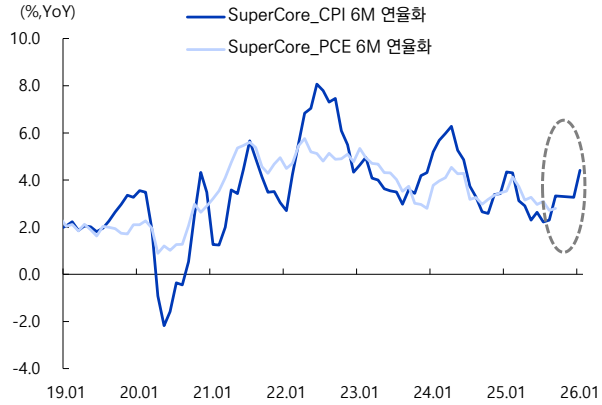


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 양호한 경기는 서비스 인플레이션을 유발



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 물가 하락 속도에 비해 임금 하락 속도는 제한적

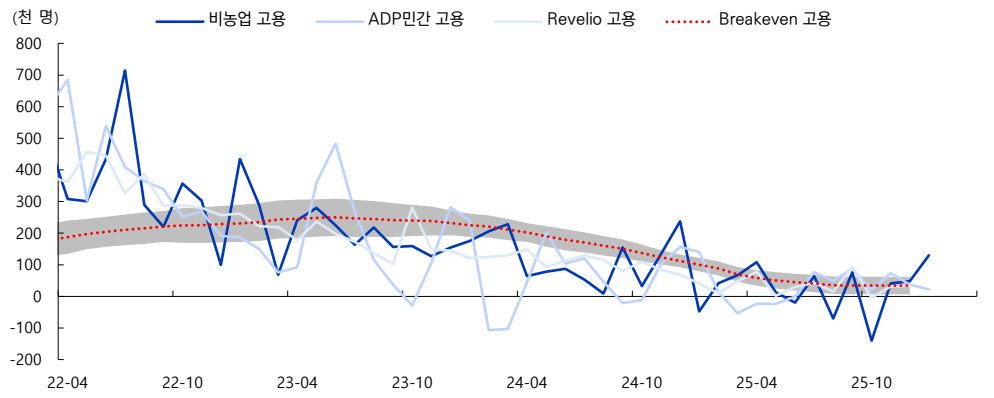
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-4. 미국 경제의 Tail Risk, 아직은 우려할 단계 아니야

올해 미국 경제의 가장 큰 Tail Risk 중 하나는 고용시장이다. 미국 고용시장은 둔화 국면이긴 하나, 아직 침체 국면은 아니다. 신규 고용이 정체됐지만 해고도 적어 임금 변화를 통해 소비시장에 타격을 주는 상황이 아니다. 이민자 유입이 급격히 줄어든 상황에서 균형 수준의 신규 고용은 월 3만 명 정도로 추정되는데(Dallas Fed), 최근 발표된 고용량은 이 수준에서 크게 벗어나지 않는다.

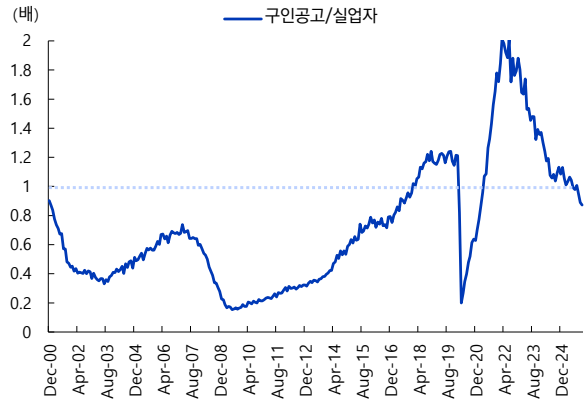
베버리지 곡선을 보면 현재 시장은 균형점의 정중앙에 위치해 있다. 현 상황에서 노동수요가 감소하면 실업률이 급격하게 상승할 수 있는 위험이 존재한다. 다만 실업률 상승의 원인이 중요하다. 노동시장 진입 인구의 증가 때문이라면 시간이 지남에 따라 균형 상태로 복귀할 수 있겠으나, 지속적인 해고로 실업률이 상승한다면 고용시장은 침체 국면에 접어들 수 있다. 다만 아직 광범위한 해고를 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다.

[도표 55] 신규 고용이 정체됐지만 이민자 유입 둔화를 감안하면 균형 수준에서 크게 벗어나지 않아



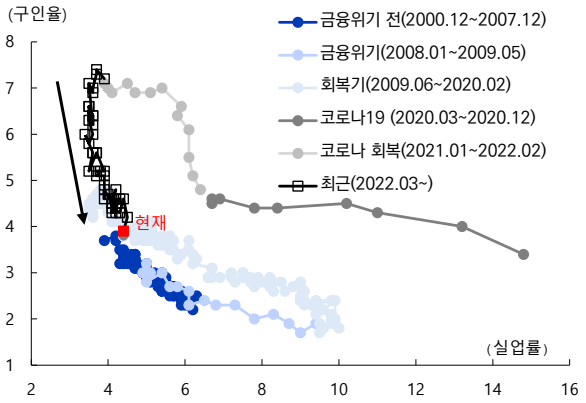
자료: Dallas Fed, BLS, Reveilo, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 실업자 한 명당 구인공고는 1 건 이하로 하락



자료: BLS, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 베버리지 곡선상 현재는 실업률에 민감한 위치



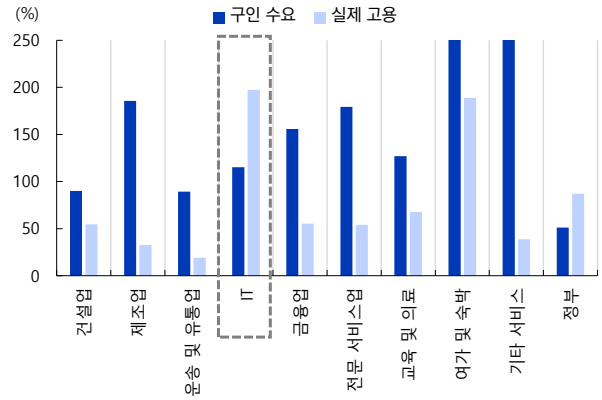
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

작년 말부터 기업들의 감원 계획 소식이 들려오고 있으나 소수 업종에 집중되어 있다. 산업 전반에 걸친 해고가 발생했던 과거 침체와는 다른 양상이다. 특히 운송 및 유통업은 UPS와 아마존 같은 대기업의 정리해고 영향이며, IT업계의 경우 코로나 이후 과잉채용의 되돌림 성격이다. 고용시장이 과열됐던 기간(2020.04~2022.06) IT 산업은 구인수요 증가율 대비 실제 고용이 많았던 유일한 업종이었음을 감안해야 한다.

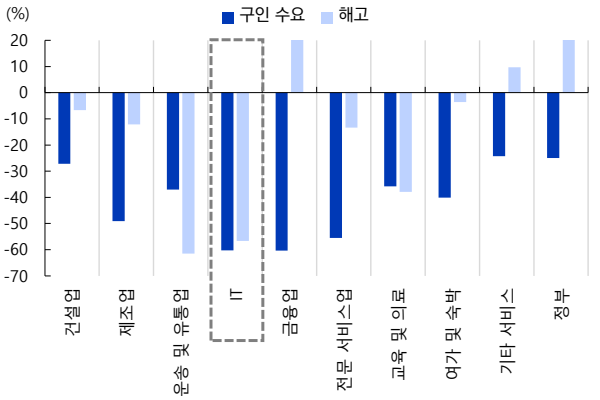
최근 AI 발전에 따른 생산성 향상과 이로 인한 대규모 해고 우려가 존재하지만, 아직 고용지표로 드러날 정도는 아니라고 판단된다. 1950년대 이후 미국의 생산성 증가율과 비교했을 때 2020년대 생산성 증가율은 평균을 소폭 상회하는 정도다. 실제 기업들의 감원 데이터를 발표하는 CG&C는 2023년부터 현재까지 AI로 인한 해고가 전체 해고의 3%에 불과하다고 언급했다.

[도표 58] 과열 국면(20.01~22.06)에서 IT 산업의 과잉 채용이 발생

[도표 59] 고용시장 둔화 국면(22.06~)에서 정상화 차원의 해고

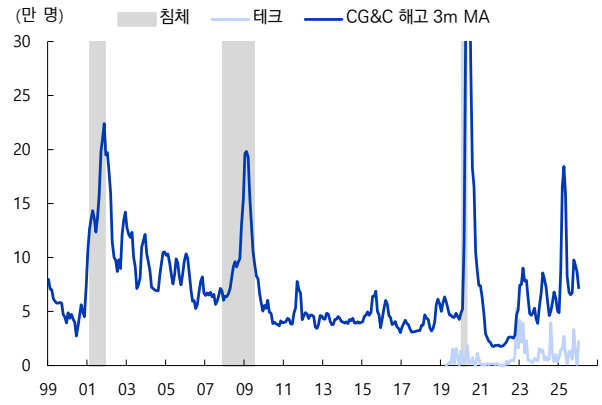


자료: BLS, 교보증권 리서치센터



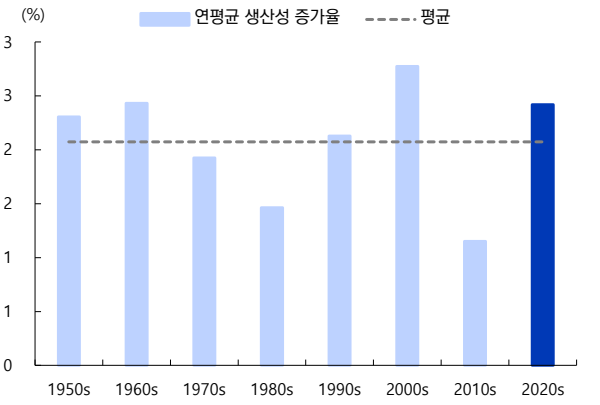
자료: BLS, 교보증권 리서치센터

[도표 60] IT 산업을 제외하면 광범위한 해고는 아직 없어



자료: CG&C, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 대량 해고를 걱정할 수준의 생산성 향상은 아직

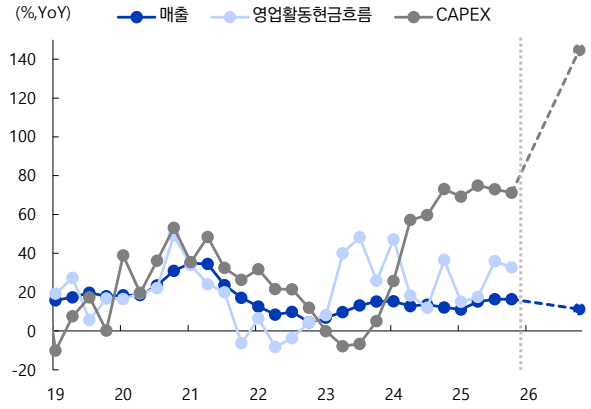


자료: BLS, 교보증권 리서치센터

올해 주목해야 할 또 다른 Tail Risk는 조달 시장의 변수다. 앞서 AI 기업들의 대규모 투자지출은 지속될 것이라 했는데, 올해부터는 자금의 조달원이 다변화되고 있다. 과거 기업들은 양호한 매출과 현금흐름에 기반해 투자했는데, 이런 흐름이 유지된다고 가정해도 그 이상으로 Capex가 상향 조정되는 점이 문제다. 결국 기업들은 부족한 자금을 회사채나 사모대출 시장에서 조달하고 있다.

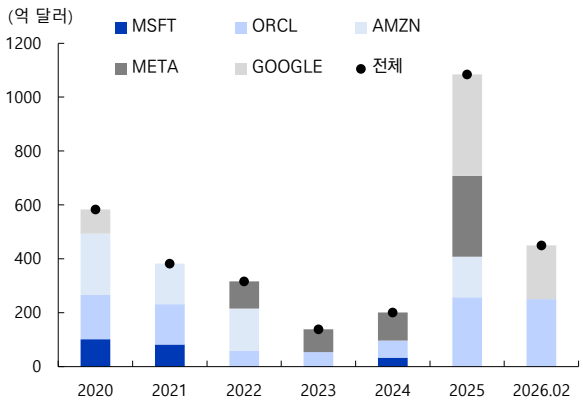
다만 시장 전체 규모를 감안하면 시스템 리스크로 번질 가능성은 낮다고 판단된다. GDP 대비 기업의 부채규모는 71%로 코로나 고점(92%) 대비 많이 하락한 상황이며, 회사채 시장 규모도 2000년 이후 장기 평균보다 낮은 수준이다. 조달시장 우려를 반영하는 IG/HY 스프레드는 현재 역사적 저점에 있다. 이와 별개로 우려되는 부분은 공식 통계에 잡히지 않는 사모대출 시장인데, 글로벌 기관들이 추정하는 AI 관련 사모대출 규모는 최대 1.4~2.0조 달러로, 회사채(14.3조) 시장 대비 규모가 크지 않다.

[도표 62] 매출이나 현금흐름에 비해 CAPEX 가이던스 크게 증가



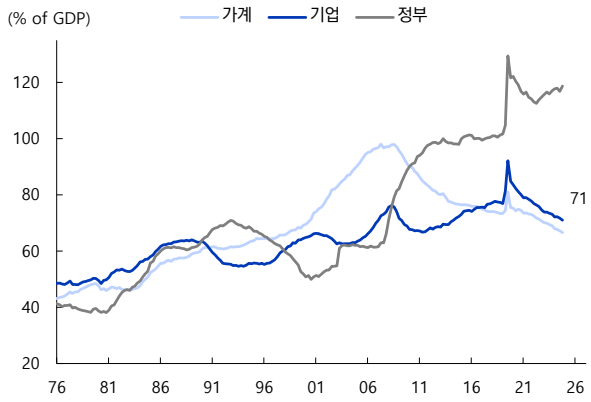
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 부족한 자금은 회사채 시장에서 조달하며 발행량 증가



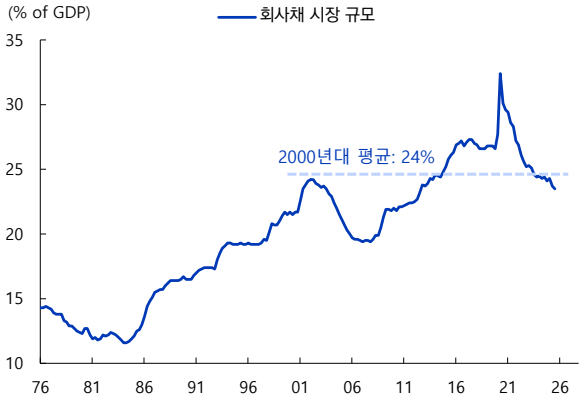
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 기업부문의 GDP 대비 부채 규모는 높은 수준 아니야



자료: FRB, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 비금융 회사채 시장 규모도 2000 년대 평균을 하회

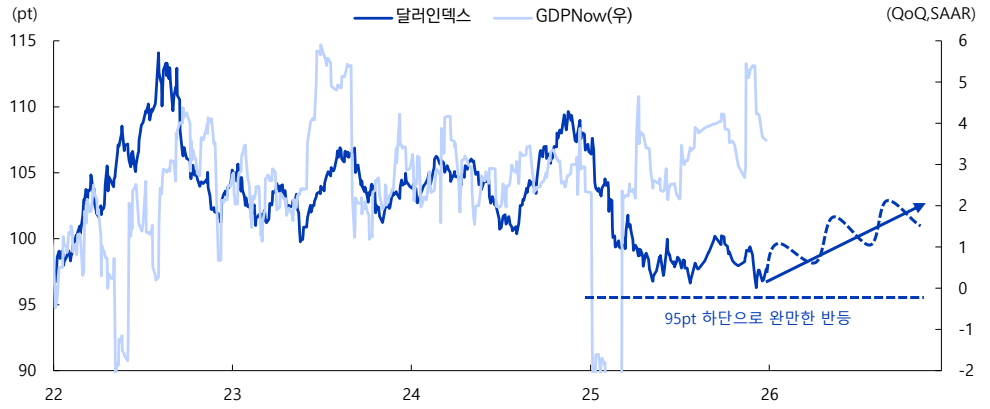


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. 달러: 정치적 약달러, 구조적 강달러

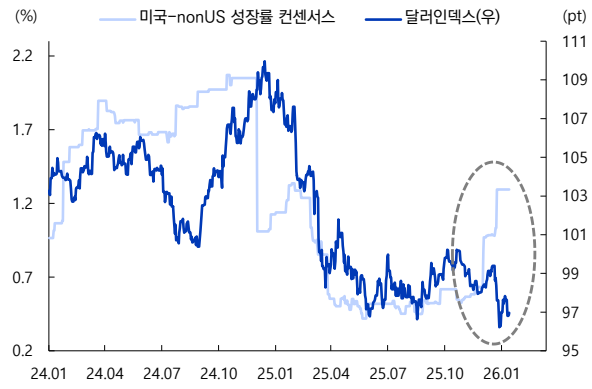
올해 달러화는 추가 약세가 제한된 채 소폭 반등할 것으로 예상된다(달러인덱스 기준 95pt~100pt). 코로나 이후 달러화의 강세는 고금리와 미국의 양호한 성장률에 기반했다. 반면 트럼프 대통령 취임 이후 달러인덱스는 고점대비 약 11% 하락했는데, 이는 성장률 둔화를 반영한 것이 아니다. 약달러를 견인했던 재료는 금리 인하 기대, 재정확장 우려, 인위적인 약달러 옹호 발언, 미국 자산을 보유한 해외 기관들의 사후적 환헤지였다. 다만 올해는 약달러를 유발했던 재료보다 미국의 성장률 우위가 다시 부각되며 달러화가 2분기를 기점으로 반등할 전망이다.

[도표 66] 달러인덱스 전망: 최근 약달러는 성장률 둔화로 설명되기 어려워, 완만한 반등 예상



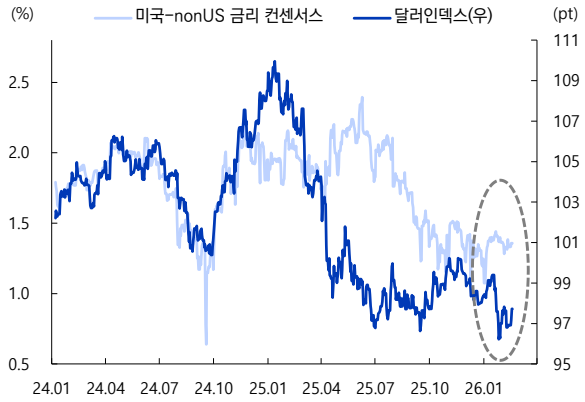
자료: Dallas Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 달러인덱스와 주요국 성장률 컨센서스 차이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 달러인덱스와 주요국 금리 컨센서스 차이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

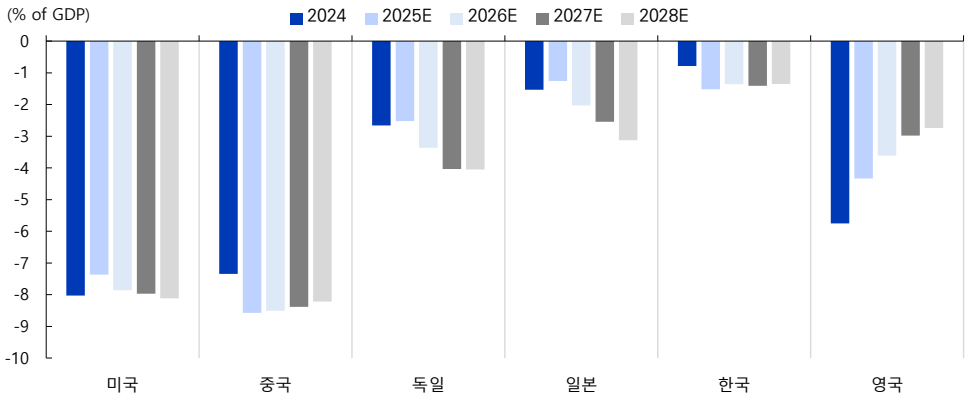
2-1. 재정확장은 약달러가 아닌 강달러 재료가 될 수 있다

미국을 포함한 글로벌 국가들은 대체로 재정확장 기조로 전환하기 시작했다. 미국에 한정해서 본다면 재정확장은 부채를 부채로 갚는 달러 시스템에 대한 우려로 작용할 수 있겠으나, '상대적 성장률' 관점에서 보면 재정확장은 오히려 강달러 재료다. 재정의 양(量) 자체도 미국이 많겠지만, 재정의 질(質)이 기타국 대비 양호하기 때문이다.

재정의 질적 비교는 통상 재정승수로 파악할 수 있는데, 추정하는 모델과 시점마다 달라질 수 있어 글로벌 국가에 통합된 단일 기준을 파악하기 어렵다. 다만 대부분의 국가들이 재정을 동시에 확장했던 최근 사례인 코로나 기간을 참고해 보면, 미국의 재정정책 효과가 기타국 대비

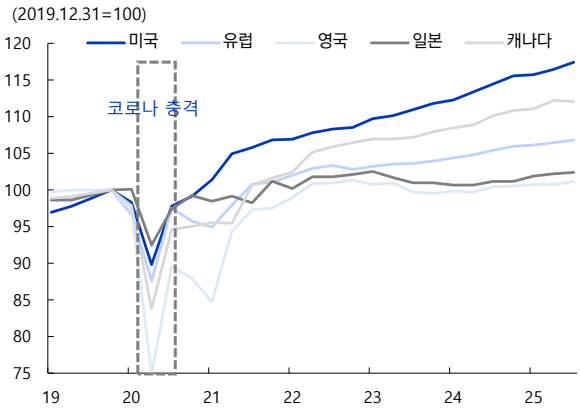
높은 것으로 판단된다. 이는 근본적으로 미국의 양호한 인구구조와 소비성향에 기인한다.

[도표 69] 국가별 재정적자 추이 및 전망치, 영국을 제외하고 대체로 재정확장 기조



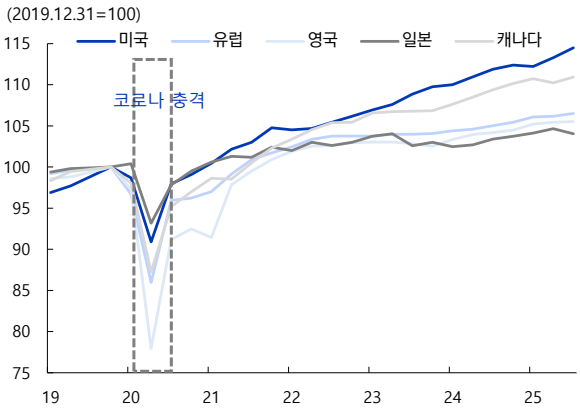
자료: IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 국가별 코로나 이후 소비 회복속도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 국가별 코로나 이후 GDP 회복 속도



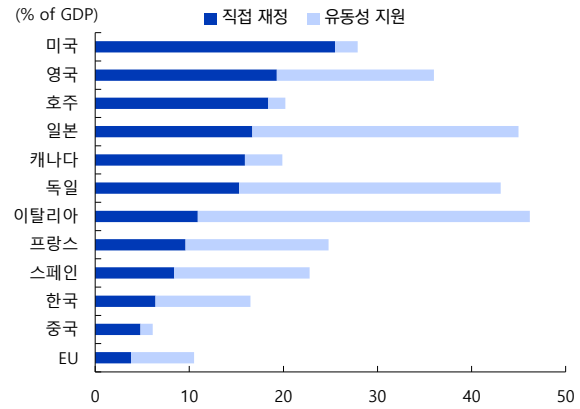
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

코로나 충격 이후 각국의 재정 활용 방법은 다소 상이했다. 미국은 가계와 기업에게 현금을 살포하는 직접 재정을 활용했고, 일본과 독일 등 대부분의 기타 선진국들은 기업 대출 보증이나 세금 납부 유예 등 간접적으로 유동성을 지원했다. 고령화 비율이 높은 국가는 재정을 풀어도 저축률이 높아 소비 증가로 이어지지 않기 때문이다. 반면 미국은 주요 선진국 대비 양호한 인구구조와 높은 한계소비성향을 활용해 소비와 성장률이 빠르게 회복될 수 있었다.

즉 성장을 통해 부채를 녹이는 전략은 미국에만 한정될 수 있다. 의회예산국(CBO)은 미국의 재정적자가 2025년 약 1.7조 달러 수준에서 향후 10년간 최대 2.2조 달러까지 증가할 것으로 전망했는데, GDP 대비 재정적자 비율은 5% 수준에서 안정될 것으로 전망하고 있다. CBO가

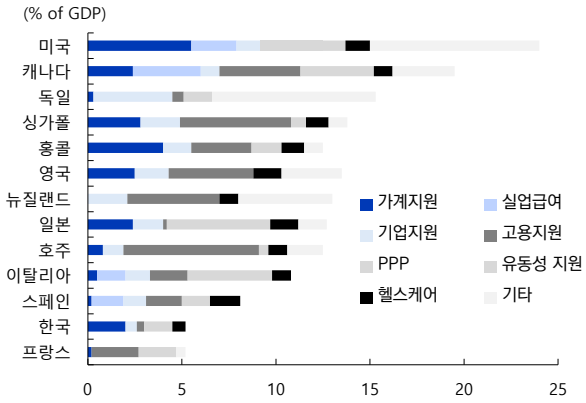
전망하는 향후 10년간 연평균 명목 GDP 성장률은 약 3.8% 인데, 현재 물가(2.4%) 레벨과 당사 실질 성장률 전망치(2.6%)를 감안했을 때 CBO가 성장률을 낙관적으로 가정했다고 보기 어렵다.

[도표 72] 코로나 기간 재정 활용 규모와 내용별 구분



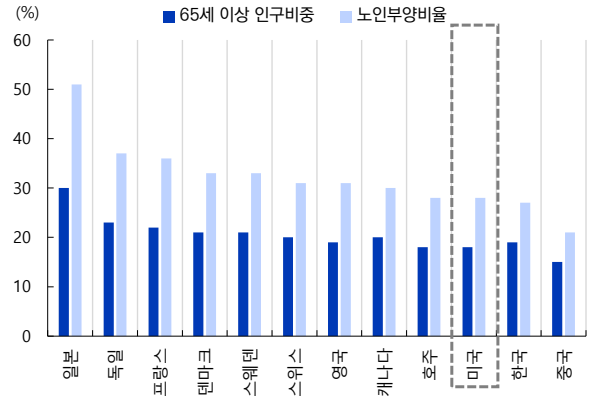
자료: IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 코로나 기간 국가별/항목별 재정지출



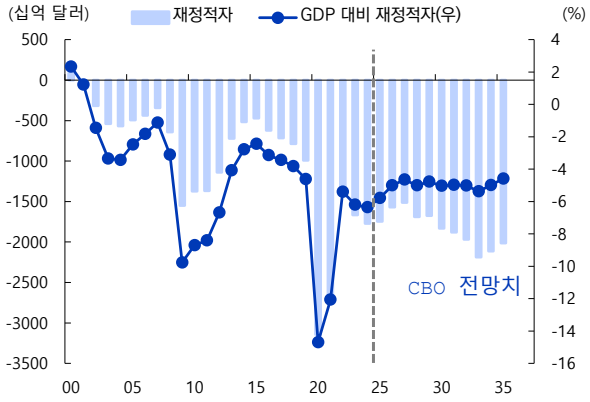
자료: RBA, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 국가별 노인부양비율, 고령화인구



자료: World Bank, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 재정적자 증가와 미국 GDP 대비 비율의 안정화



자료: CBO, 교보증권 리서치센터

2-2. 약달러의 조건

달러화가 약세를 보이기 위해서는 몇 가지 조건이 필요하다. 넓은 시계열로 봤을 때 과거 구조적인 약달러의 배경에는 정치적 압력(1985년 플라자합의)과 신흥국 투자 사이클(2000년대 초반 이후)이 있었다. 우선 당사는 정치적 압력에 의한 약달러 가능성을 낮게 판단한다. 실질적인 달러 매도 개입이나 인위적인 구두개입은 실효성이 떨어지기 때문이다.

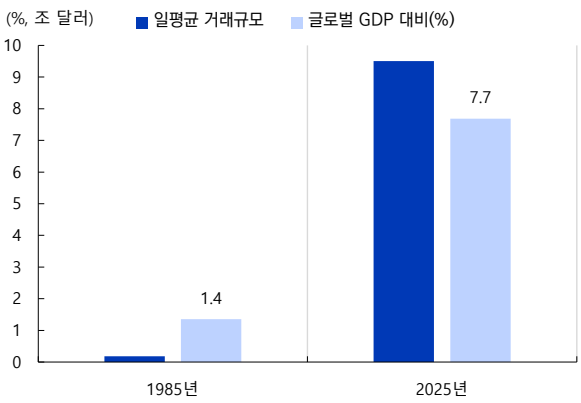
플라자합의 당시 미국은 일본, 독일, 프랑스, 영국 4개국과 연합해 6주간 약 100억 달러 규모로 시장에 개입해 달러가치를 7% 가량 떨어 뜨렸다. 그런데 현재 외환시장은 당시보다 50배

이상(글로벌 GDP는 10배 증가) 커져 인위적인 달러 매도 개입을 할 경우 상당한 자금이 소모된다. 가장 최근 일본이 외환시장 개입에 사용한 달러는 약 1,000억 달러 규모였는데, 실제 엔화의 방향성을 바꿨다고 보기도 어렵다. 무엇보다 플라자합의 당시는 미국의 기준금리가 독일과 일본 대비 빠르게 인하됐다는 점에서 지금과 환경이 다르다.

[도표 76] 1970년대 이후 달러인덱스의 구조적 약세 국면

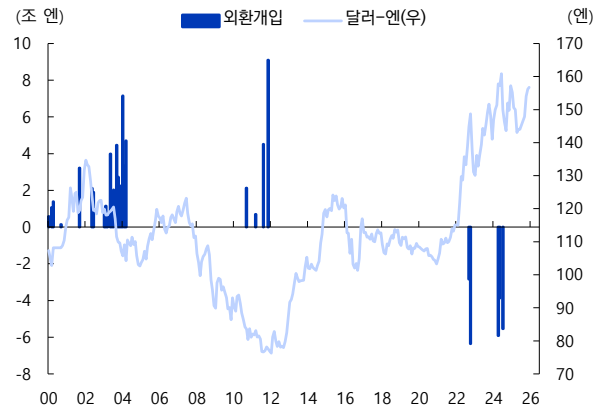
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 1985년과 2025년의 GDP 대비 외환시장 규모



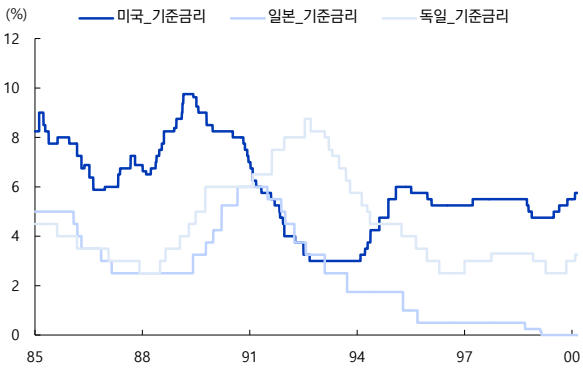
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 2024년 일본은행은 3차례에 걸쳐 달러 매도 개입



자료: 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 1985년 당시 미국은 일본과 독일 대비 금리를 빨리 인하



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

구조적 약달러의 두번째 조건은 신흥국으로의 자금 유입이다. 우선 2000년대 당시 금융 및 경제 환경 자체가 신흥국 투자에 우호적이었다. 미국의 기준금리는 대부분의 기간 주요 신흥국 대비 낮은 수준이 유지되었고, 저금리로 달러를 조달해 신흥국에 투자하는 소위 '달러 캐리 트레이딩' 환경이 조성됐다. 신흥국 주식시장으로 유입된 자금은 아시아 통화 강세를 통해 환차익을 가져다주는 순환이 이뤄졌고, 중국의 WTO 가입 이후 미국의 해외직접투자(FDI)도 누적적으로 증가하며 약달러 압력이 유지됐다.

그런데 지금은 이러한 조건들이 반대로 움직이고 있다. 우선 미국의 금리가 주요 신흥국보다

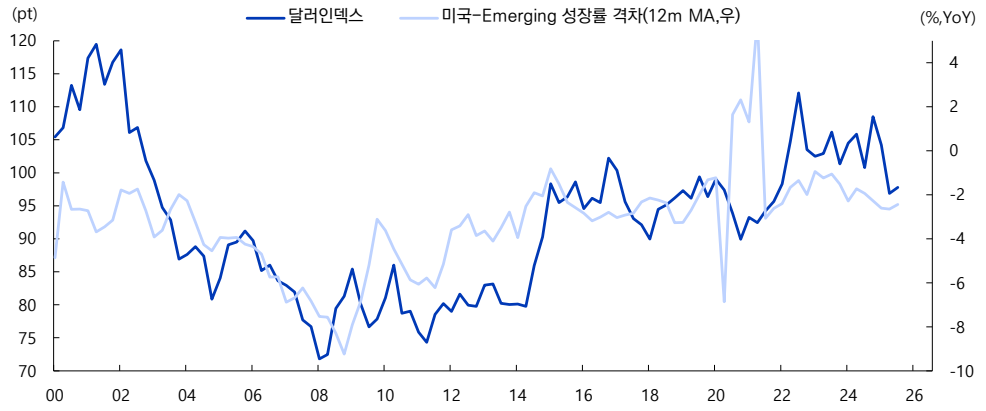
높은 수준을 유지하고 있어 과거와 같은 달러 캐리 트레이딩이 일어날 수 없다. 금리는 결국 성장률에 수렴하게 되는데, 현재 신흥국들의 낮은 금리는 미국의 보호무역주의에 따른 성장률 둔화를 반영한 결과라는 점에서 단기간에 해소될 문제가 아니다. 게다가 리쇼어링 정책으로 인해 해외직접투자 자금은 꾸준히 미국으로 복귀했고, 최근 동맹국(한국, 일본, 유럽, 대만)에 요구한 대규모 대미투자도 이러한 움직임을 가속화 시키는 재료다.

미국의 제조업 부흥 전략에 있어 필연적으로 수혜를 받을 국가들(한국, 대만, 일본)은 있다. 다만 이러한 국가들 조차 현지 생산이 아닌 미국 본토 투자를 강요받고 있어 성장의 과실을 가져가기 어렵다. 실물시장과 별개로 자산시장의 자금순환이 약달러 재료로 작용할 수 있다고 하지만, 작년부터 가장 좋은 성과를 보였던 한국과 대만 증시에서 외국인 자금의 역할은 없었다.

[도표 80] 2000 년도 이후 미국과 주요 신흥국 기준금리 추이, 대부분의 기간 미국 금리가 낮아

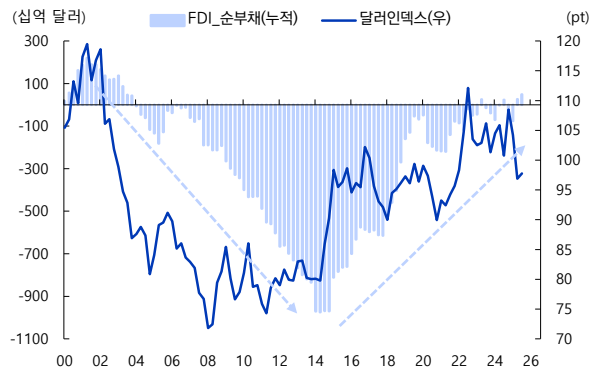
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 중국의 경우 2015년 이전은 대출금리, 그 이후는 역RP 7일물로 계산

[도표 81] 미국과 주요 신흥국 성장률 격차: 미국의 보호무역주의를 감안하면 신흥국 중심 성장 구도는 기대하기 어려워



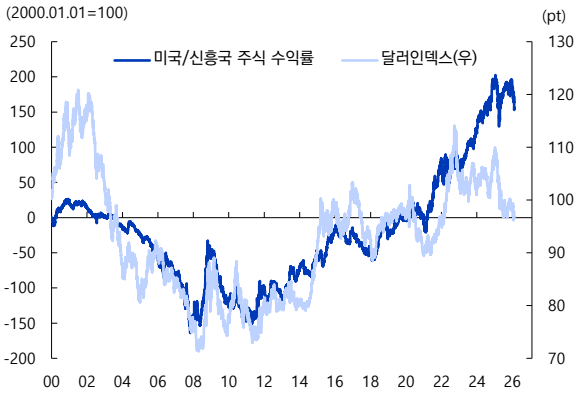
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 82] 미국의 FDI 투자가 확대되던 2000s, 회수되는 2010s



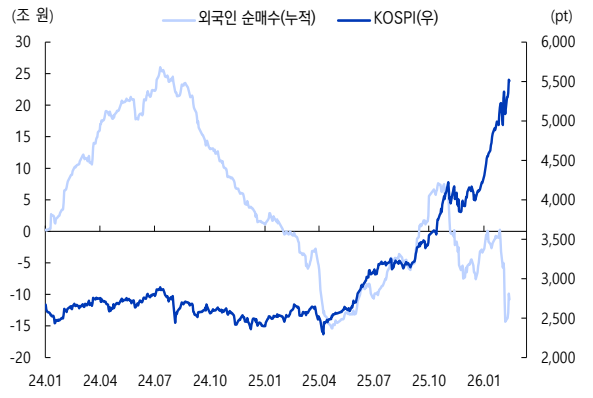
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 달러화 약세는 신흥국 주식 수익률 우위로 이어져



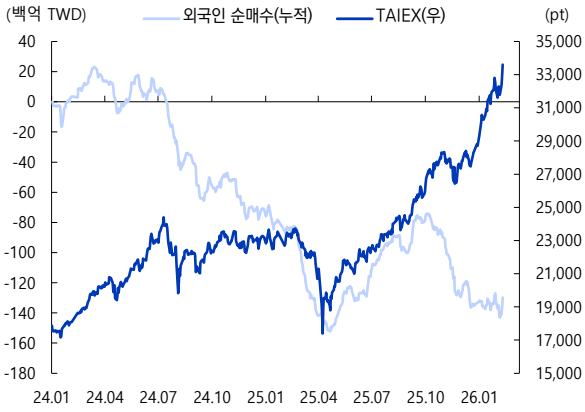
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터/ 주: 미국은 S&P500, 신흥국은 MSCI Emerging지수

[도표 84] 한국 주식시장 강세는 외국인 영향 미미



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 대만 주식시장 강세 또한 외국인 영향 미미



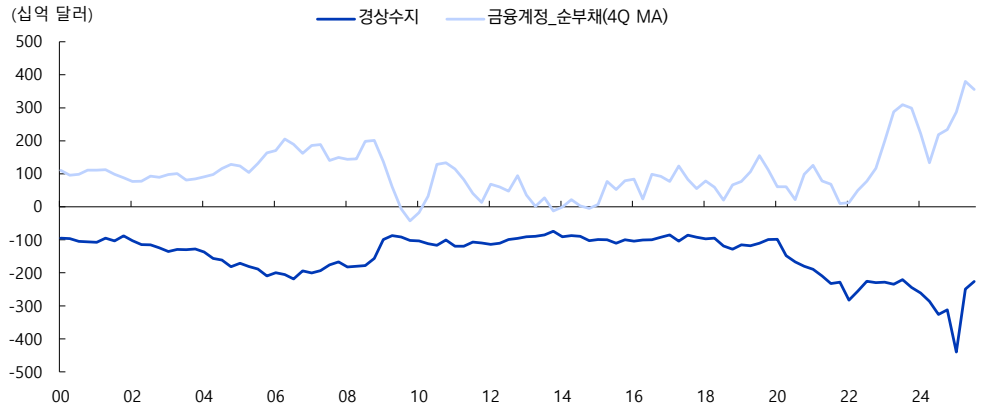
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-3. 그럼에도 달러는 왜 약해졌을까?

약달러의 가능성에 대한 논의와 별개로 실제로 트럼프 취임 이후 달러화는 약세를 보였다. 일각에서는 달러화 신뢰도 문제로 미국 자산을 매도하는 셀 아메리카 가능성을 제기하고 있지만, 실제 수급을 보면 해외 투자자가 미국 자산을 매도한 증거는 없다. 미국 재무부에서 집계하는 TIC 통계 기준 해외 투자자들은 트럼프 취임 이후 오히려 미국 자산을 순매수했다.

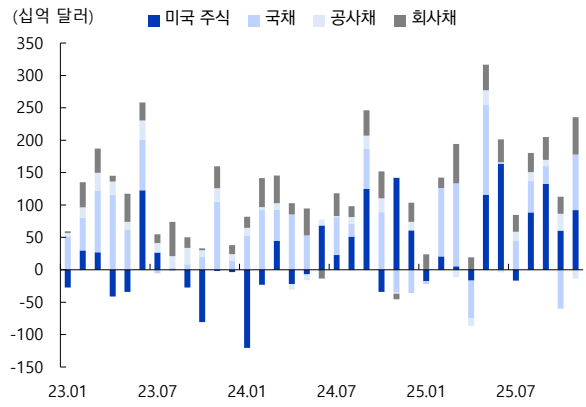
달러에 대한 신뢰도 문제는 최근에야 불거진 이슈가 아니다. 경제적으로는 금융위기와 코로나 충격에 따른 양적완화(QE)가, 정치적으로는 9.11테러 이후 SWIFT 결제망의 무기화와 러-우전쟁에 따른 러시아 자산 동결 문제가 이미 달러화 신뢰도를 훼손시켰다. 미국의 기축통화 지위가 지속되는 한 무역적자로 유출된 달러는 다시 미국 시장으로 들어오게 된다. 문제는 투자의 형태에 있는데, 시장 변동에 따른 환헤지 유무가 최근 외환시장 변동성의 주요 원인이었던 것으로 보인다.

[도표 86] 미국의 무역적자는 다시 자본투자의 형태로 미국으로 유입



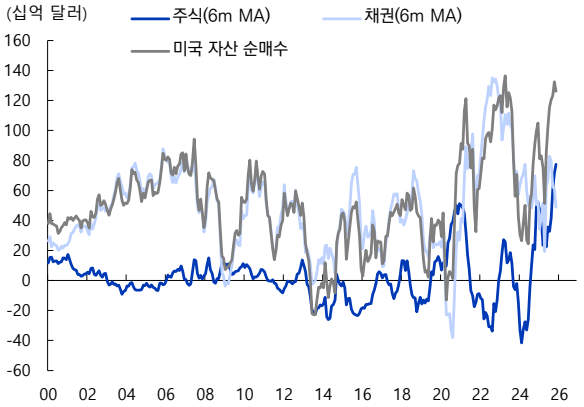
자료: BEA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 87] TIC 통계로 보면 해외투자자들은 오히려 미국 자산을 순매수



자료: US Treasury, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 2000 년대 이후 해외투자자들의 미국 자산 순매수 추이



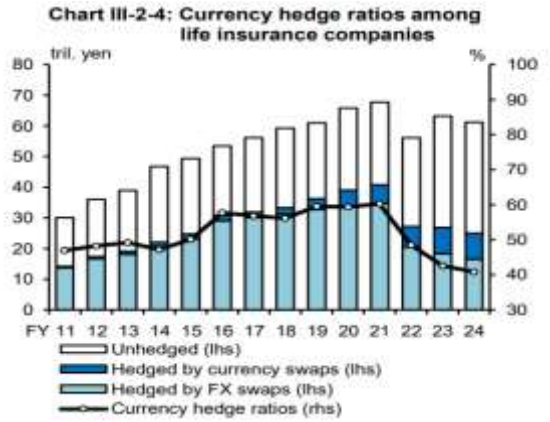
자료: US Treasury, 교보증권 리서치센터

코로나 이후 미국 채권시장으로 대규모 해외 자금이 유입됐는데, 2022년의 미국 기준금리

인상이 채권투자에 대한 환헤지 관행에 변화를 줬다. 환헤지 비용은 자국통화와 대상통화의 금리차에 의해 결정되는 만큼 미국의 금리 인상은 환헤지 비용을 급격하게 상승시켰다. 또한 환헤지는 유연한 헤지 비율 조정이 가능하고 높은 유동성을 가진 단기물(3개월)로 헤지하는게 보통인데, 미국의 장단기 금리 역전이 장기화되며 환헤지 유인이 추가로 악화됐다. 미국 채권을 대규모로 보유중인 일본 보험사의 경우 2022년 이후 헤지 비율을 60%에서 40%로 조정했다.

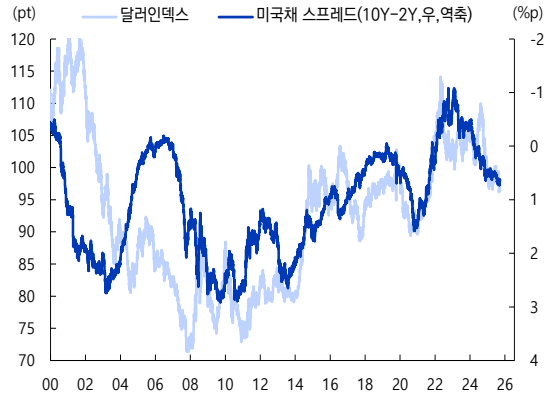
다만 2024년 미국의 기준금리 인하가 이뤄지며 헤지비용이 하락했다. 또한 장단기 금리 역전 현상도 해소되며 환헤지 유인도 확대되었다. 환오픈 투자시 달러화 약세에 노출될 경우 상당한 환손실이 따르는데, 작년 해방의 날(25.04) 이후 급격한 달러화 약세 우려에 해외 기관투자자들의 사후적 환헤지가 단행된 것으로 판단된다.

[도표 89] 일본 보험사 환헤지 비율은 2022년 급격히 하락



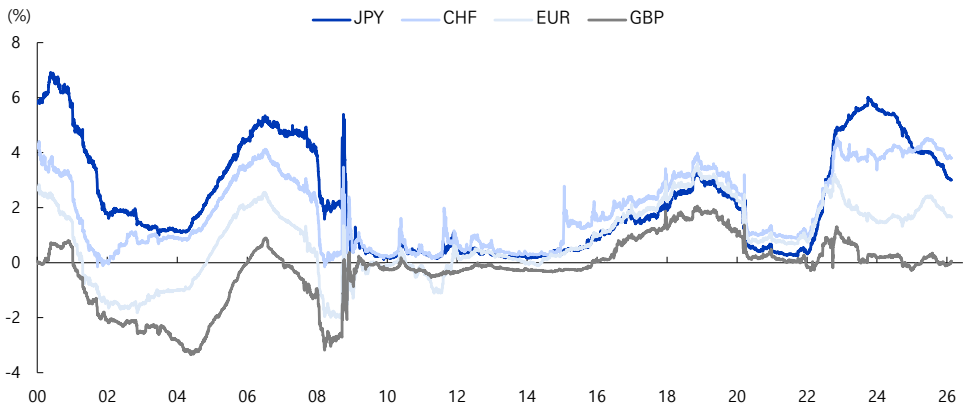
자료: BOJ, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 달러는 미국채 장단기 스프레드에 크게 영향 받아



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 91] 달러인덱스를 구성하는 주요통화의 환헤지 비용

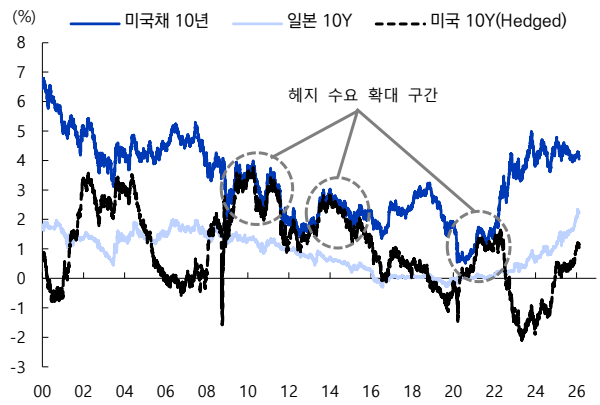


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 환헤지 비용은 각 통화의 3개월물 스왑레이트의 연환산 수익률

다만 현 단계에서 환헤지가 매력적인 대안이 아닐 수도 있다. 미국채를 가장 많이 보유한 국가는 일본과 유럽(벨기에,케이만제도,룩셈부르크)의 청산소를 거친 중국인데, JPY와 EUR 기반 투자자 입장에서 미국채를 환헤지로 투자할 경우 자국 채권 수익률을 상회할 정도로 헤지비용이 하락하지 않았다. 즉 기관들의 환헤지 수요는 달러화 추가 약세라는 전망에 기반하고 있는데, 시장의 컨센서스가 강달러로 돌아서는 순간 다시 환오픈 전략으로 선회할 가능성이 높다.

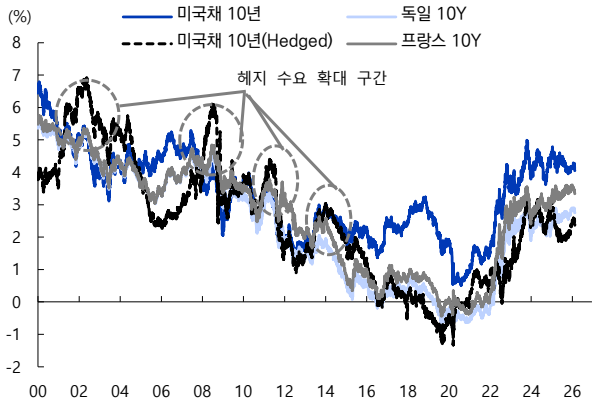
환헤지 시장의 수요와 공급은 일반적으로 환헤지 프리미엄을 통해 가늠할 수 있다. 환헤지 프리미엄(CrossCurrency Basis)은 내외금리차 대비 실제 환헤지 비용이 얼마나 더 비싼지를 보는 척도인데, JPY와 EUR 시장 모두 작년 4월과 10월 각각 환헤지 수요가 확대된 이후 현재는 프리미엄이 하락하고 있다. 환헤지 수요가 당분간은 일단락된 것으로 보인다.

[도표 92] JPY 기반 투자자의 미국채 환헤지 수익률 비교



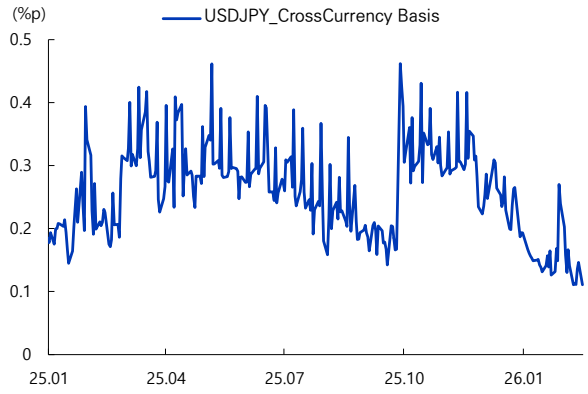
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 93] EUR 기반 투자자의 미국채 환헤지 수익률 비교



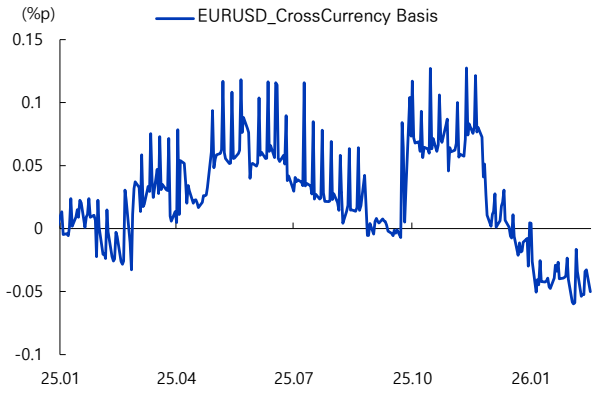
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 94] USDJPY 시장에 반영된 환헤지 프리미엄



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 /주: USD는 SOFR 3M, JPY는 TONA 3M으로 산출

[도표 95] EURUSD 시장에 반영된 환헤지 프리미엄



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 /주: USD는 SOFR3M, EUR은 ESTR 3M으로 산출

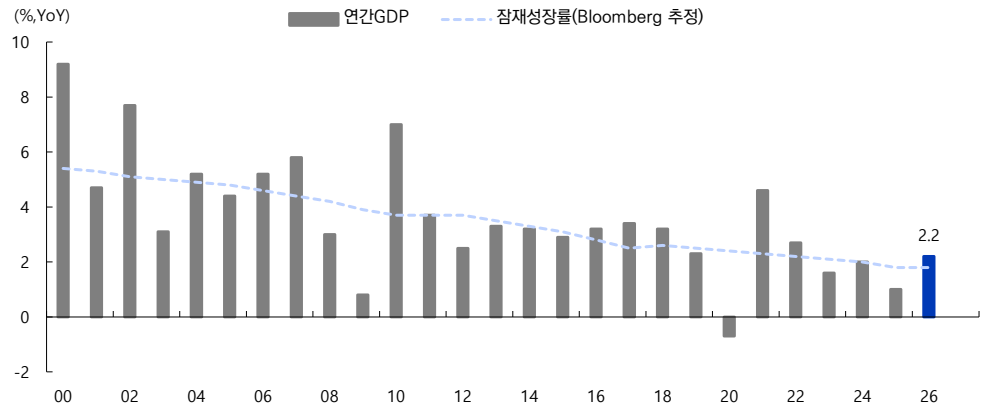
KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

3. 한국경제: 수출이 견인할 2026 성장

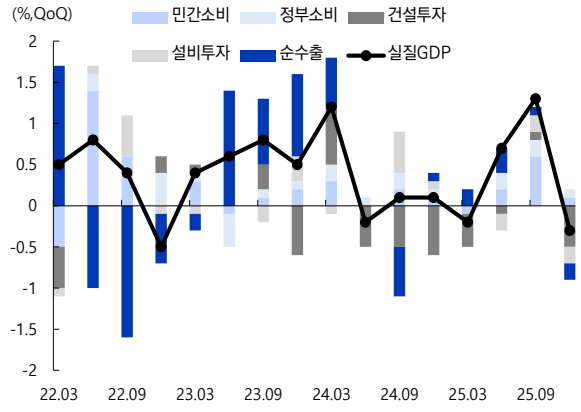
2026년 한국 경제는 잠재성장률(1.8%)을 상회하는 2.2% 성장률을 기록할 전망이다. 작년은 건설투자 부진과 대내외 정치적 불확실성 영향에 1%대 성장에 그쳤으나, 올해는 반도체 중심의 수출이 큰 폭으로 증가하며 성장률 반등을 이끌어갈 것으로 예상된다. 다만 반도체 제외 산업의 업황 둔화, 건설투자 부진은 여전히 리스크 요인이다. 한편 내수 측면에서 보면 최근 주식시장 가격 상승이 소비심리 개선으로 이어졌으나, 실제 소비 확대로 연결될지 여부는 아직 불분명하다.

[도표 96] 올해 연간 GDP 성장률은 잠재성장률을 상회하는 2.2%로 전망



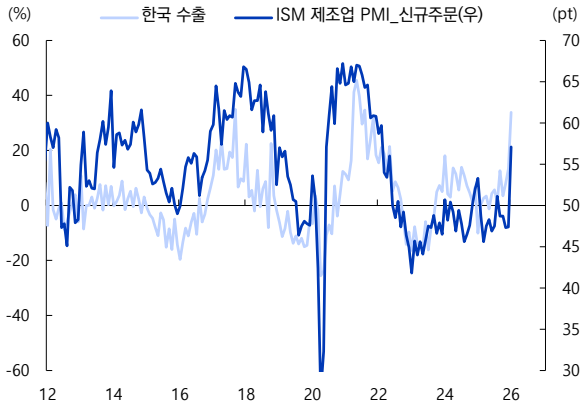
자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 작년 성장률 부진을 주도했던 건설투자는 올해도 리스크



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 글로벌 AI 기업들의 투자 확대는 한국 수출 성장 재료



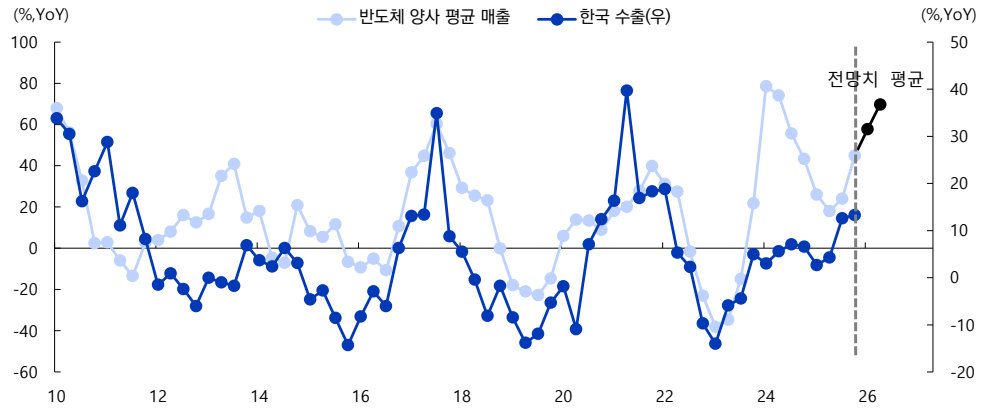
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3-1. 수출: 가격효과가 끝나도 물량효과가 지지할 수출

올해 반도체 수출은 기록적인 수준의 증가세가 유지될 전망이다. 미국 AI기업들의 Capex 지출은 연초부터 지속적으로 상향 조정 중인데, 이는 자연스레 고성능 반도체 수요 증가로 직결될 수밖에 없기 때문이다. 통상 반도체 양사(삼성전자, SK하이닉스)의 매출금액과 한국 수출금액은 동일한 경로로 움직이는데 최근 시장에서 전망하는 양사의 평균 매출액 증가율은 상반기 기준 전년대비 +70%다.

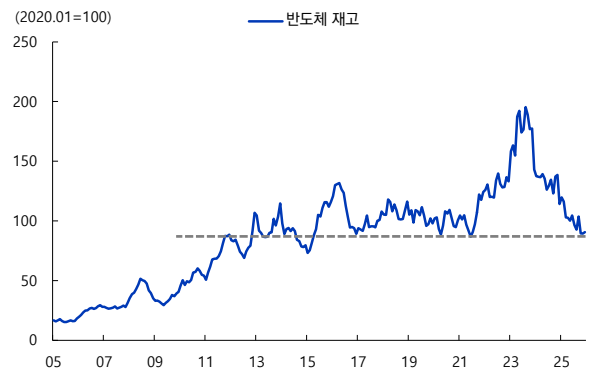
수출금액은 가격(P)과 물량(Q)의 곱으로 결정되는데 현재 수출 증가는 가격효과에 기인하고 있다. AI 반도체의 경우 맞춤형 제작을 위해 '선주문 후생산'이 관행이다. 그런데 최근 증가하는 수요를 생산능력이 따라가지 못해 가격 급등 현상이 나타나고 있다. 반도체 재고 자체의 수준이나 출하량 대비 비율을 보면 현재 역사적 저점을 통과하고 있어 가격효과는 당분간 지속될 수 있다.

[도표 99] 반도체 양사 평균 매출의 시장 전망치와 한국 수출 추이

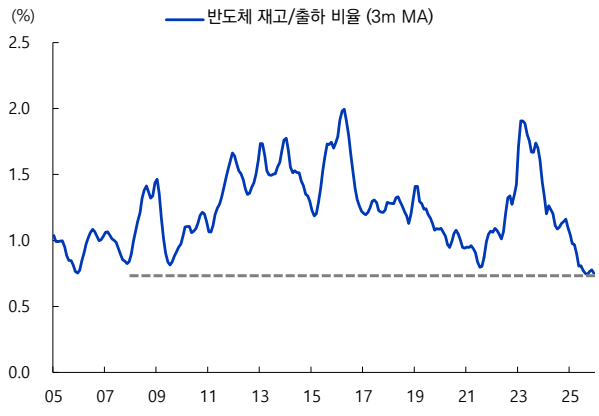


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 반도체 재고의 소진 속도는 과거 사이클과 비교해도 빠름



[도표 101] 출하 속도까지 감안하면 현재 공급부족은 역사적 레벨



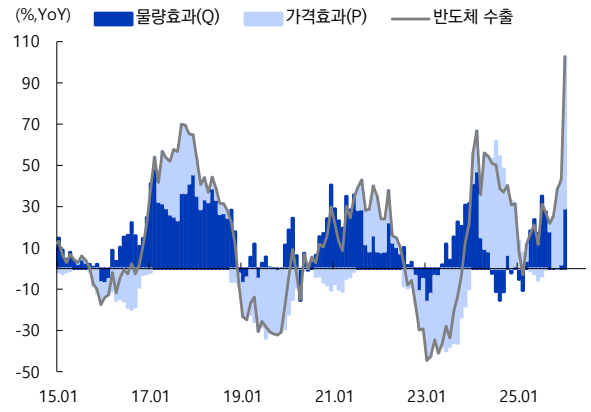
자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

반도체 가격의 상승이 이례적인 만큼 일부 조정이 우려되는건 사실이다. 다만 과거 레거시 반도체 사이클의 가격 패턴을 감안하면 가격 조정은 상당한 시간이 소요될 수 있다. 개인용 컴퓨터와 서버에 활용됐던 디램(DDR3) 가격의 고점은 짧으면 18개월, 길면 24개월 동안 지속됐다. 가격이 하락하기 위해서는 공급이 확대되어야 하는데, 생산시설을 단기간에 급격하게 늘리기는 어렵기 때문이다. 생산이 늘면 가격효과가 줄어든 만큼 물량효과가 수출 증가세를 지지할 전망이다. 물량효과 없이 가격에만 의존했던 수출 확대 사이클은 존재하지 않았다.

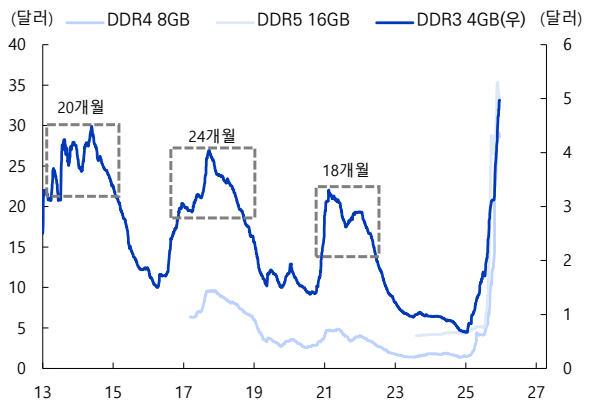
우려되는 부분은 반도체 제외 부문의 수출 부진이다. 모멘텀 지표로 보는 반도체 제외 수출은 여전히 저조한 편이지만, 무선통신기기와 디스플레이 등 일부 주력 품목의 수출은 작년말부터 반등세를 보이고 있다. AI 메모리에 편중되었던 수출 구조가 IT 하드웨어 전반의 수요로 확산되는 신호인지는 아직 확인 단계가 필요하지만 긍정적인 부분임은 사실이다. 또한 수출금액 기준으로는 아직 비중이 낮으나 화장품과 K-푸드와 같은 소비재 수출도 최근 반등하는 점을 감안하면 반도체 제외 수출 부진이 전체 수출 확장세를 제약하는 상황은 아니다.

[도표 102] 반도체 수출의 물량효과와 가격효과 분해



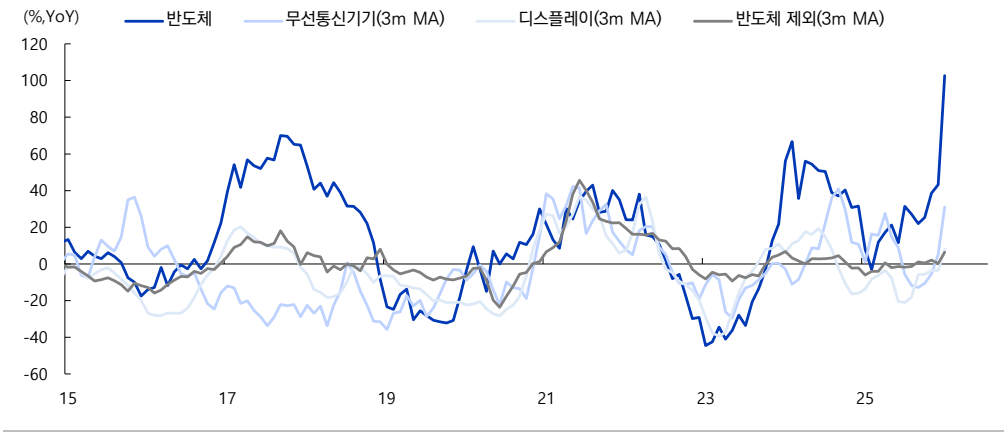
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 103] 레거시 반도체의 과거 가격 패턴을 참고할 필요



자료: Inspectrum Tech, 교보증권 리서치센터

[도표 104] 반도체 제외 수출이 부진할 수 있겠으나 최근 기타 주력품목들도 일부 반등



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

3-2. 소비: 부의 효과(Wealth Effect)를 기대해도 될까?

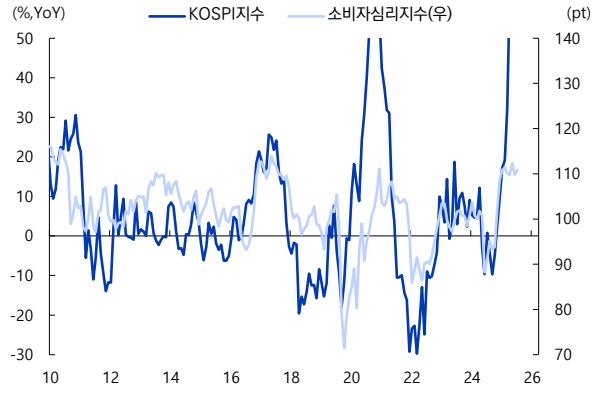
작년부터 내수 소비는 완만한 회복세를 보이고 있다. 국내 정치적 불확실성 해소와 동시에 소비쿠폰 지급으로 인해 내수가 개선되었고, 방한 외국인 관광객도 작년 하반기에 역대 최대 유입을 기록하며 소비 개선세에 기여했다. 다만 올해는 정책효과가 줄어드는 가운데 자산가격 상승으로 인한 부의 효과가 이를 상쇄할지 여부를 주목해야 한다.

연초 코스피 지수는 5,000pt를 상회하며 주요국 주식시장 중에서 가장 양호한 수익률을 보였다. 과거 코스피 상승률은 통계적으로 소비자심리지수의 31% 가량을 설명했는데, 최근 지수 상승이 소비심리 개선세에 일정 부분 영향을 미친 것으로 판단된다. 다만 소비심리 개선이 실제 소비 확대로 이어질지는 여부는 아직 확인해야 할 단계다.

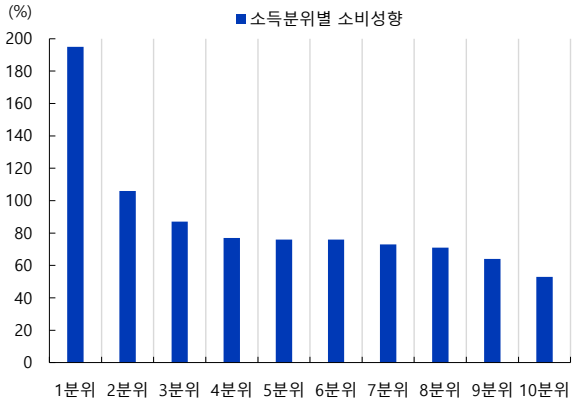
우선 역사적으로 국내 주식시장이 최근과 같이 급등한 전례가 없어 참고할 과거 사례가 부족하다. 다만 2024년 기준 소득분위별 소비성향을 보면 우리나라는 고소득층 소비 성향이 낮은 것으로 드러났다. 게다가 작년 초부터 코스피 상승을 주도했던 주요 플레이어 중에서 개인의 역할이 크지 않았다. 부의 효과는 광범위한 소비 진작보다 고소득층 중심의 내구재 소비 증가에 국한될 가능성이 있다.

[도표 105] 자산가격 상승이 소비심리 개선에 영향을 준 것은 사실이나

[도표 106] 고소득층으로 갈수록 소비성향이 낮은 점 고려해야

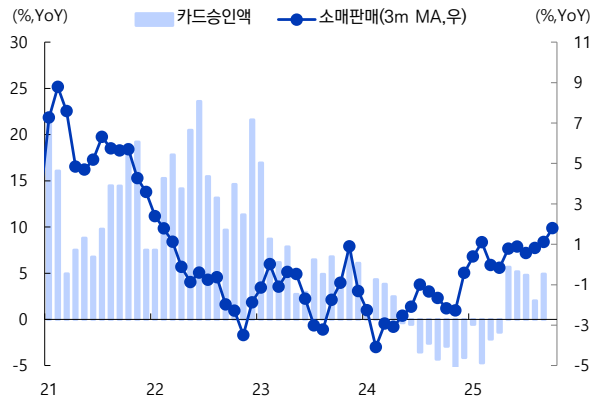


자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터



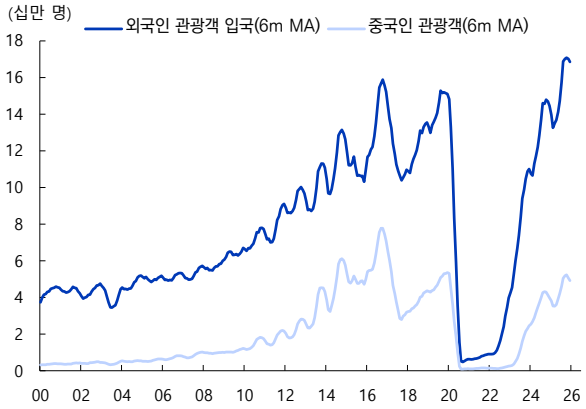
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 107] 국내 카드 승인액과 소매판매 지표는 작년부터 꾸준히 회복



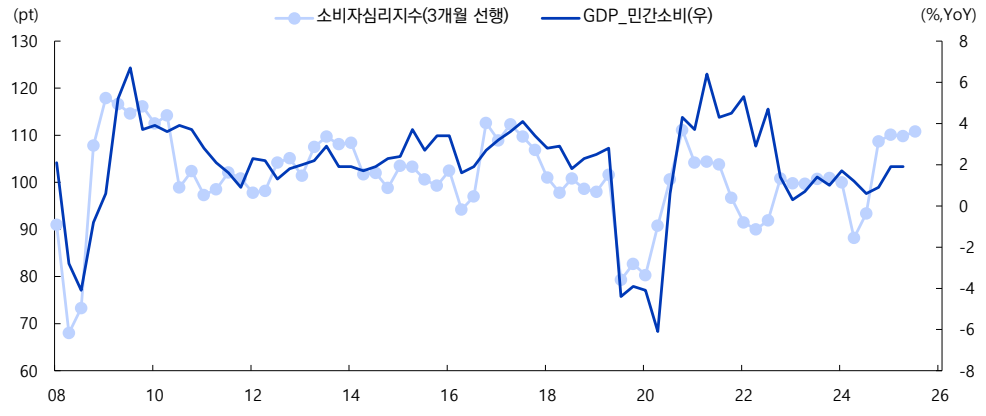
자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 108] 외국인 관광객 입국은 작년 역대 최고치를 기록



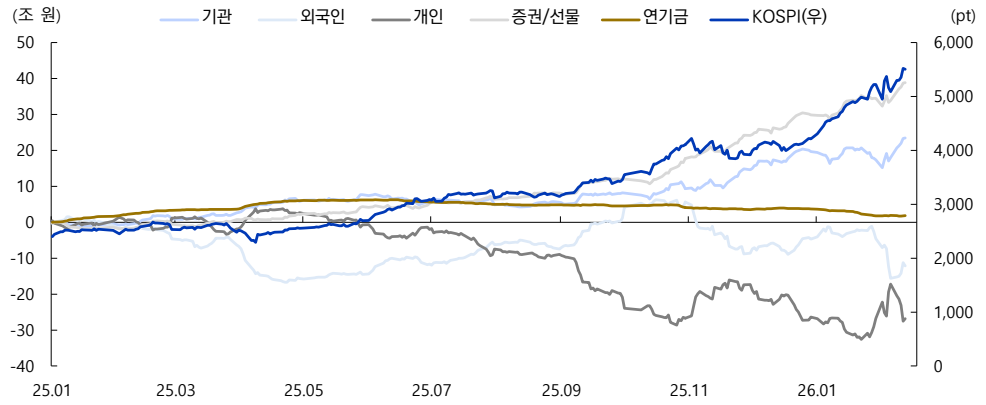
자료: 한국관광공사, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 소비심리지수의 반등이 실제 소비 확대로 이어질지는 지켜봐야



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 2025 년 1 월 이후 주요 투자주체별 누적 KOSPI 순매수 규모, 개인 역할은 없었음



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

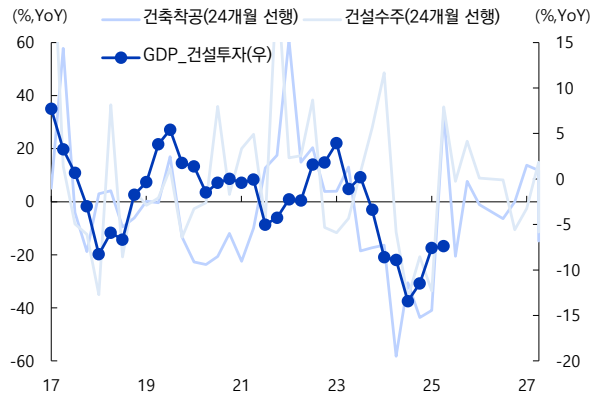
3-3. 건설투자 부진은 여전히 하방 리스크

작년 국내 성장률을 끌어내렸던 가장 큰 요인은 건설투자 부진이었다. 2023년의 고금리와 높은 건설 비용, 부동산 PF 불확실성 속에 건설경기가 악화됐던 것이 시차를 두고 작년 성장률에 반영된 결과다. 반대로 2024년 이후 건설수주액과 착공건수의 회복세는 올해 성장률에 반영될 재료다. 불안한 요소는 늘어난 수주액 대비 여전히 부진한 착공면적이다. 지방을 중심으로 부동산 투자심리가 악화된 부분이 착공 지연으로 작용하고 있는 것으로 추정된다.

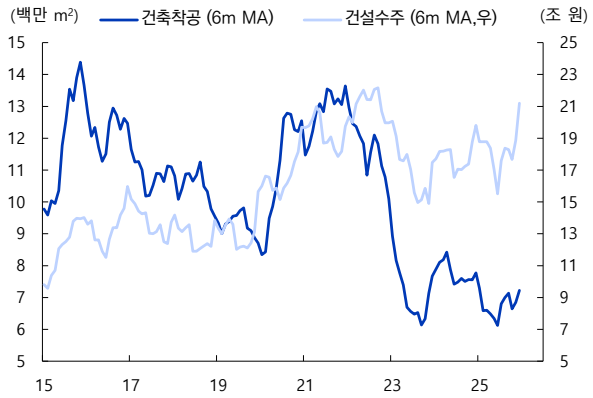
건설투자가 실제 GDP에 집계되려면 수주가 아닌 착공이 늘어나야 한다는 점이 중요하다. 건설비용 측면에서 보면 아직 공사 지연에 영향을 줄 정도는 아니지만, 상승세가 지속된다면 추가적인 투자 위축으로 이어질 위험이 있다. 다만 GDP 내 전체 투자 항목을 고려했을 때 반도체 장비 수입 증가가 설비투자 증가에 반영되면서 건설투자 리스크를 상쇄시켜줄 것으로 예상된다.

[도표 111] 건설투자의 선행지표로 본다면 올해 는 일부 반등이 예상

[도표 112] 다만 실제 착공으로 이어지지 않는 수주는 GDP 에 산정 X



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

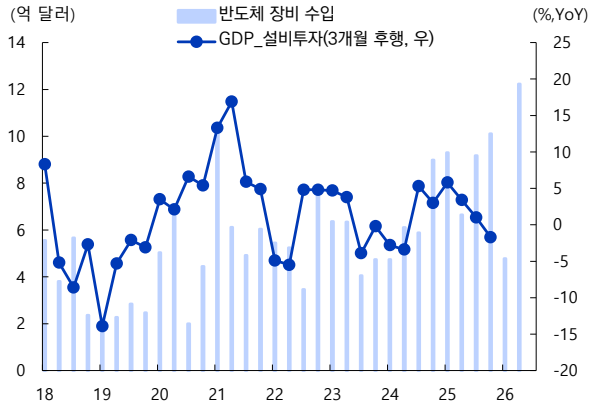


자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 건설비용은 저점에서 소폭 반등

자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 건설투자가 예상보다 낮아도 설비투자 증가가 상쇄



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

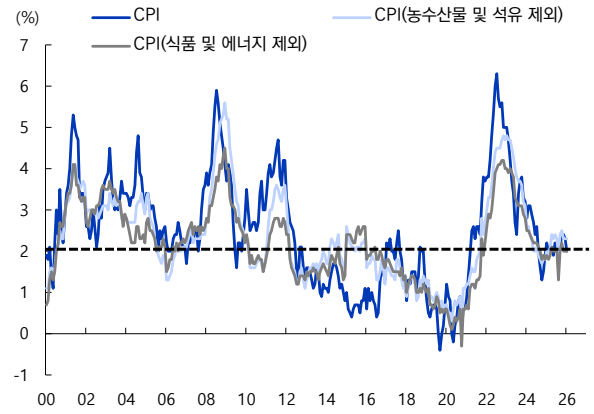
3-4. 물가: 상승 압력과 하락 압력의 균형

국내 물가는 연말 기준 2.1% 수준에서 안정되는 흐름이 나타날 전망이다. 최근 고환율 기조가 지속됐음에도 유가 하락이 이를 상쇄하며 수입물가는 안정세를 보였다. 다만 최근 이란을 중심으로 한 지정학적 리스크가 확대되며 유가가 반등하고 있어 상반기 물가에 상승 압력으로 작용할 수 있다. 게다가 환율 효과 또한 시차를 두고 수입물가를 자극할 경우 물가는 최대 2.3% 수준까지 반등할 위험이 존재한다.

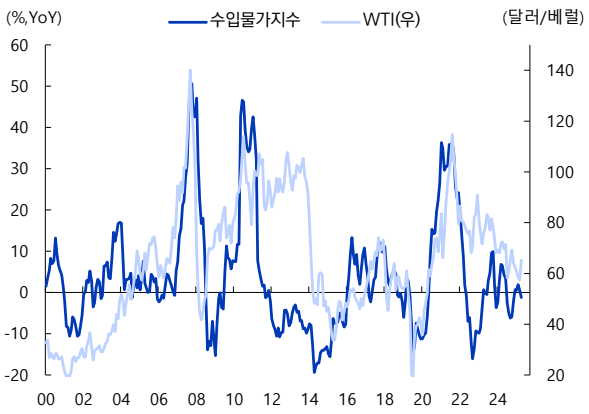
다만 전반적인 국내 유동성 환경을 보면 물가 하락 압력은 지속될 수 있다. 올해부터 한국은행이 M2 지표에서 수익증권을 제외하면서 ETF 가격변동에 따른 유동성 착시효과가 사라졌다. 보통 유동성 확대는 은행 대출과 같은 신용창출을 통해 이뤄지는데, 최근 정부의 대출 제한 정책으로 인해 주담대 중심으로 은행 대출 증가세가 둔화를 보이고 있다. 코로나 유동성의 역기저효과 또한 완만한 물가 하락 압력으로 작용할 수 있다.

[도표 115] 올해 한국 물가는 2.1% 부근에서 안정적 흐름을 전망

[도표 116] 최근 수입물가는 유가 하락 영향에 안정세



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

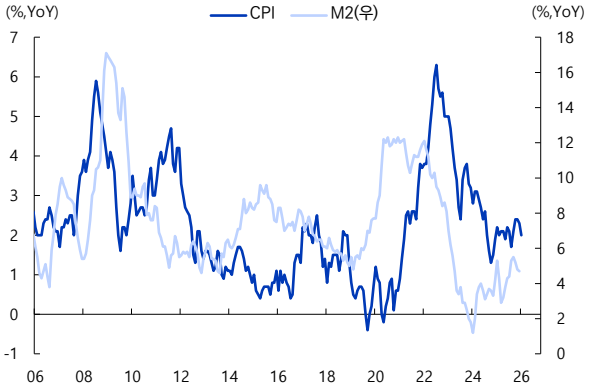


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 117] 환율이 시차를 두고 수입물가를 자극할 경우 물가 상승

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 118] 코로나 이후 유동성 환경의 역기저효과는 물가 안정요인



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

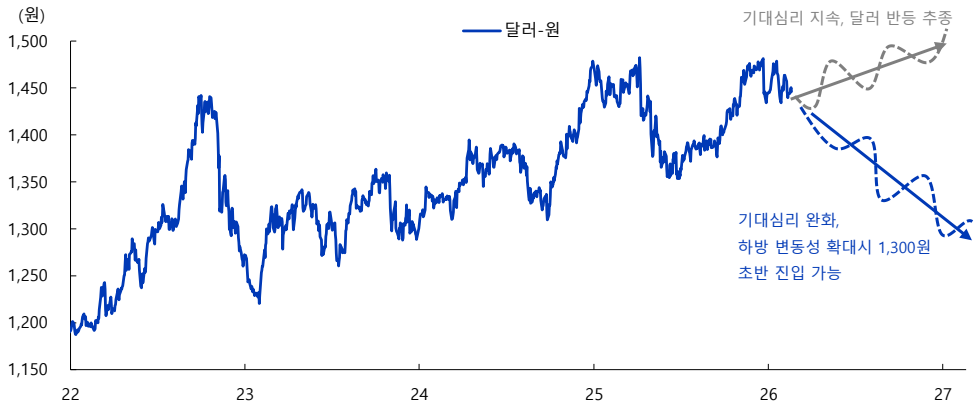
4. 달러-원 환율: 과도한 약세의 정상화 기로

올해 달러-원 환율은 중요한 변곡점의 기로에 있다. 달러-원 환율은 달러인덱스와의 괴리가 심화되며 유독 약세를 보였다. 최근 원화 약세의 원인은 펀더멘탈 보다는 수급과 기대심리 영향이 큰 것으로 판단되는데, 올해부터 시작될 수출 확대 모멘텀이 이러한 기대심리를 반전시킬 것으로 예상된다. 수급이라는 변수가 없었던 코로나 이전 달러-원 환율은 수출 모멘텀과 동행했던 패턴을 참고할 필요가 있다.

코로나 이후 달러-원 환율은 실질금리차, 교역조건, 성장률 ,생산성과 같은 거시경제 변수와 무관하게 움직였다. 거시경제 변수를 감안한 균형 환율은 작년 말 기준 1,250원 수준으로 추정된다. 또한 현물환 시장이 아닌 조달시장에서는 달러 유동성이 풍부한 것으로 드러난다. 즉 하락할 공간도 있고 그만한 달러 물량도 충분하다. 문제는 해외투자 수요와 환율 상승에 대한

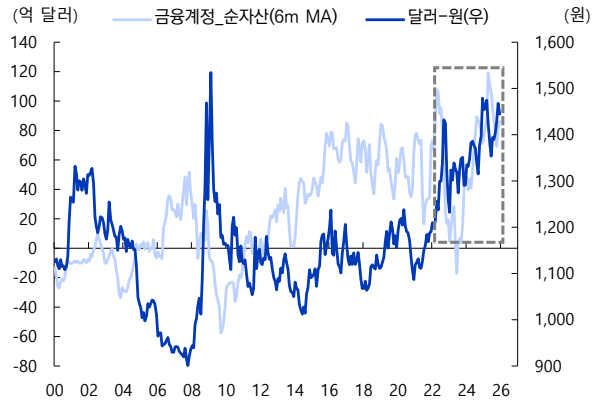
기대심리인데, 당국의 정책효과가 기대심리를 누르며 환율이 1,300원대로 하락할 전망이다.

[도표 119] 달러-원 환율 전망: 수출 강세 모멘텀과 펀더멘탈 정상화 추종, 1,300 원 초반대 하락



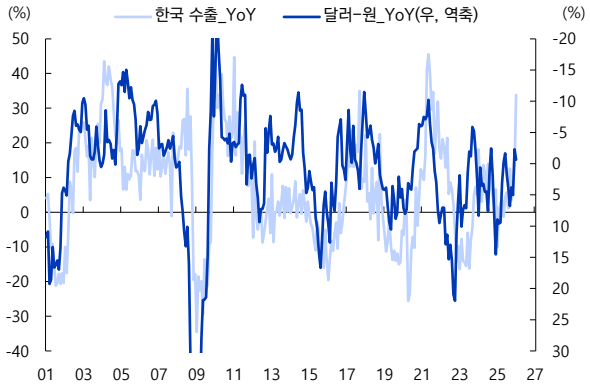
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 120] 코로나 이후 달러-원 환율은 주로 수급에 영향



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 121] 더 긴 시계열을 감안하면 수출 모멘텀과 동행



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

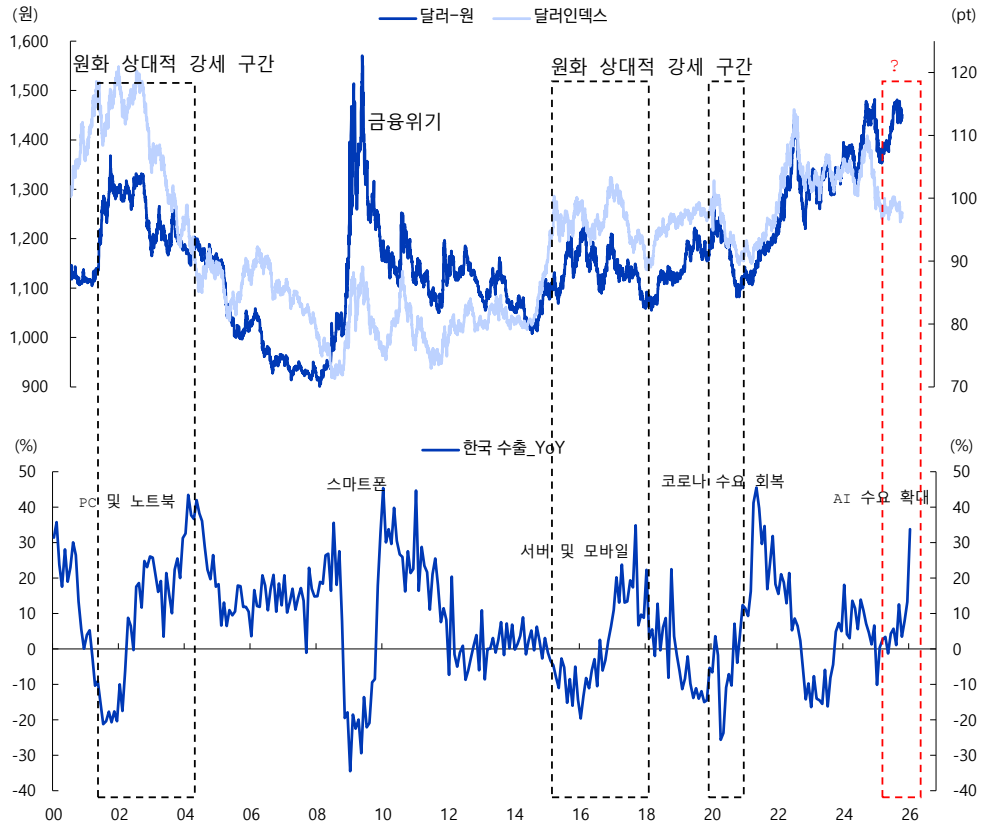
4-1. 펀더멘탈로 보는 달러-원

달러-원 환율은 작년부터 달러인덱스와의 괴리가 심화되며 유독 약세를 보였다. 다만 두 지표는 원래 완전히 연동되어 움직이지 않는다. 원화가 달러인덱스의 구성통화가 아닌 영향도 있겠으나, 무엇보다 원화는 한국 자체적인 경기 사이클에도 영향을 받기 때문이다. 2000년대 이후 대부분의 수출 확대 사이클에서 원화는 달러인덱스 대비 상대적으로 강세를 보였다. 2008년 금융위기가 유일한 예외였는데, 당시 신흥국에 축적됐던 투자자금들이 일시에 회수되며(달러 캐리 트레이드 청산) 달러가 유출된 영향이다.

따라서 이번 AI發 수출 확대 사이클에서도 과거 패턴을 따라간다면 원화는 강세를 보여야 한다. 그런데 금융위기를 제외하면 현재 원화는 이례적으로 과도한 약세를 보이고 있다. 수출 확대가 원화 강세로 이어지기 위해서는 수출업체들이 벌어들인 달러를 원화로 환전해야 하는데, 환율

상승에 대한 기대심리가 고착화되며 이러한 연결고리가 약화된 영향이다.

[도표 122] 달러원 환율과 한국 수출의 관계, 대부분의 수출 확대 사이클에서 원화의 상대적 강세가 나타나



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

우선 환율이 과도하게 약세를 보인 원인부터 진단해야 한다. 물가 영향을 감안한 실질환율과 주요 거시경제 변수를 확인한 결과 원화 약세는 펀더멘탈로 설명되지 않는다. 통상 환율에 영향을 주는 거시경제 변수는 금리차, 성장률, 생산성, 교역조건, 유동성 등인데 도표[123~126]에서 보듯 코로나 이후 전반적인 상관관계가 깨진 모습이다. 그나마 추세적으로 원화 약세를 설명하는 것은 성장률 격차인데, 이에 비해서도 원화의 약세는 과도하다.

한때 원화 약세의 원인이 유동성의 과도한 방출이라는 우려가 팽배했다. 다만 M2에서 수익증권을 제외하자 ETF 가격 변동으로 인한 유동성 착시효과가 사라졌고, 실제 국내 M2 증가율은 둔화되는 것으로 드러나 유동성 또한 원화 약세의 설명요인이 되지 못한다.

[도표 123] 실질환율과 실질금리차

[도표 124] 실질환율과 성장률 격차(한국-미국)

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 실질환율과 생산성 격차

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 실질환율과 교역조건

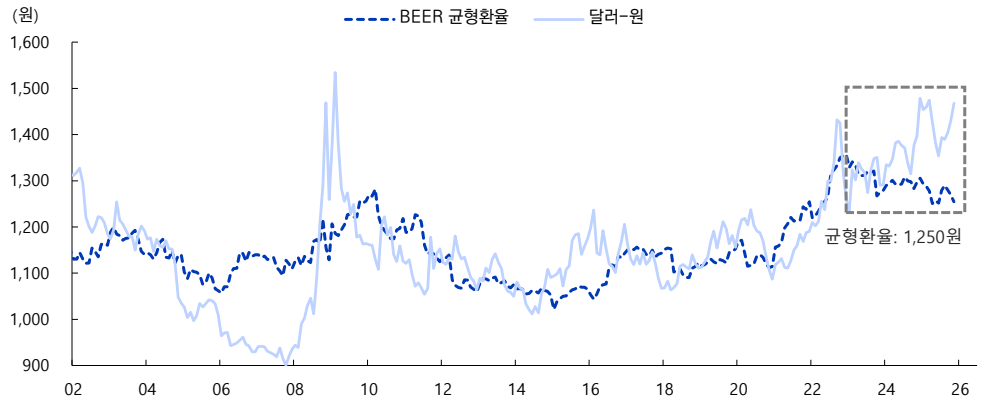
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

펀더멘탈을 감안한 달러-원 균형환율은 25년 11월 기준 1,250원인 것으로 추정된다. 균형환율의 경우 IMF에서 활용하는 BEER(Behavioral Equilibruim Exchange Rate) 모델 기준이며, 활용된 변수는 금리와 물가 차이, 교역조건과 GDP 대비 고정자본형성의 비율이다. BIS에서 추정하는 실질실효환율도 적정환율의 근거로 자주 사용되기는 하나, 이는 교역량을 감안하여 국가별 가중평균을 달리해 물가 수준만 반영했다는 점에 있어 물가를 제외한 펀더멘탈을 반영하지 않는다.

물론 펀더멘탈 대비 원화가 저평가 되어 있다고 해서 곧바로 균형 수준으로 수렴하지 않는다. 2000년대 초반 원화가 고평가 되던 기간에 환율이 균형 수준으로 복귀하는 데는 4년이 걸렸다. 균형환율과 자주 괴리가 벌어졌던 일본 엔화도 균형환율로 복귀하는 데 평균적으로 2-3년의

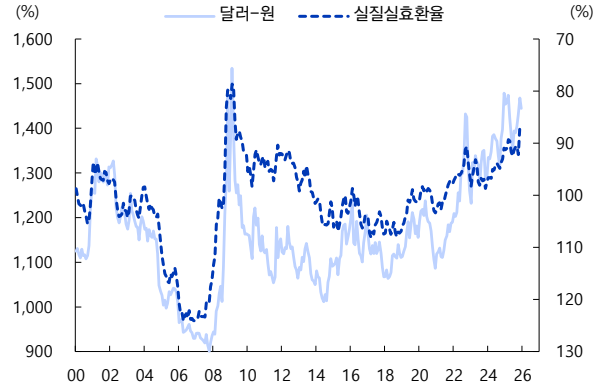
기간이 걸렸다. 원화의 저평가가 본격화된 기간은 2023년 말부터 인데, 저평가는 지금까지 2.5년 정도 지속되고 있어 특정 트리거가 발생할 경우 환율 하방 변동성이 확대될 수 있다.

[도표 127] 거시경제 변수를 감안한 BEER 모델 기준 달러-원 적정환율은 1,250 원



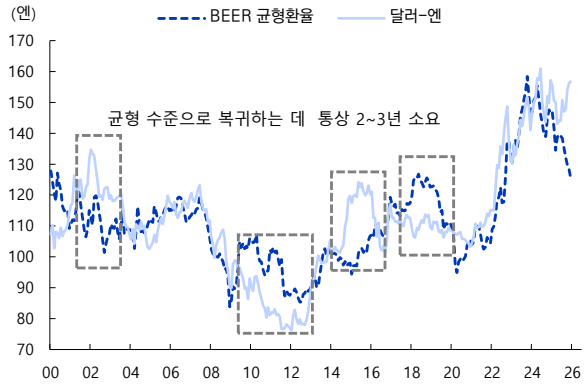
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 128] 실질실효환율은 물가 수준만 반영해 균형 개념이 아니야



자료: BIS, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 129] 균형 수준에서 자주 벗어났던 엔화 사례를 참고



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

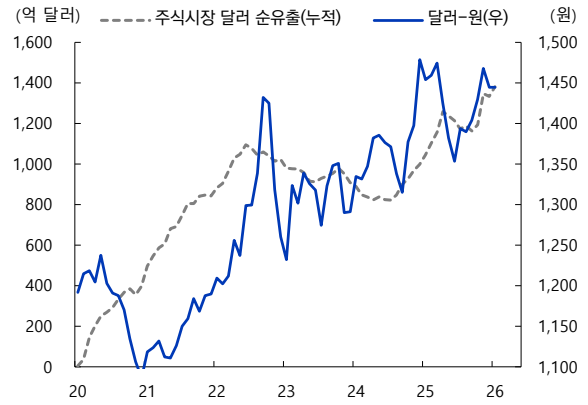
4-2. 수급으로 보는 달러-원

결국 코로나 이후 원화 약세를 주도했던 원인은 수급이다. 특히 2022년 미국의 금리 인상 이후 주식시장에서 달러 순유출의 흐름과 달러-원 환율은 매우 유사한 궤적을 그리고 있다(도표130). 주식시장 달러 유출은 외국인의 국내주식 순매도 영향도 있었지만 내국인의 해외투자 영향이 더욱 컸는데, 내국인 중에서는 개인투자자의 비중과 영향력이 점차 확대되고 있다.

문제는 해외투자의 구조가 주식에 과도하게 쏠려있다는 점이다. 국내 거주자의 해외투자는 주식이 약 65% 비중을 차지하는데, 이는 해외자산이 많은 기타 수출국들과 비교해도 매우 높은 수준이다. 주식은 투자기간이 채권에 비해 짧고 현금화 수요가 강해 환헤지를 하지 않는게 보통이다. 국민연금이 해외 투자자금에 최대 15%의 환헤지를 유동적으로 운용하는데 반해,

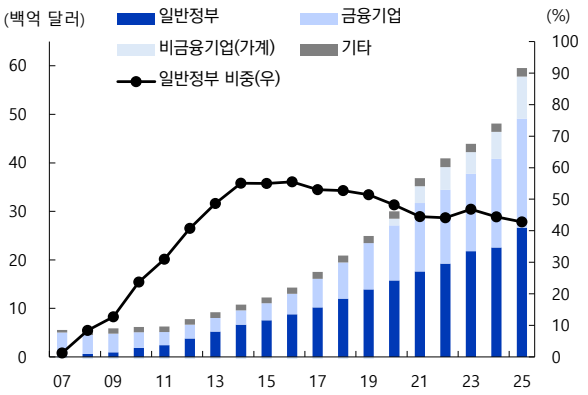
개인의 해외주식 투자금은 대부분이 환오픈 형태로 투자되어 있어 외환시장 변동성에 취약한 구조다.

[도표 130] 코로나 이후 달러-원 환율과 주식시장 자금 순유출



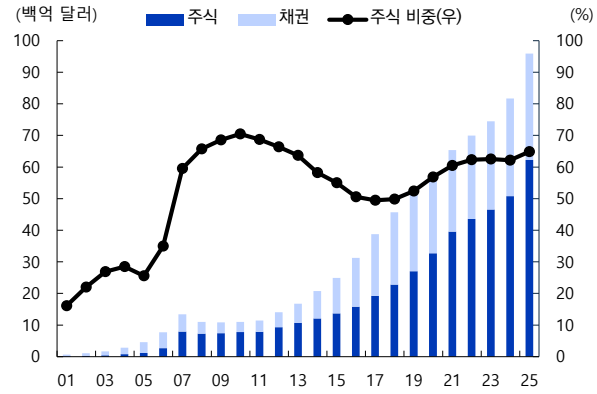
자료: 한국거래소, 예탁결제원, 교보증권 리서치센터
주: 주식시장 달러 순유출=[내국인 해외주식 순매수-외국인의 KOSPI 순매수]

[도표 131] 주식시장 해외투자 주체별



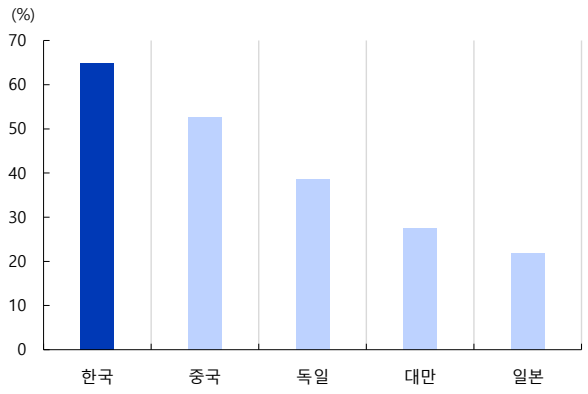
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터
주: 일반정부는국민연금과 같은 공적기금이 포함

[도표 132] 전체 해외투자 중 채권과 주식 비중



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터
주: 주식과 채권은 모두 취득원가 기준으로 계산하기 위해 금융계정 월별 데이터를 누적으로 합산 (IIP계정으로 계산하면 시가평가로 계산돼 주식 평가액이 부풀려지는 현상이 발생)

[도표 133] 주요 수출 제조업 국가들의 포트폴리오 투자 내 주식 비중



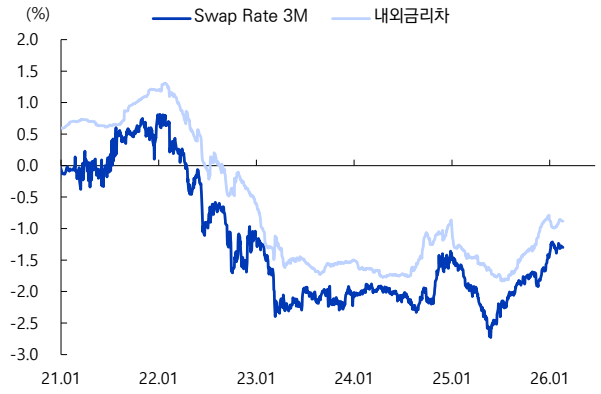
자료: 각국 통계청, 한국은행 교보증권 리서치센터

해외투자가 단기간에 집중되며 환율 상승은 기대심리로 고착화됐다. 초기에는 실제 해외투자 확대에 따라 환전 수요가 발생한 데 반해 최근에는 실수요가 없어도 환율 상승 기대감에 달러를 축적하는 것으로 보인다. 특히 수출업체들은 달러를 벌어들여도 실제 현물환 시장에 내놓지 않고 조달시장에서 달러를 빌려주기만 하는 행태가 관찰됐는데, 이는 국내 조달시장의 환헤지 프리미엄 하락 현상으로 관찰된다.

조달 시장의 풍부한 달러 유동성을 다르게 해석하면 환율 하락시 달러를 추격 매도 할 실탄이 많다는 의미다. 즉 환율의 하락 트리거가 발생하면 하방 변동성은 확대될 수 있다. 작년말부터 정부의 다양한 외환시장 안정화 조치가 있었지만 아직까지 유의미한 효과는 없었다. 다만 3월에

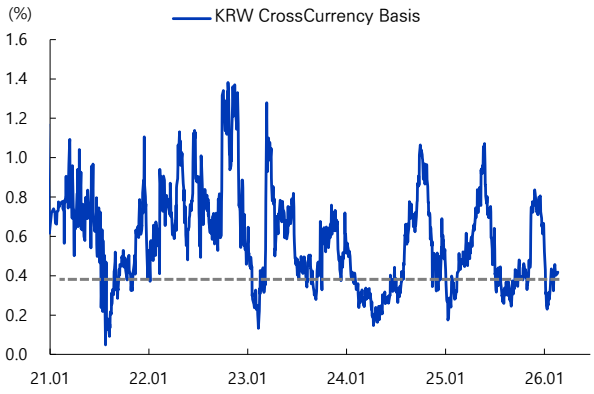
도입될 것으로 기대되는 국내시장 복귀계좌(RIA) 개설, 개인투자자들의 환헤지 상품 투자시 세액공제 혜택 등이 실제 수급과 기대심리에 미치는 효과를 주목해야 한다. 개인투자자들의 해외주식 매도가 이뤄지면 앞서 언급한 환율 하락 트리거로 작용해 환율 하락 → 수출업체들의 추격 매도 → 외국인 투자자들의 국내 주식시장 진입의 선순환 작용이 발생할 수 있다.

[도표 134] 국내 선물시장의 환헤지 비용과 내외금리차



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 / 주: 국내는 CD91일물, 미국은 SOFR 3개월물

[도표 135] 환헤지 프리미엄은 21 년 이후 저점 부근까지 하락



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 136] 2025 년말과 2026 년초 당국의 외환시장 안정화 조치

구분	시기(예정)	내용
외화 지준금리 지급	25 년 12 월	외화 지급준비금을 법정비율 이상으로 예치한 경우, 초과 예치분에 이자를 지급(3.60%)
원화 환전 우대	26 년 1 월	은행들의 원화 환전 환율 우대, 외화예금 금리 인하 조치
국민연금 해외투자 비중 조정	26 년 1 월	국민연금 기금위는 해외주식 투자 목표비중을 기존 38.9%->37.2%로 1.7%p 하향 조정
국내시장 복귀 계좌(RIA)	**26 년 3 월(예정)**	**해외 주식을 매도한 자금을 원화로 환전하여 1 년간 투자하는 경우 양도소득에 대한 소득공제** (한도 5 천만원, 26 년 1 분기 매도 100%, 2 분기 매도 80%, 하반기 매도 50%)

자료: 교보증권 리서치센터

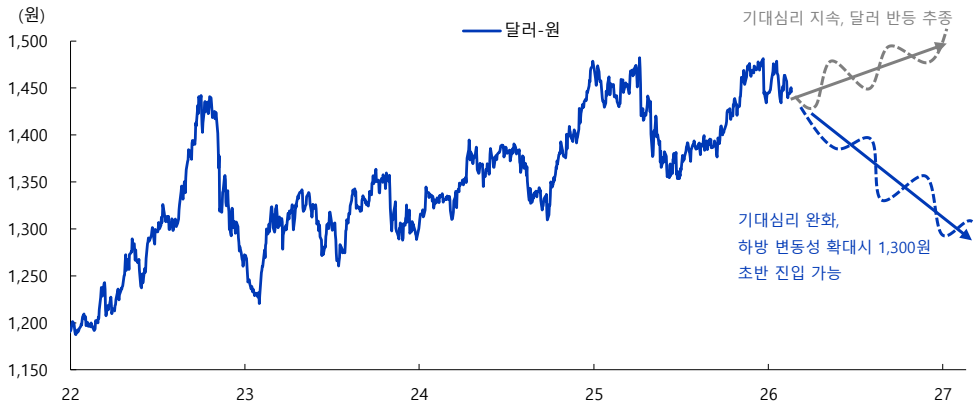
4-3. 추세의 연장 vs 하방 변동성 확대

다시 정리하자면 2026년의 달러-원 환율은 중요한 변곡점에 위치해 있다. 과거 수출 사이클의 패턴을 따른다면 원화는 강세로 전환되는 시점이 맞지만, 기대심리가 해소되지 않는 한 수출업체들의 달러 보유 심리는 이어질 수 있다. 게다가 달러인덱스는 구조적으로 약해질 수가 없는 환경인데, 기대심리가 잡히지 않은 상황에서 달러의 소폭 반등을 따라가면 연말까지 환율이 1,500원을 상단으로 제한적인 반등이 나타날 여지가 있다.

다만 펀더멘탈을 기준으로 보면 하락 공간이 충분하고, 달러의 대기 물량도 상당히 많은 것으로

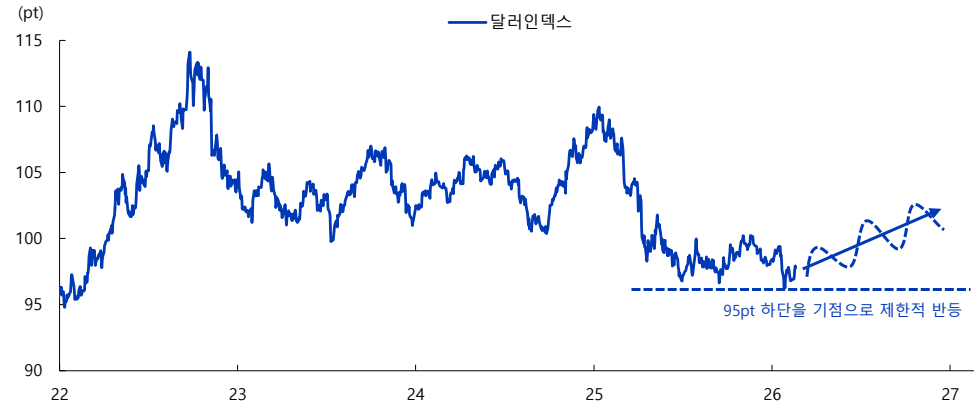
추정된다. 달러와 원화의 동반 강세 전망은 얼핏보면 논리적 모순일 수 있다. 다만 우리는 작년부터 원화와 달러의 동반 약세 현상을 이미 목격했다는 점에 있어서 그 반대도 충분히 가능한 시나리오라고 생각된다. 또한 원화 강세가 장기적 추세의 전환이라기 보다, 코로나 이후 과도한 약세의 정상화라는 관점에서 접근할 필요가 있다 .

[도표 137] 달러-원 환율 밴드 전망: 하방 트리거 작용시 1,300 원 초반까지 하락 가능



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 138] 달러인덱스 전망: 구조적 약세가 제한. 95pt 를 기점으로 연내 완만한 반등 이어질 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

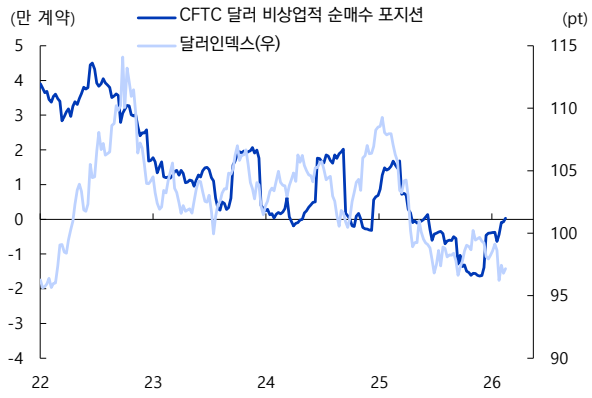
KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

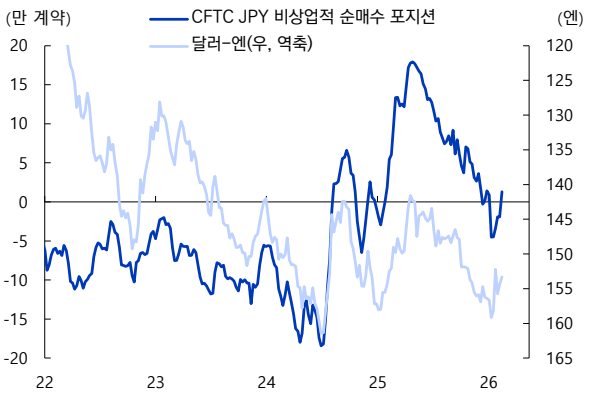
Appendix. Chart Book

[도표 139] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러인덱스

[도표 140] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러-엔 환율

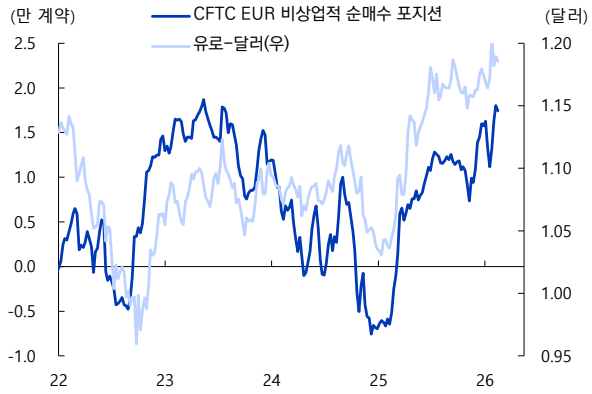


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



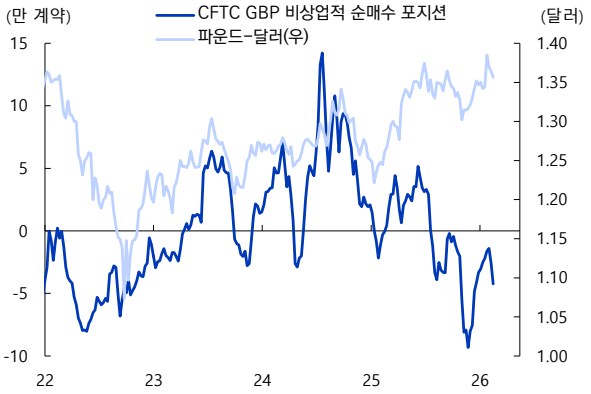
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 141] CFTC 투기적 순매수 포지션과 유로-달러 환율



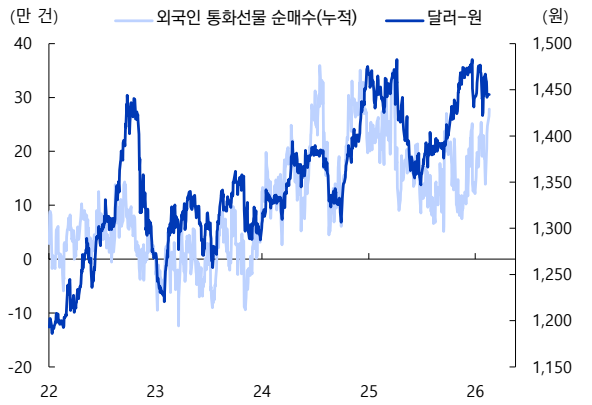
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 142] CFTC 투기적 순매수 포지션과 파운드-달러 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 외국인 통화선물 순매수와 달러-원



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 중국 위안화 고시환율과 달러-위안 환율

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 실질실효환율과 달러인덱스

[도표 146] 실질실효환율과 달러-엔 환율

자료: BIS, 교보증권 리서치센터

자료: BIS, 교보증권 리서치센터

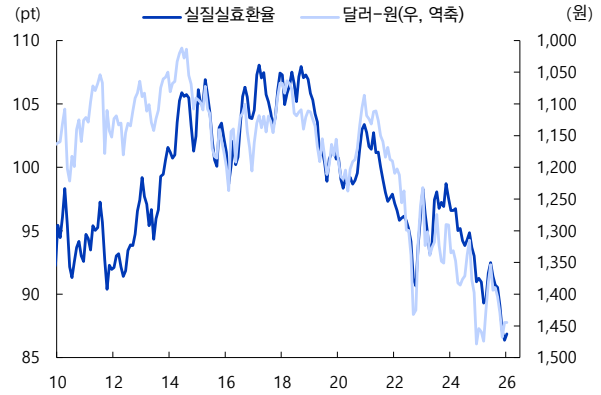
[도표 147] 실질실효환율과 유로-달러 환율

자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 148] 실질실효환율과 파운드-달러 환율

자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 149] 실질실효환율과 달러-원 환율

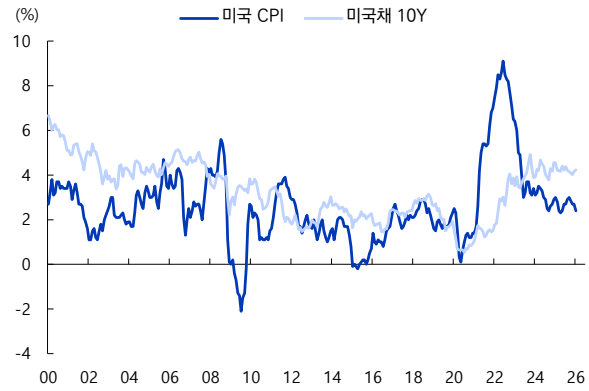


자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 150] 실질실효환율과 달러-위안 환율

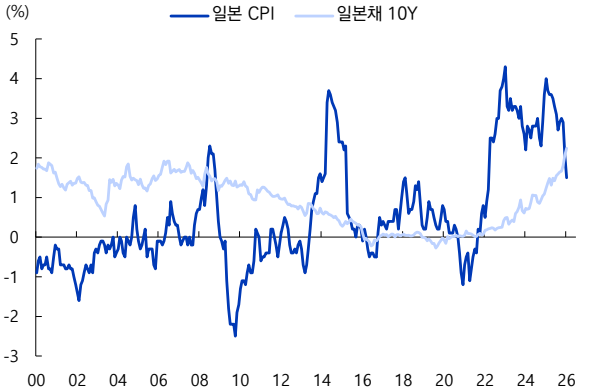
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 151] 미국 CPI 와 10 년물 금리



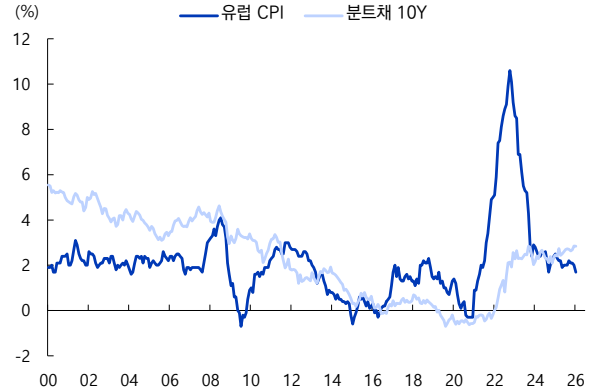
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 152] 일본 CPI 와 10 년물 금리



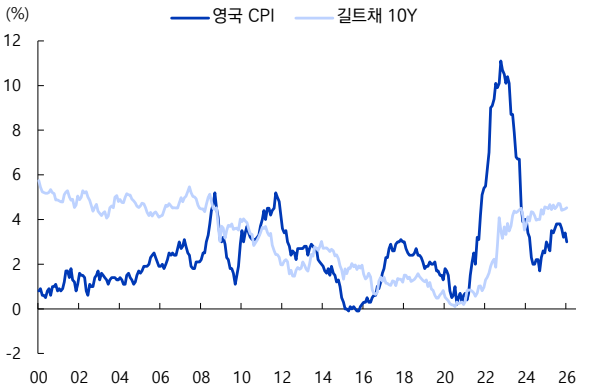
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 153] 유럽 CPI 와 10 년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 154] 영국 CPI 와 10 년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 155] 한국 CPI 와 10 년물 금리

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 156] 중국 CPI 와 10 년물 금리

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

| COMPLIANCE NOTICE |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.