경제분석 | 2026.02.25

열흘마다 매크로와친구맺기 (2월 25일)

물가 하방 지지의 근거 확인

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

미국 성장률, 겉모습과 내면의 괴리

25년 4분기 미국 성장률은 전분기비 연율기준 +1.4%의 성장을 기록하면서 예상치를 크게 하회하였다. 그러나 **3분기 당시의 +4.4% 성장률을 기록한 것에 대한 역기저효과** 및 항목별로 볼 때 수입 증가에 따른 순수출 감소가 발생한 것을 감안한다면 동 수치를 두고 경기둔화 및 침체 우려의 트리거로 언급하기에는 무리가 있는 것으로 생각된다.

특히 필자가 지속적으로 언급하였던 **AI와 생산성 개선의 근거로 작용한 지식재산생산물 투자의 상승세**는, 설비투자 등 고정자산투자의 증가속도 대비 더욱 빠른 수준을 유지하는 것은 향후 생산성 증가로 인한 경제성장 궤적의 상향의 근거로 활용될 수 있는 근거이다. 이는 최근 불거지고 있는 AI 버블론을 반박할 수 있는 증거로 인용될 수 있는데, 과잉투자 논란이 있지만 실제로 투자는 지속적으로 진행되며, 이는 기술개발과 생산성을 추가로 상승시키는 요인으로 작용할 수 있다. 이와 같은 **성장궤적은 민간 소비를 충족시키는 구매력을 유지할 수 있는 동력** 중 하나로 볼 수 있으며, 이를 통하여 경기변동 측면에서 여전히 강건한 기조가 이어지는 것으로 생각된다.

건설 경기 회복 조짐과 물가

전세계적으로 팬더믹 대응 유동성 공급 이후 단행된 금리인상으로 주택시장의 부진이 지속된 점은 부정할 수 없고, 이는 미국에서도 발생하는 보편적인 현상이었다. 그런데 이와 같은 기조 역시 조금의 반전이 예상되는 국면에 진입한 것으로 생각된다. **공급 측면에서 허가와 착공의 개선, 수요 측면에서는 신규주택매매 건수의 증가세, 가격 측면에서는 주택가격지수의 저점 확인 등이 동시에 진행**되는 중이다. 이와 같은 기조는 최근 CPI 진정을 주도하였던 주거비의 재차 상승을 유도할 수 있는 요소로 볼 수 있다.

미국 수요가 좋다면, 한국 수출도 좋을 것

전세계 성장을 주도하는 미국의 성장 궤적이 크게 둔화하지 않았다는 것은 결국 한국의 수출 경기에 대한 긍정적 시각을 유지시킬 수 있는 대표적 근거이다. 한국의 수출은 2020년대 이후 미국향 비중이 크게 높아졌는데, 수출품의 수요국 경기가 강건하다는 것은 수출국의 입장에서 긍정적 전망을 할 수 있는 합당한 근거로 볼 수 있다. 2**월 20일까지의 수출에서 일평균 기준 +47.3%의 증가율을 기록**한 것은 반도체 수출의 호조 및 수요국인 미국의 성장률이 여전히 강건하기에 발생하는 결과로 해석할 수 있다.

Macro Indicators – Fact check & Our view

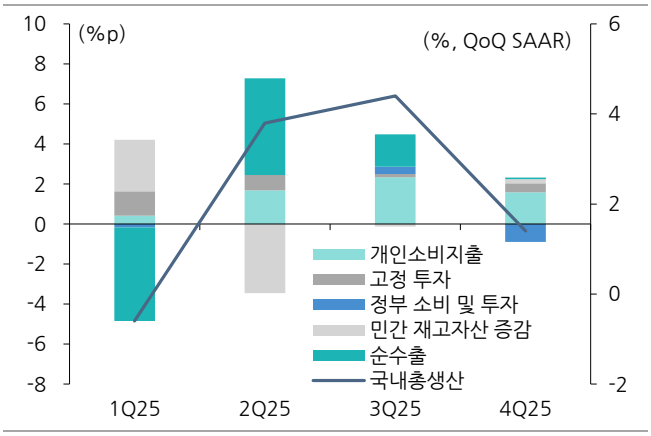
Review: 미국 성장률과 건설경기의 조합, 결국 물가 하방 지지

연초 미국 경기 전망과 관련하여 긍정적인 분위기가 형성된 것과 달리, 지난 20일 발표된 2026년 미국 4분기 GDP 성장률은 +1.4%를 기록하며 예상치인 +2.8%를 크게 하회하였다. 이는 3분기 당시 성장률인 4.4%보다 크게 하락한 수치인 것으로 확인되는데, 전분기비 연율기준으로 집계되는 만큼 3분기 당시의 역기저효과를 동시에 감안할 필요가 있다.

한편 세부 항목으로 보면, 순수출과 정부 소비 및 투자 기여도가 축소되거나 (-)로 전환되며 4분기 성장률은 부진한 수준을 기록하였다. 그러나 이는 관세 부과의 영향 및 연방정부 셧다운 등 경제 외적인 변수에 의한 영향이므로 펀더멘털 측면에서의 악화를 우려할 필요는 제한적인 것으로 보인다.

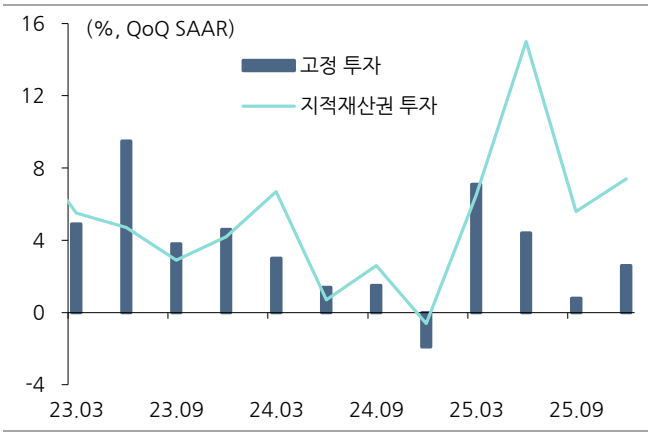
성장률에 있어 가장 큰 비중을 차지하는 민간소비는 3분기 대비 +2.4%의 증가율을 기록하며 내수 경기의 견조함을 확인할 수 있었다. 고정투자 또한 전분기 대비 +2.6% 증가하며 세부 항목 중 가장 높은 성장률을 기록하였는데, 이는 성장률 전망치 상향의 근거로 제시되었던 빅테크 기업들의 소프트웨어 및 설비투자 계획이 원활하게 진행되며 성장 궤적에 기여를 하고 있는 것으로 해석된다.

그림 1. GDP 항목별 기여도 분해



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 빅테크 기업의 AI 투자 확대로 지식재산투자 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

특히 금번 GDP 성장률에서 눈에 띄는 것은 주거용 고정 투자의 성장 기여도 부진이 크게 개선된 점이다. 글로벌 주요국은 팬데믹에 대응하는 과정에서 경기 부양을 목적으로 재정 확대 및 금리 인하를 단행하였으며, 이러한 완화적인 통화정책에 의하여 확대된 유동성이 주요국 주택가격 곡선을 우상향시켰다. 이후 유동성 공급에 따라 급등한 물가의 안정을 목적으로 금리 인상이 단행됨에 따라 주택 자금 조달에 있어서의 부담이 확대되며 주택 가격은 하락세에 진입하였다. 그러나 2024년 하반기부터 점진적인 금리 인하가 진행되는 등 주택 경기를 둘러싼 매크로 환경이 개선된 가운데, 위축되었던 주택 수요가 반등하고 있는 것으로 보인다.

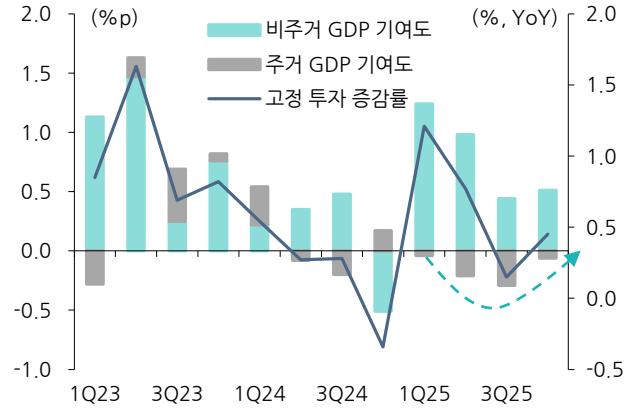
주택가격은 수요를 반영하는 만큼 미국 주택가격을 통하여 전반적인 주택시장의 변화 방향을

예측할 수 있다. 특히 주택가격을 집계하는 지수 중 S&P Cotality Case-Shiller 주택가격지수는 순환경로상 저점 수준을 지나는 것으로 평가되며, FHFA 지수는 소폭 반등한 것이 확인되었다.

이와 같은 추세는 주택 거래량 지표에서도 나타나고 있다. 전반적인 가계 재무 현황 및 거래 수요를 반영하는 기존 주택매매 건수가 회복 추세를 보이고 있으며, 건설 사이클을 반영하여 등락하는 신규주택매매 또한 최근 가파르게 상승하고 있다. 거래량의 개선과 가격의 저점 국면 통과가 동시에 진행되고 있다는 점은 주택 수요의 개선으로 해석된다.

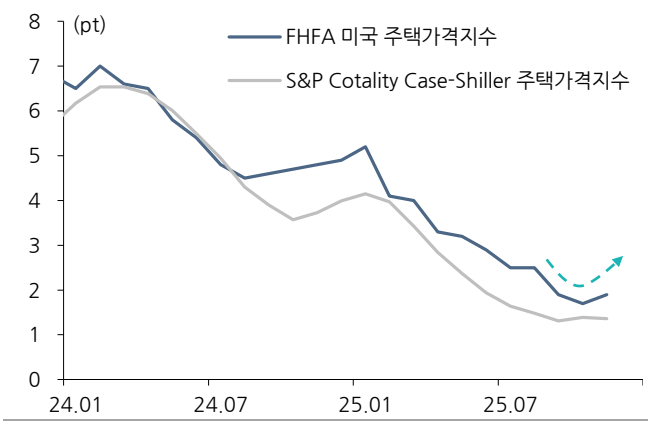
한편 주택 공급 측면에서 건축 허가 및 착공 건수는 상승 추세로 전환되었으며, 주택건설업자의 주택 시장 인식을 수치화한 NAHB 주택 시장 조사에서도 현재 대비 향후 6개월 이후의 주택 시장을 더욱 긍정적으로 전망하는 기조가 지속되고 있다. 실제 건설 현장의 분위기를 반영하는 건설 고용 또한 큰 폭으로 증가하였는데, 실물 주택에 대한 수요 회복 영향이 일부 반영된 것으로 보인다. 결국 주택 수요 측면의 개선이 공급 측면으로 확산되며 최근 부진하였던 주택 가격 상승률 및 수요와 공급의 점진적 회복이 기대된다.

그림 3. 주거 항목의 기여도 하락폭 감소하며 고정 투자 성장에 기여



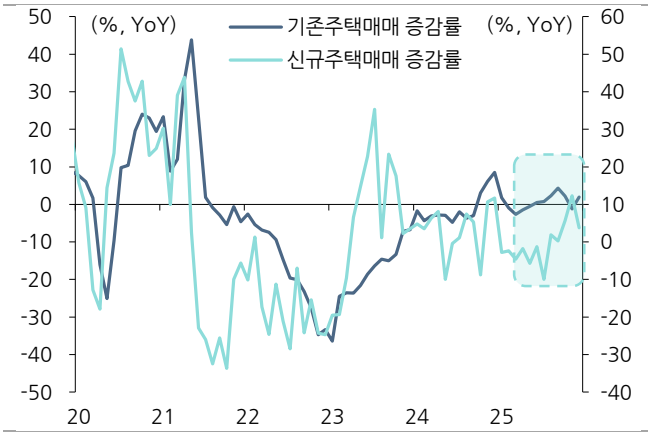
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 미국 주택가격지수는 수요 회복을 기반으로 반등



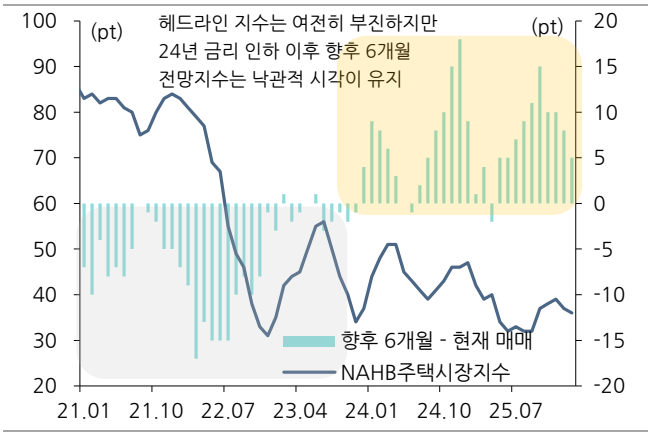
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 기존 및 신규 주택매매 증감률은 회복 궤적을 보이는 것으로 생각



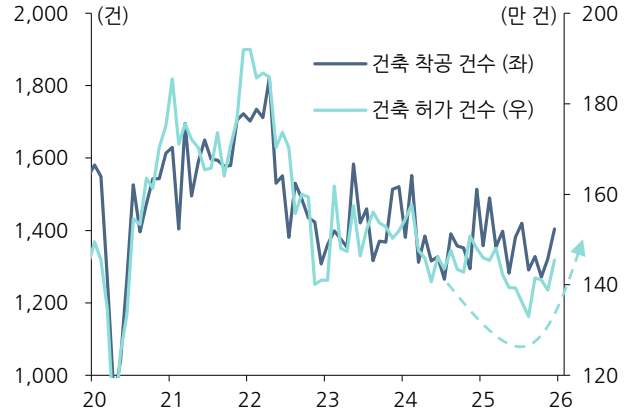
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 지수 기준선 하회에도 주택건설업자 향후 6개월 전망은 긍정적



자료: NAHB, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 공급 측면에서도 완만한 회복 기조가 이어지는 상황



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 건설 고용이 증가하며 실제 건설 현장 분위기는 우려 대비 긍정적

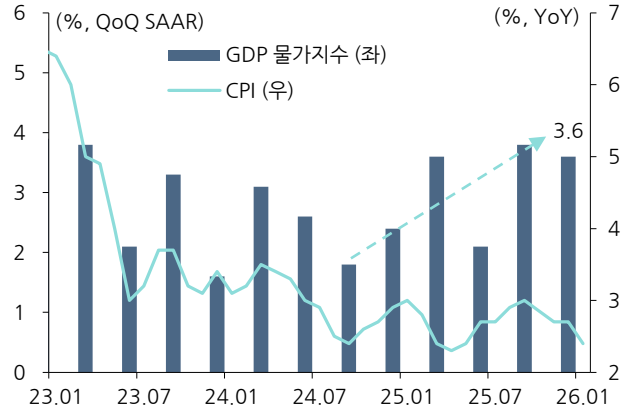
2026년 1월 산업별 비농업고용자수 증감 (단위: 천 명)			
교육 및 의료 서비스	137	대형 및 토목공사 건설업	-1
전문 및 사업 서비스	34	광업 및 벌목업	-2
건설	33	거래, 운송 및 유틸리티	-9
주거용 전문 건설	6	정보	-12
기타 서비스	7	금융업	-22
제조업	5	정부	-42
레저 및 접객산업	1	총계	130

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주택시장의 분위기 변화는 경제성장과 물가의 궤적을 바꿀 수 있는 요소로 작용한다. 특히 12월 CPI 상승률이 전년비 +2.4%를 기록하며 예상치를 소폭 하회한 것과 달리 2025년 4분기 GDP 물가지수는 전분기비 연율기준 +3.6% 상승하며 전망치인 +2.8%를 크게 상회하며, 두 물가지수의 상반된 추이를 보이고 있다. 그러나 GDP 물가지수는 GDP를 산출하는 과정에서 소비·투자·정부지출·수출입 등 경제 전반에 포함된 재화 및 서비스의 가격 변화를 반영하므로, 소비 주체에 한정되어 물가를 산출하는 CPI와 비교했을 때 더 넓은 영역을 포괄하는 지표이다. 즉 소비자 측면의 물가는 둔화되고 있으나, 경제 전반의 물가 수준은 여전히 높은 수준을 형성하고 있는 것으로 생각된다.

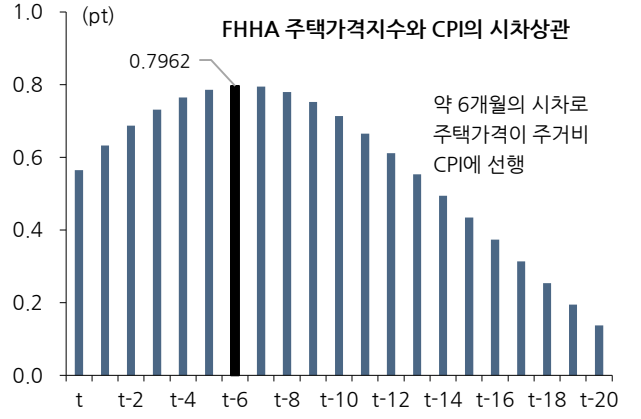
향후 물가 경로 전망에 있어 주택 시장의 회복 가능성은 고물가를 지속시키는 요소로 작용할 것으로 보인다. 주택은 투자 자산이자 실거주를 통해 소비되는 재화라는 점에서, 가격 상승은 임대료라는 경로를 통하여 임차료 및 자가주거비 등 CPI 내 주거비 항목에 반영된다. 주택가격과 CPI 간 시차상관계수에서 확인되듯, 주택가격은 약 6개월의 시차를 두고 소비자물가에 선행하는 경향을 보인다. 이러한 점을 감안했을 때 최근 GDP 물가지수의 상승 흐름에서 확인되는 물가 압력이 소비자물가에서도 점진적으로 나타나며 재차 상승 추세로 전환될 가능성을 고려할 필요가 있다. 결국 주택 시장의 회복 조짐은 성장성에 있어 긍정적으로 해석되는 동시에 물가 경로에서는 고물가 지속을 뒷받침하는 요인이다.

그림 9. GDP 물가지수는 경제 전반 물가 반영하며 상승세 지속



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 주택가격이 주거비 CPI에 반영되기까지 약 13개월이 소요



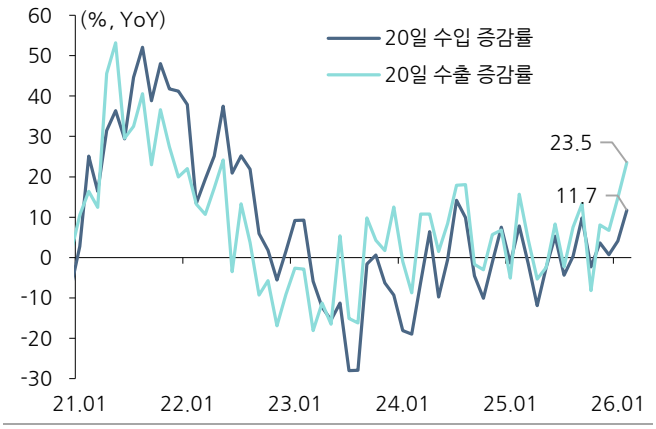
자료: 상상인증권 리서치센터

Preview: 한국 수출, 연속적인 서프라이즈

2월 20일까지 집계된 한국의 수출증가율은 전년동기대비 +23.5%, 수입은 +11.7%를 기록하면서 지속적 상승세가 이어지고 있다. 특히 전체 수출 규모의 34.7%를 차지한 반도체 수출은 세 자릿수의 높은 증가율을 기록하며 수출액 확대를 주도하는 것이 확인되었다. 이와 같은 반도체 수출 호조는 AI 인프라 구축 수요에 기반한 메모리 반도체 단가 상승에 기인한 것으로, 이러한 가격 측면에서의 상승 기조는 수출입물가 스프레드를 확대시키며 대외부문의 강건성을 높이는 요인으로 작용하고 있다.

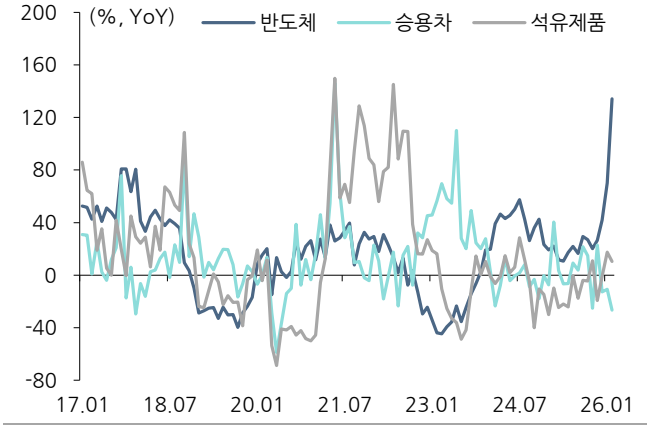
한편 미국 ISM 제조업지수가 기준선을 상회하며 신규수주 중심으로 확장 흐름을 보이고 있다는 점도 한국 수출 전망에 있어 우호적인 요소이다. 특히 세부지수 중 신규수주 지수의 가파른 상승은 향후 생산 확대와 중간재 수요 증가로 해석할 수 있다는 점에서 한국의 반도체 및 IT 관련 긍정적인 수출 전망을 뒷받침한다. 미국 제조업 경기의 완만한 회복이 지속되는 가운데, 3월 발표될 2월 수출입 또한 강한 반도체 수요를 중심으로 높은 수출 성장률을 기록할 것으로 기대된다.

그림 11. 2월 20일 기준 수출은 전년비 +23.5% 증가



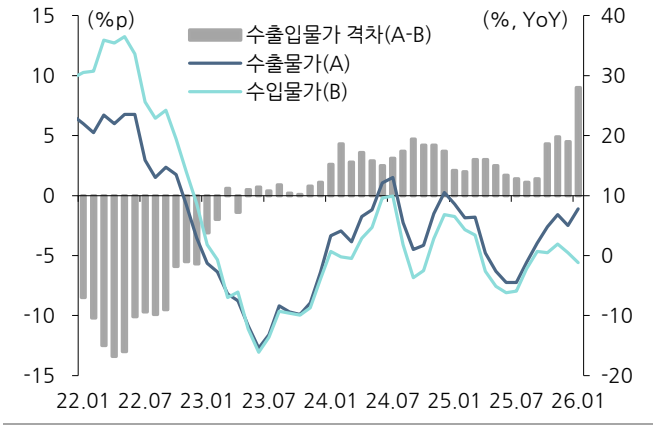
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 반도체 수출 전년비 +134.1% 증가



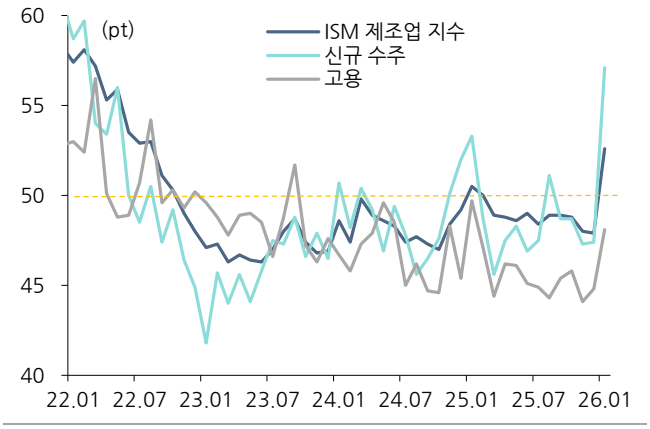
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 반도체 가격 상승 중심으로 수출입물가 스프레드 대폭 확대



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 미국 ISM 제조업 지수는 신규 수주 중심으로 확장세



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

경제지표 발표일정

2월 16일 ~ 2월 25일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상	발표
2월 16일 (월)	JN	GDP 연간화 SA 전분기대비	94.4444	상	-2.3%	1.6%
2월 20일 (금)	US	선행지수	84.106	상	-0.3%	-0.2%
	JN	전국 CPI (전년대비)	93.3333	상	2.1%	1.6%
	US	PCE 물가지수 YoY	62.9139	중	2.8%	2.8%
	US	GDP 연간화 QoQ	96.6887	상	4.4%	2.8%
	US	GDP 물가지수	77.351	중	3.8%	2.8%
	US	S&P 글로벌 미국 종합 PMI	70	중	53	53.1
2월 21일 (토)	US	미시간대학교 소비자신뢰	94.702	상	57.3	57.3
2월 23일 (월)	SK	수입 20일 전년대비	26.3158	하	4.2%	-
	SK	수출 20일 전년대비	50	중	14.9%	-
2월 24일 (화)	SK	소비자심리지수	60.5263	중	110.8	-
2월 25일 (수)	US	컨퍼런스보드 소비자기대지수	92.053	상	84.5	87.1

2월 26일 ~ 3월 5일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상
2월 26일 (목)	SK	BOK Base Rate	97.3684	상	2.50%
2월 27일 (금)	US	PPI 최종수요 YoY	74.1722	중	3.0%
3월 1일 (일)	SK	수입 YoY	71.0526	중	11.7%
	SK	수출 YoY	92.1053	상	33.9%
	SK	무역수지	63.1579	중	$8740m
3월 3일 (화)	US	ISM 제조업지수	95.3642	상	52.6
3월 4일 (수)	SK	광공업생산 YoY	81.5789	상	-0.3%
	EC	HCOB 유로존 종합 PMI	73.8095	중	51.9
	US	ADP 취업자 변동	93.3775	상	22k
	US	S&P 글로벌 미국 종합 PMI	70	중	52.3
3월 5일 (목)	US	ISM 서비스 지수	83.4437	상	53.8
	EC	소매판매 YoY	52.381	중	1.3%

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.