| 리서치센터 투자전략실 | 경제/환율 | 2026. 3. 20 |

한눈에 보는 최근 매크로 환경

2026년 연간 전망 업데이트

최광혁 | kh.choi@ls-sec.co.kr

LS증권

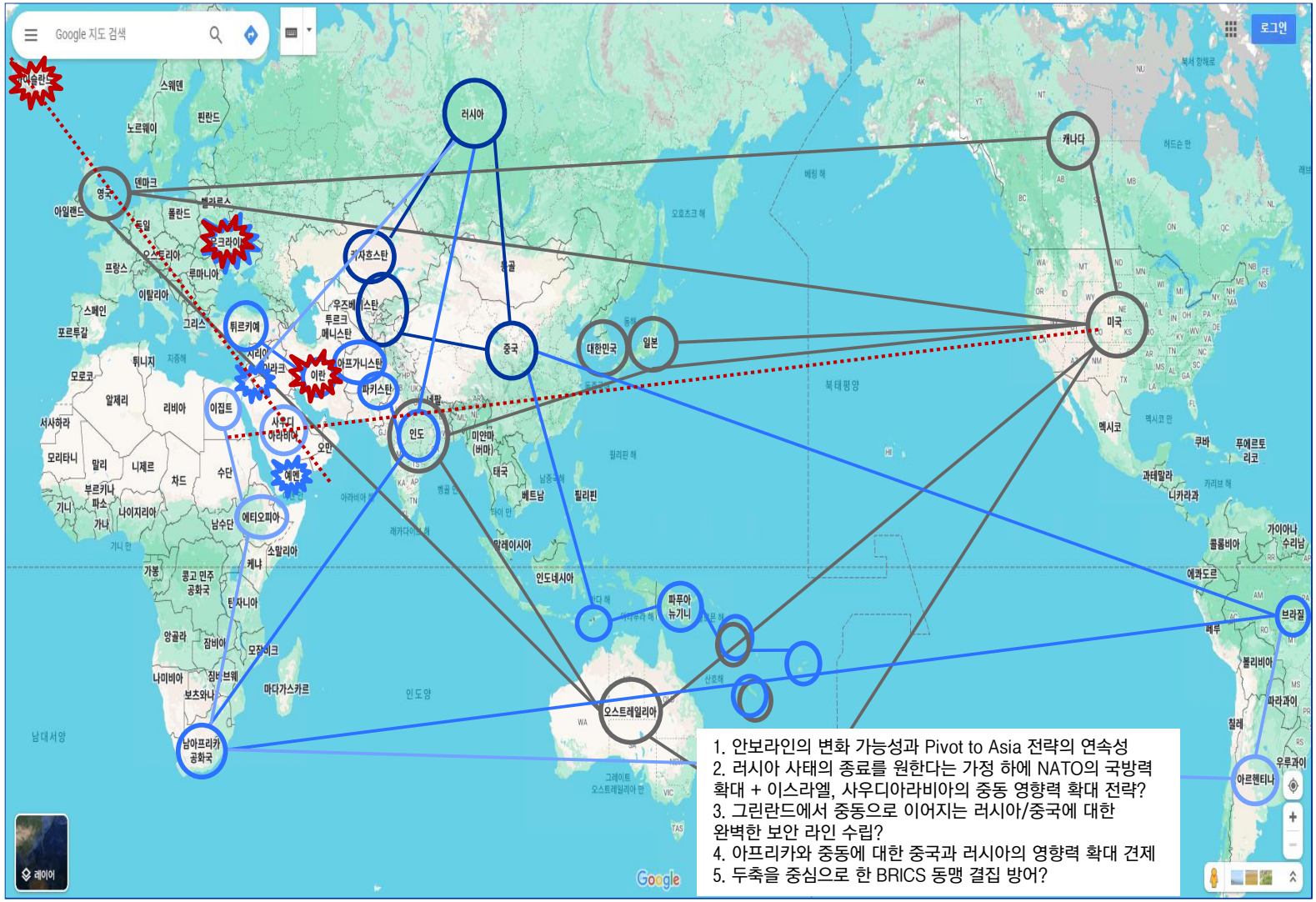
Part I

간단한 경기 현황

낮아진 체력, 높아진 의존도

- 고용 환경 약화와 소비 여력 감소
- 투자 규모와 성장률은 다르다
- 한국 성장의 힘, 반도체

이란사태와 트럼프의 이상한 행보

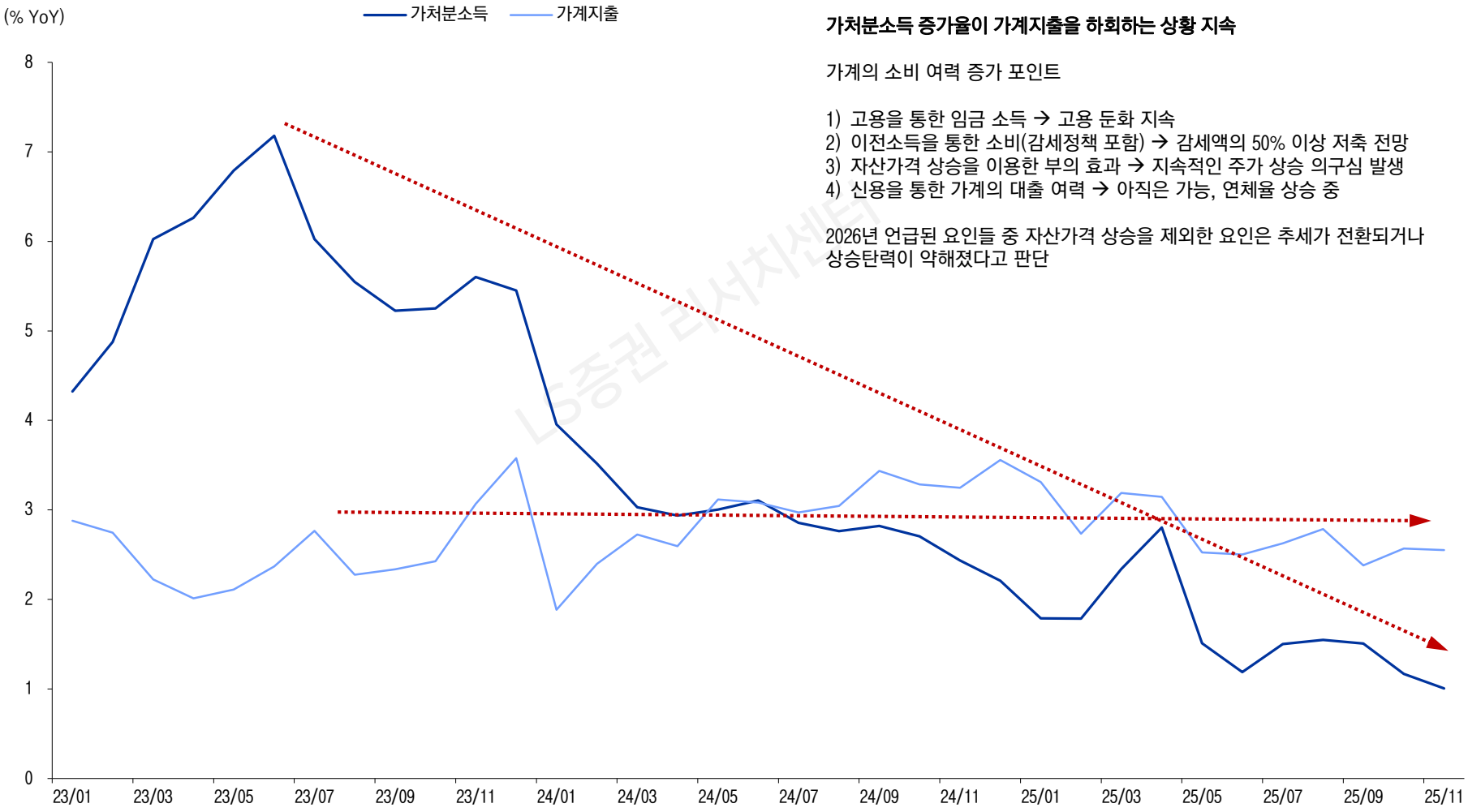


1. 안보라인의 변화 가능성과 Pivot to Asia 전략의 연속성
2. 러시아 사태의 종료를 원한다는 가정 하에 NATO의 국방력 확대 + 이스라엘, 사우디아라비아의 중동 영향력 확대 전략?
3. 그린란드에서 중동으로 이어지는 러시아/중국에 대한 완벽한 보안 라인 수립?
4. 아프리카와 중동에 대한 중국과 러시아의 영향력 확대 견제
5. 두축을 중심으로 한 BRICS 동맹 결집 방어?

자료: LS증권 리서치센터

항상 발생한 소비 방어 요인들. 아직 남아있을까?

미국 가계 가처분소득과 소비 증가율



가처분소득 증가율이 가계지출을 하회하는 상황 지속

가계의 소비 여력 증가 포인트

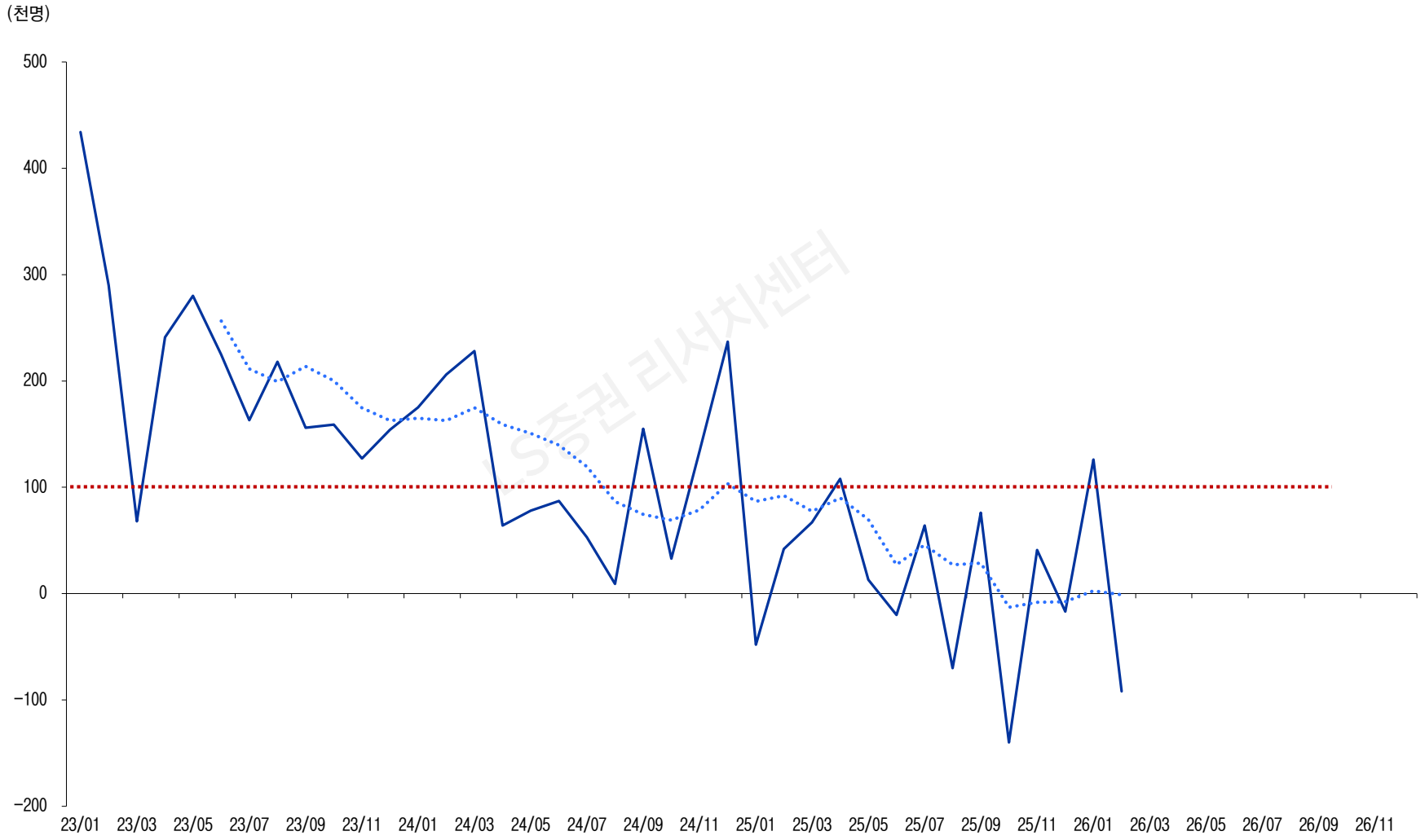
1) 고용을 통한 임금 소득 → 고용 둔화 지속
2) 이전소득을 통한 소비(감세정책 포함) → 감세액의 50% 이상 저축 전망
3) 자산가격 상승을 이용한 부의 효과 → 지속적인 주가 상승 의구심 발생
4) 신용을 통한 가계의 대출 여력 → 아직은 가능, 연체율 상승 중

2026년 언급된 요인들 중 자산가격 상승을 제외한 요인은 추세가 전환되거나 상승탄력이 약해졌다고 판단

LS증권 리서치센터

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

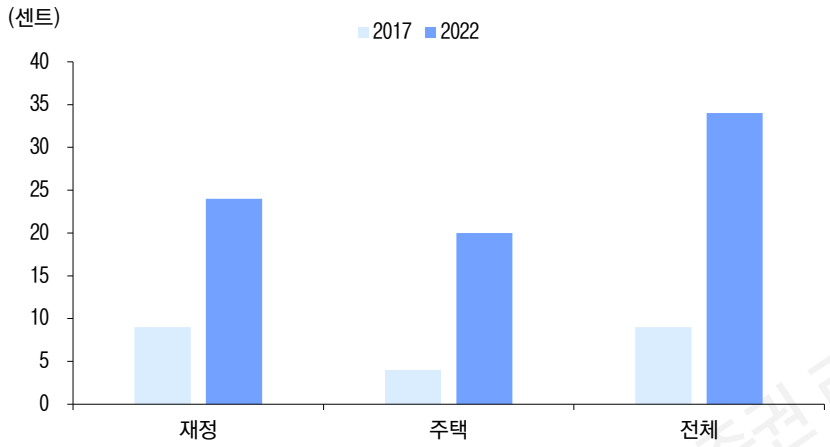
미국 비농업고용자수 변동



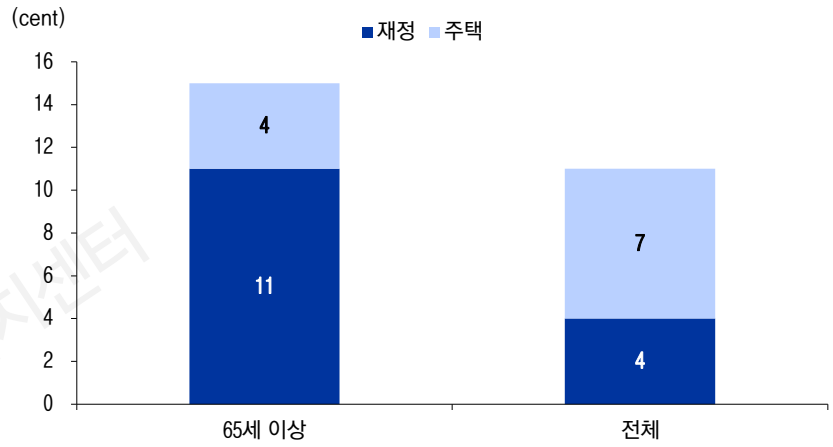
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

VISA 기준 자산효과 감소. 이론적 자산효과도 코로나 이전 하회

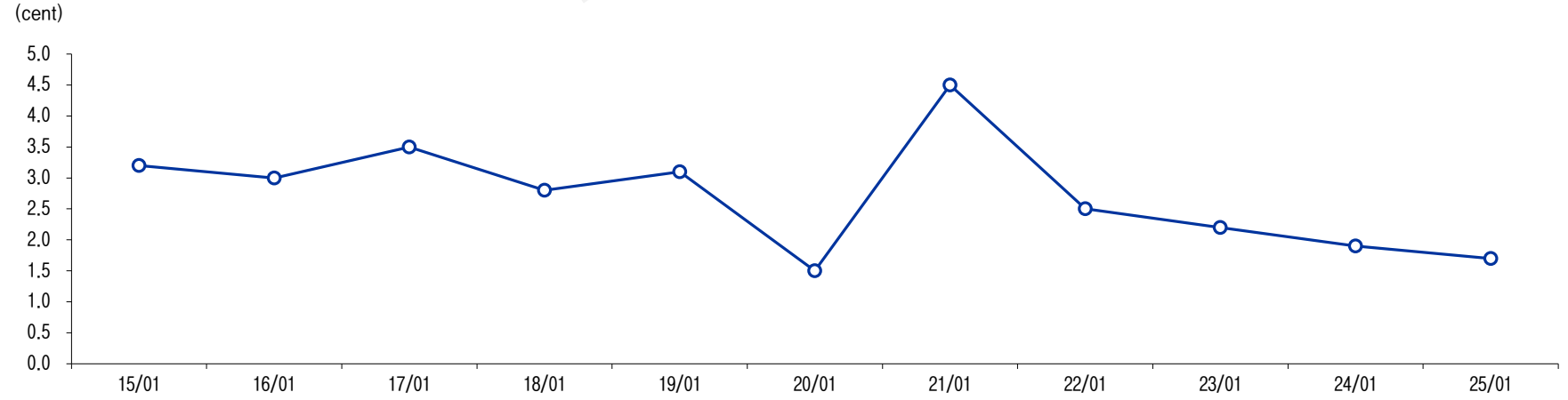
2017년과 2022년 부의 효과 변화



2025년 부의 효과 상당한 감소 확인



자산증가와 소비증가를 기준으로 계산한 자산 효과

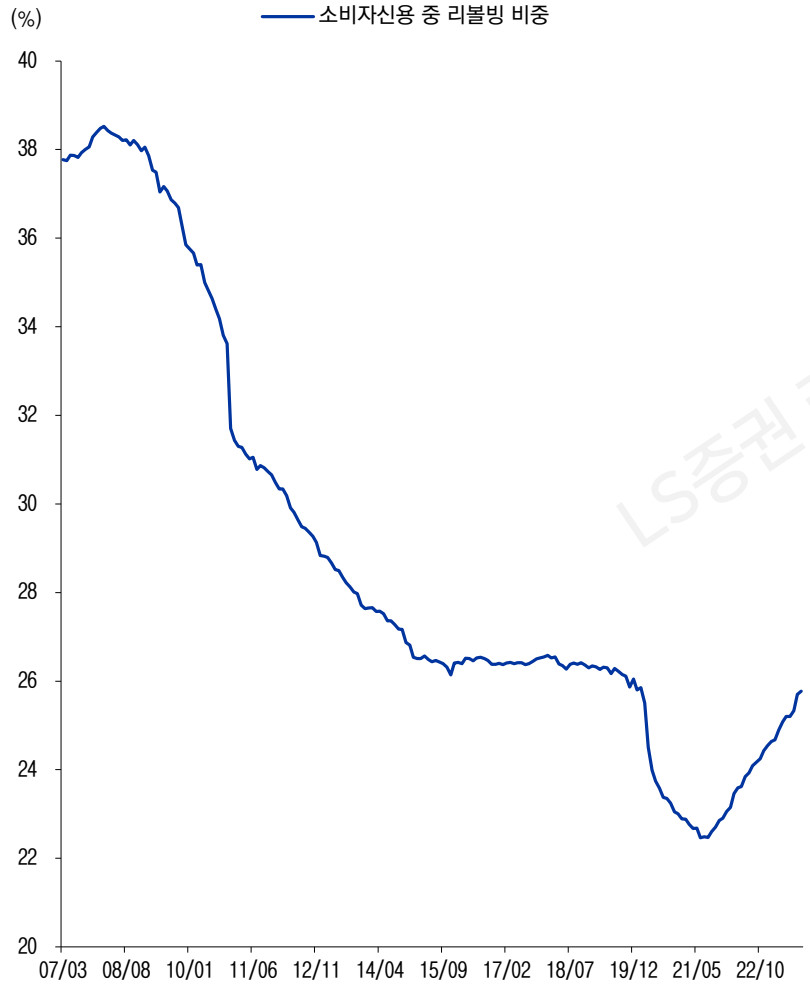


자료: CEIC, VISA, LS증권 리서치센터

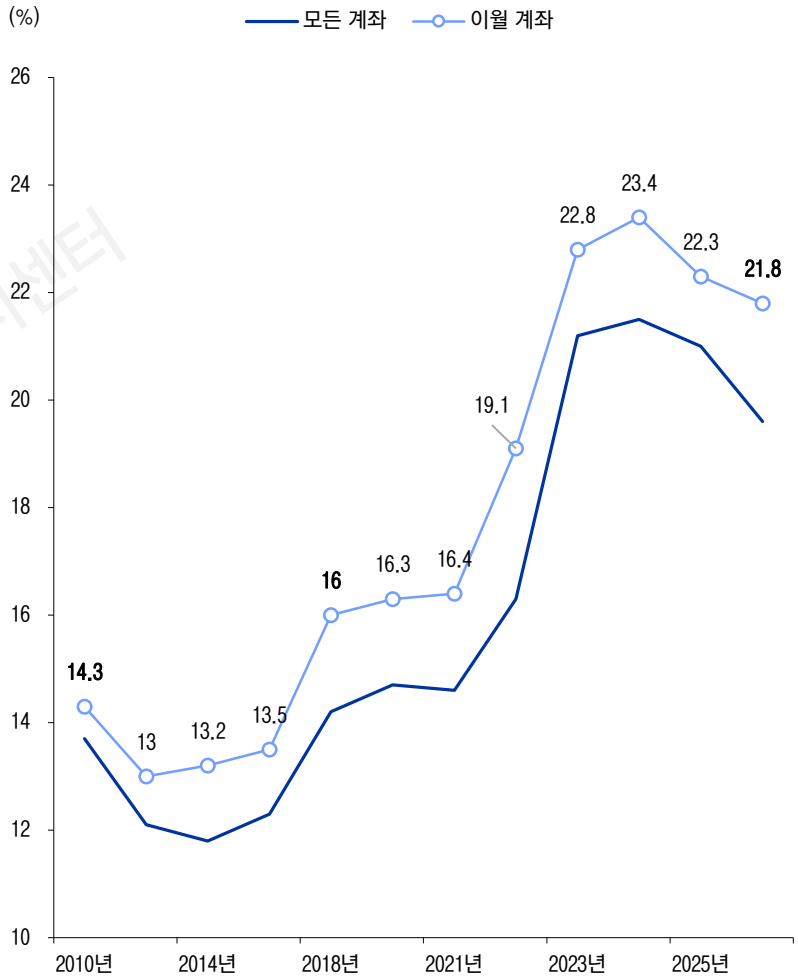
LS증권 리서치센터

신용대출에서 리볼빙 비율 확대. 높은 이자율은 부담으로 작용

미국 소비자신용 중 리볼빙 비중



미국 리볼빙 대출 평균 이자율

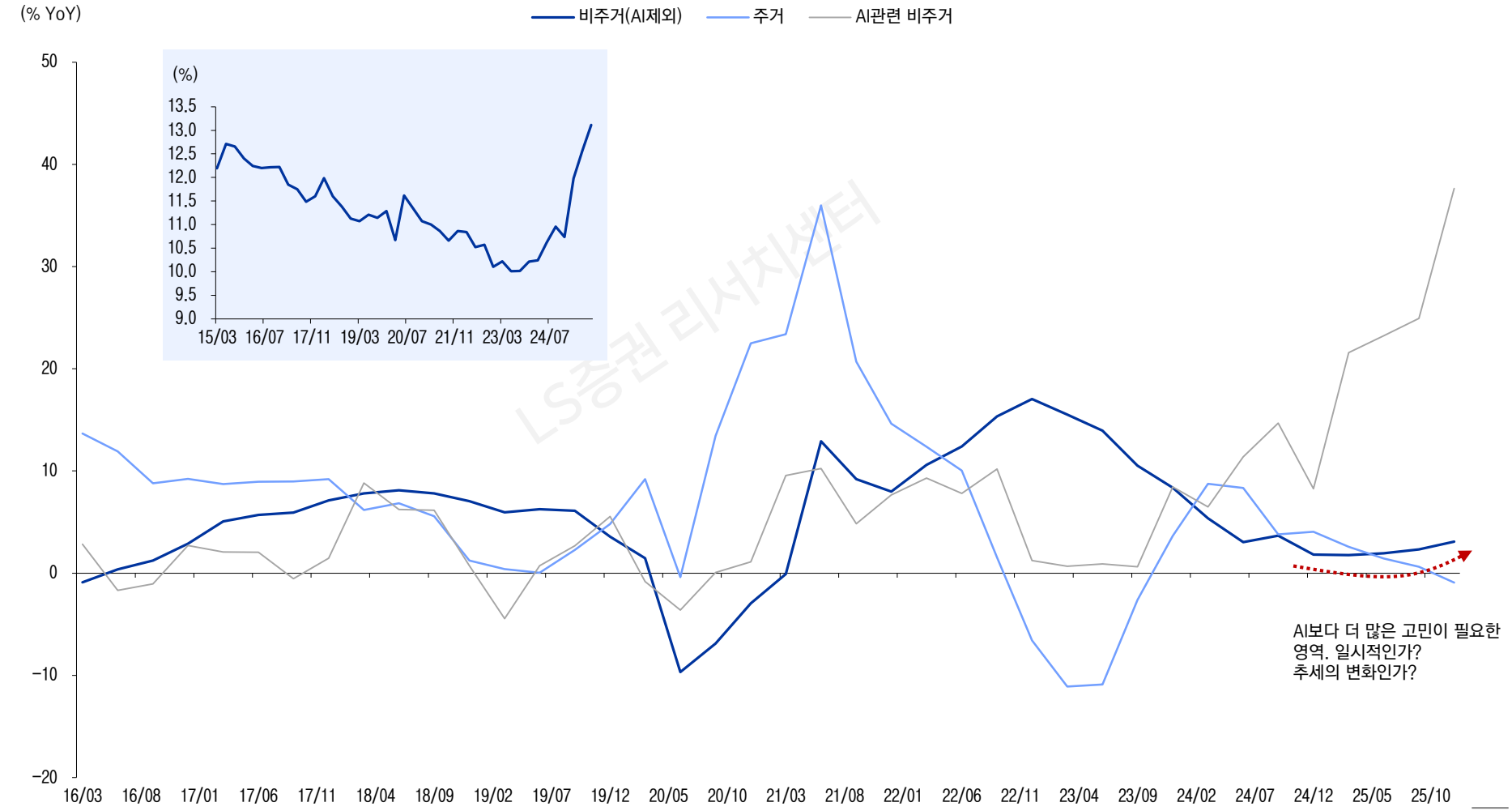


LS증권 리서치센터

자료: FED, CEIC, LS증권 리서치센터

AI를 제외한다면 투자는 여전히 좋은가?

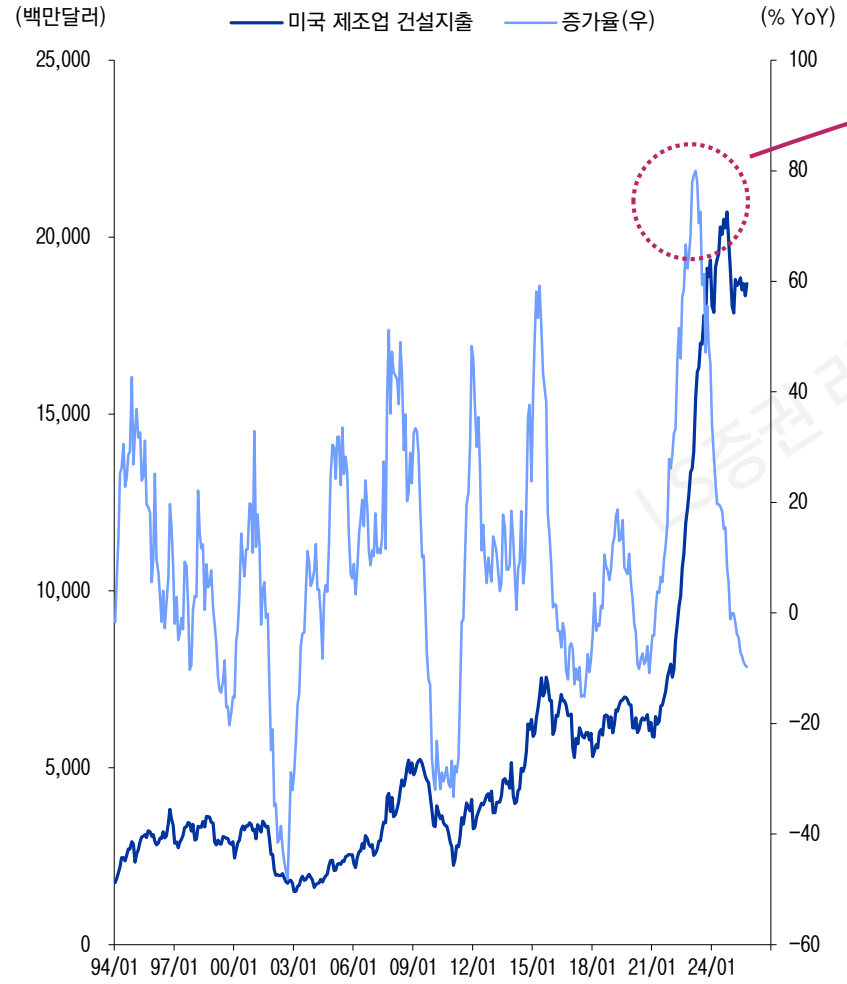
미국 고정자산투자 증가율(전체투자에서 AI관련 투자 비중)



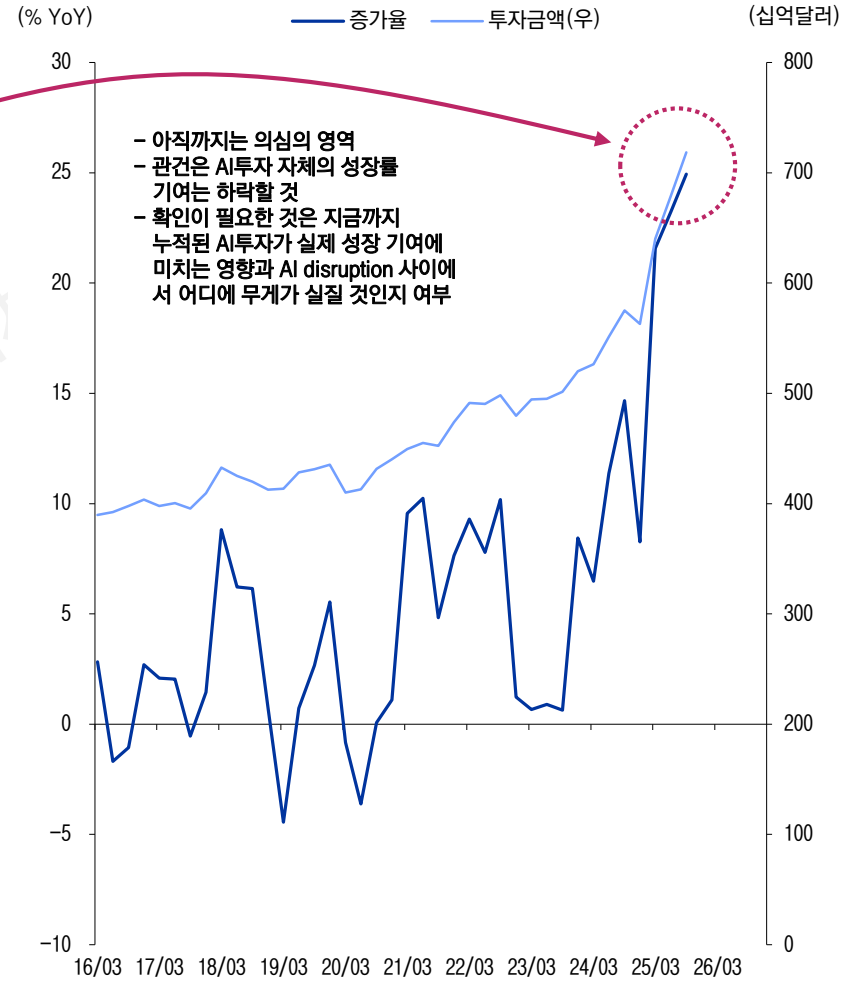
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

AI투자 규모는 지속. 다만 증가율은 하락 전망

미국 제조업 건설지출 증가율

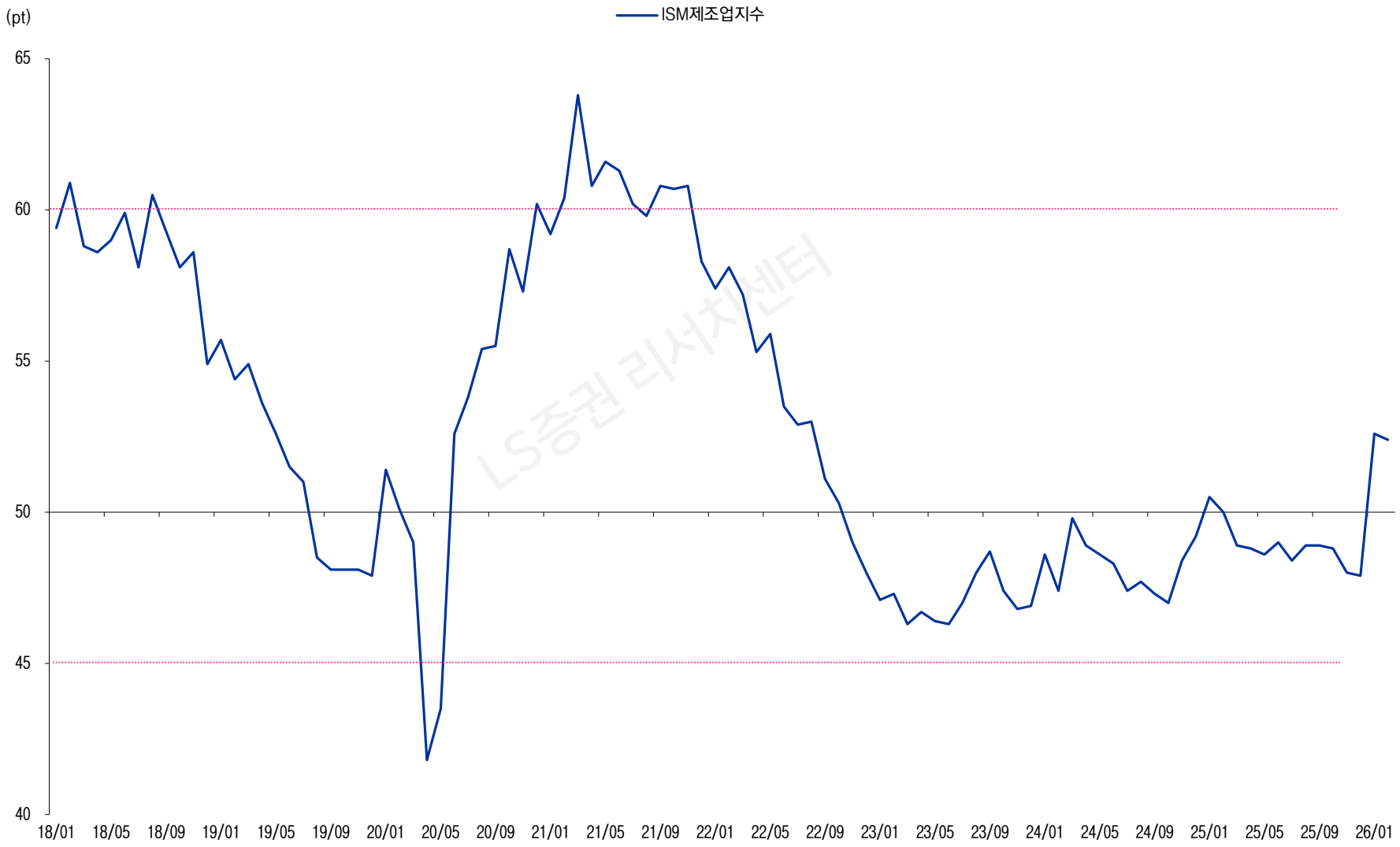


미국 AI 투자 금액과 증가율



자료: Jason Furman, Bloomberg, LS증권 리서치센터

ISM제조업지수

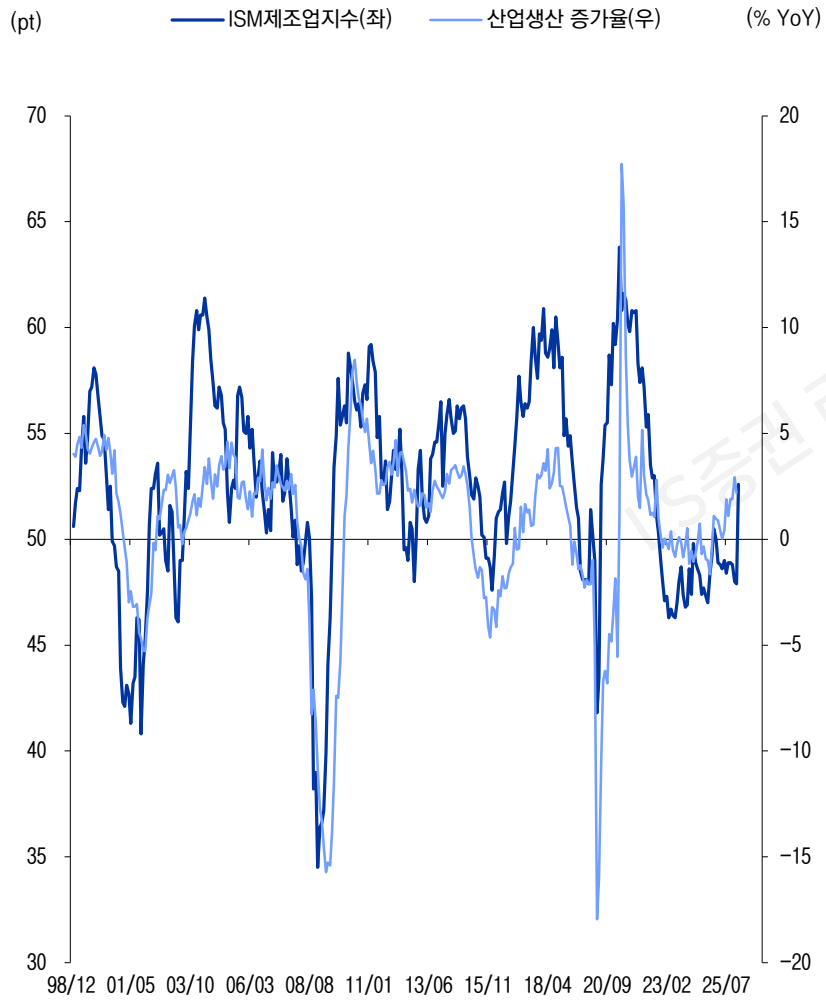


LS증권 리서치센터

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 산업생산 증가율 괴리 해소

ISM제조업지수와 산업생산 증가율



2월 ISM제조업지수에 대한 코멘트에서 언급한 바와 같이 ISM제조업지수의 상승을 단순히 관세 부과에 대한 선제적 대응으로 폄하할 필요는 없을 것

다만 ISM제조업지수를 관찰하는 이유 중 주된 요인이 산업생산에 대한 선행성이라는 점에서 이번 급등은 산업생산과 발생했던 괴리를 해소하는 차원으로 판단

이 말은 곧,

1) **ISM지수의 급등이 이후 ISM제조업지수의 추세적 상승을 지지하지 않음을 의미**
2) **추가적으로 최근의 고용 부진은 산업지표의 상승이 가져오는 고용 → 수요 → 생산의 연결고리를 단절시키고 있어 추가적인 선순환 기대도 낮출 필요성 존재**

LS증권 리서치센터

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

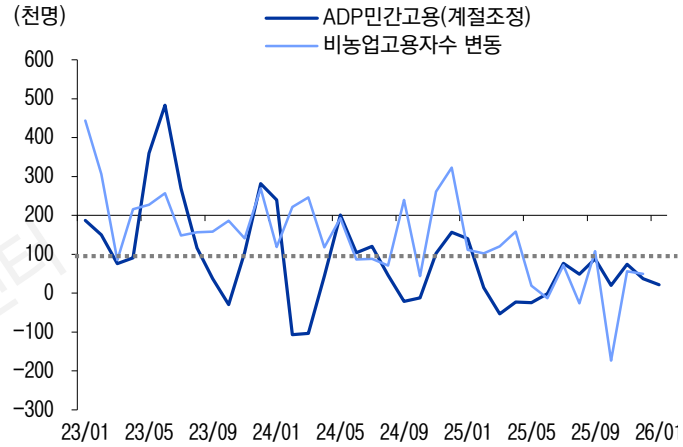
ISM제조업지수가 경기에 가지는 의미는 퇴색

ISM제조업지수와 산업생산 증가율

신규주문 → 생산 확대
→ 고용증가 사이클

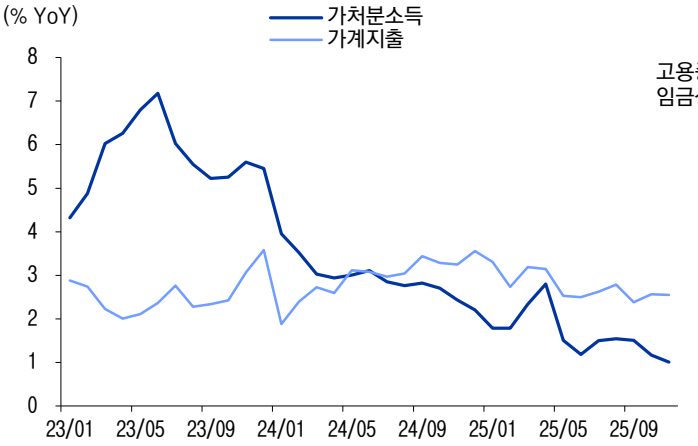
AI로 인한 고용 감소 or
저고용, 저감원 기조 정착

미국 고용 증감



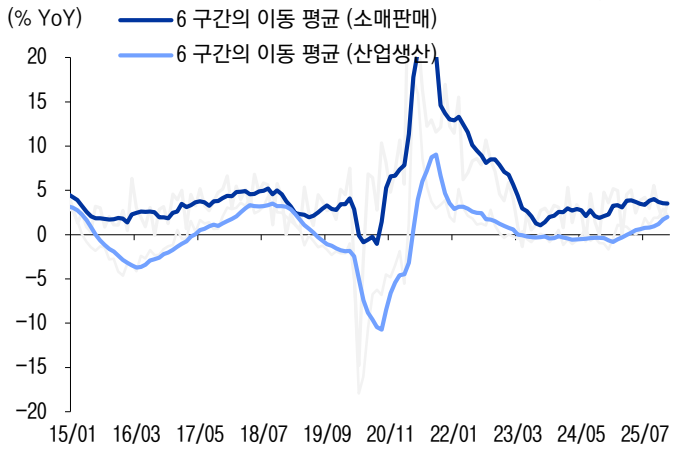
고용증가세 둔화(Q감소)
임금상승률 둔화(P하락)

가처분소득과 가계지출



생산과 소비의
순환 구조 약화

산업생산 증가율과 소매판매 증가율

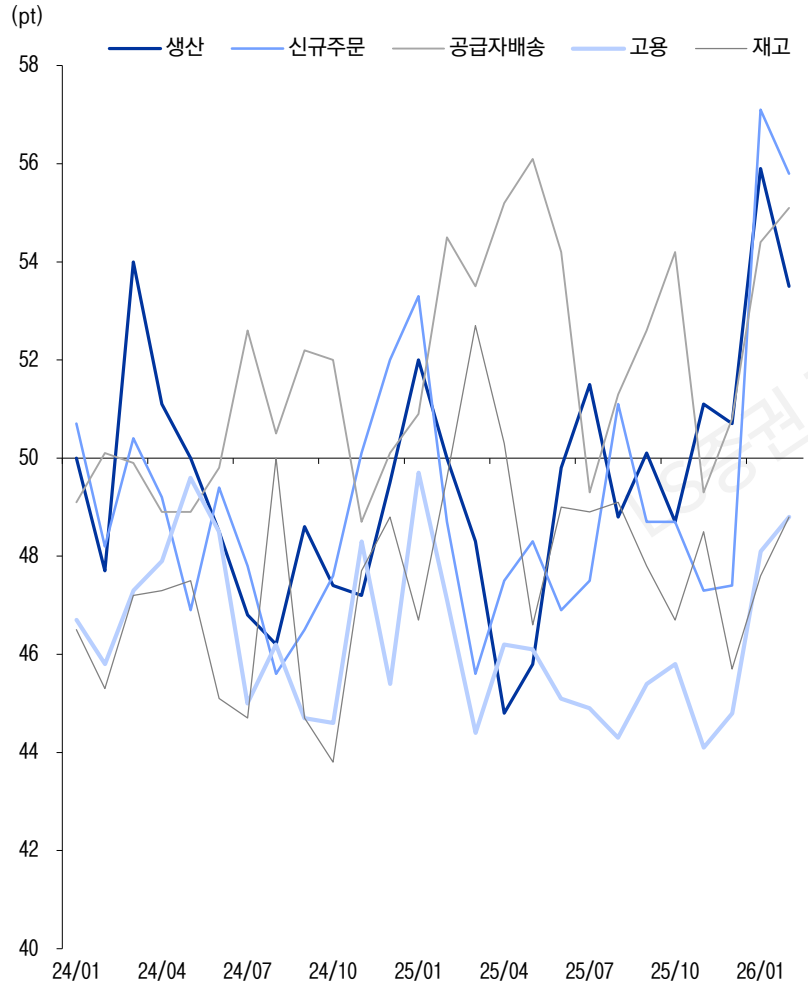


자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

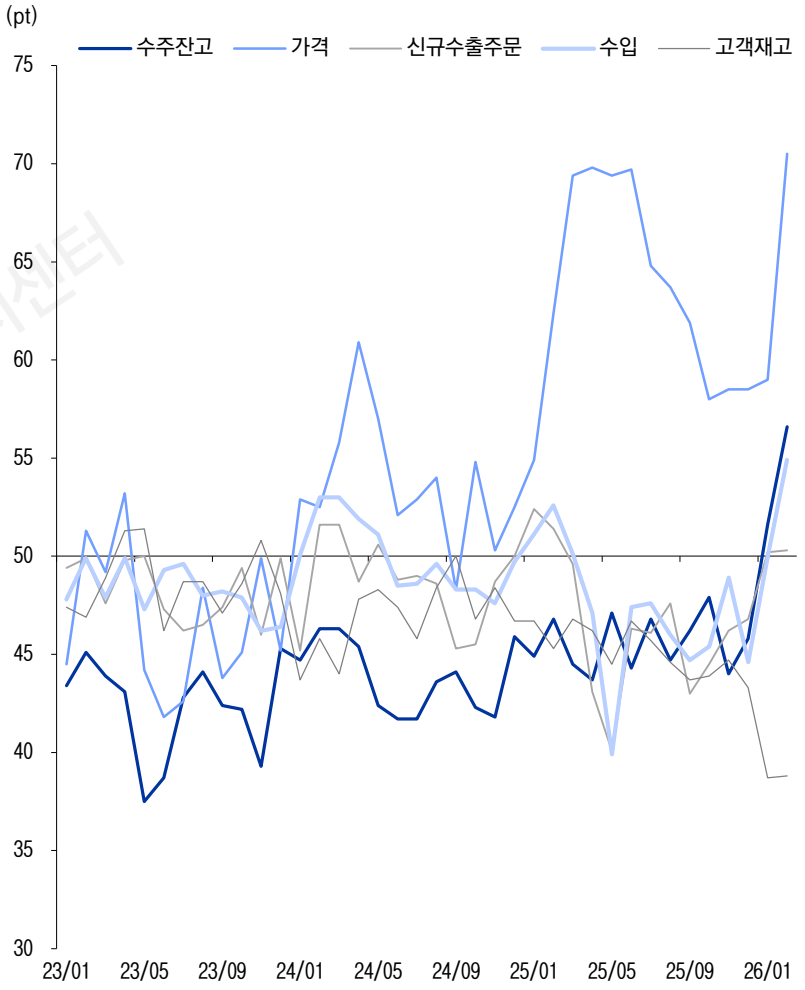
LS증권 리서치센터

ISM제조업지수 세부항목 – 물가 상승 압박 확인

구성항목



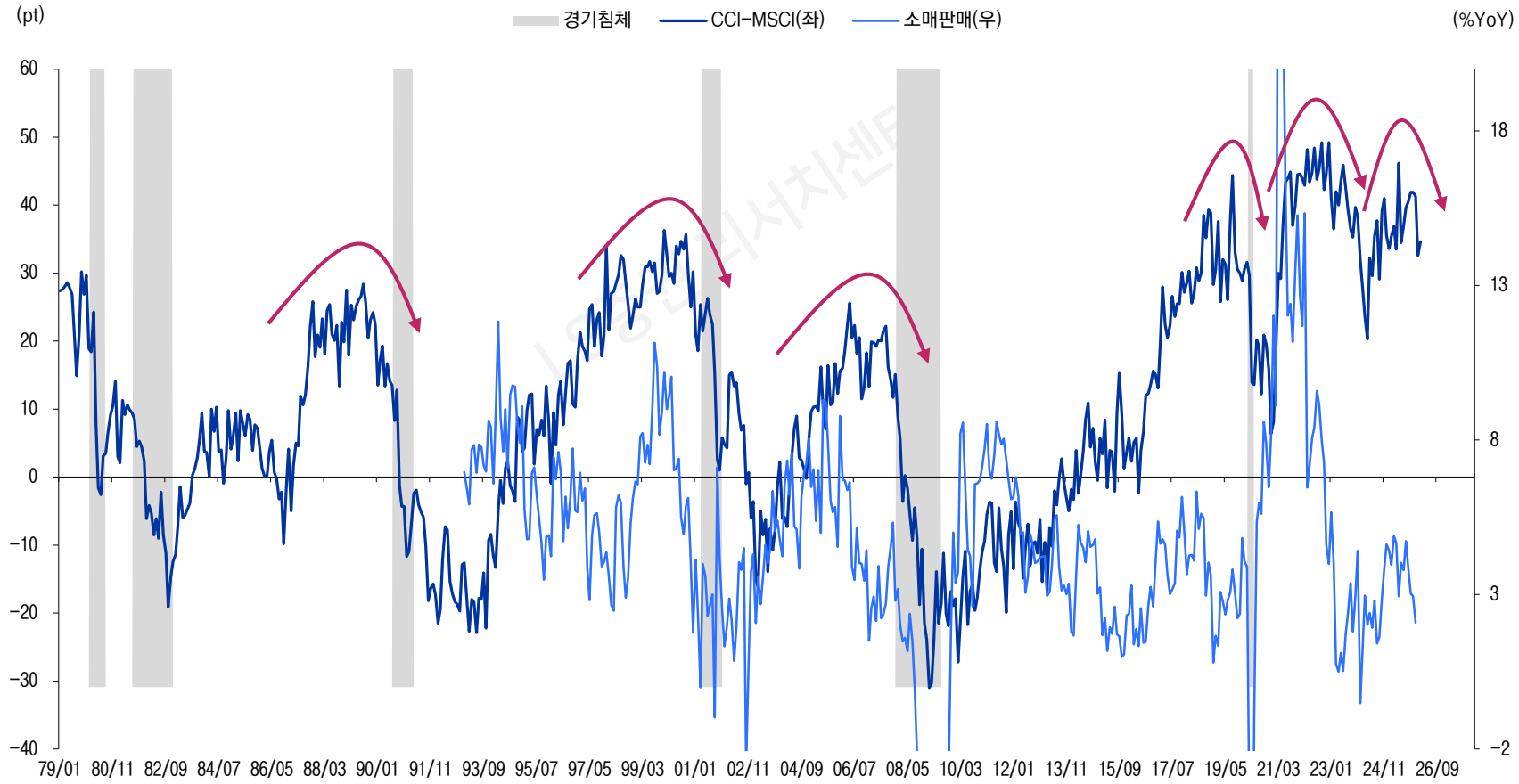
비구성항목



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

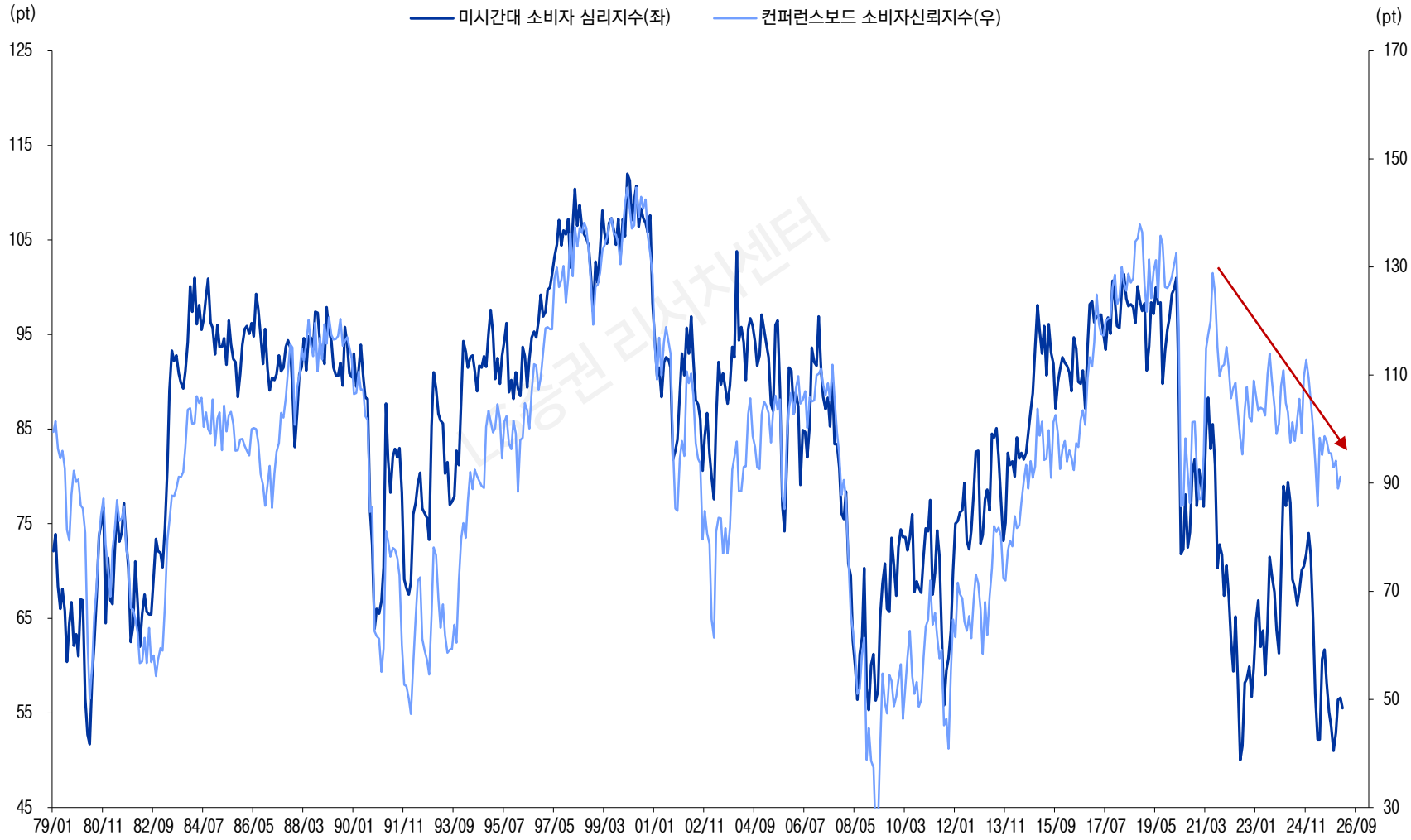
컨퍼런스보드-미시간대 소비자심리지수

CCI와 MSCI갭 축소: MSCI는 소비자의 내구재 소비에 초점. CCI는 일반적 소비와 고용상황과 긴밀히 연결
갭 확대: 경기 호황 → 고금리 → 금리 부담 → 내구재 소비 감소 → MSCI하락 → 서비스 소비, 주식시장은 강세 지속 → CCI 높은 레벨 유지



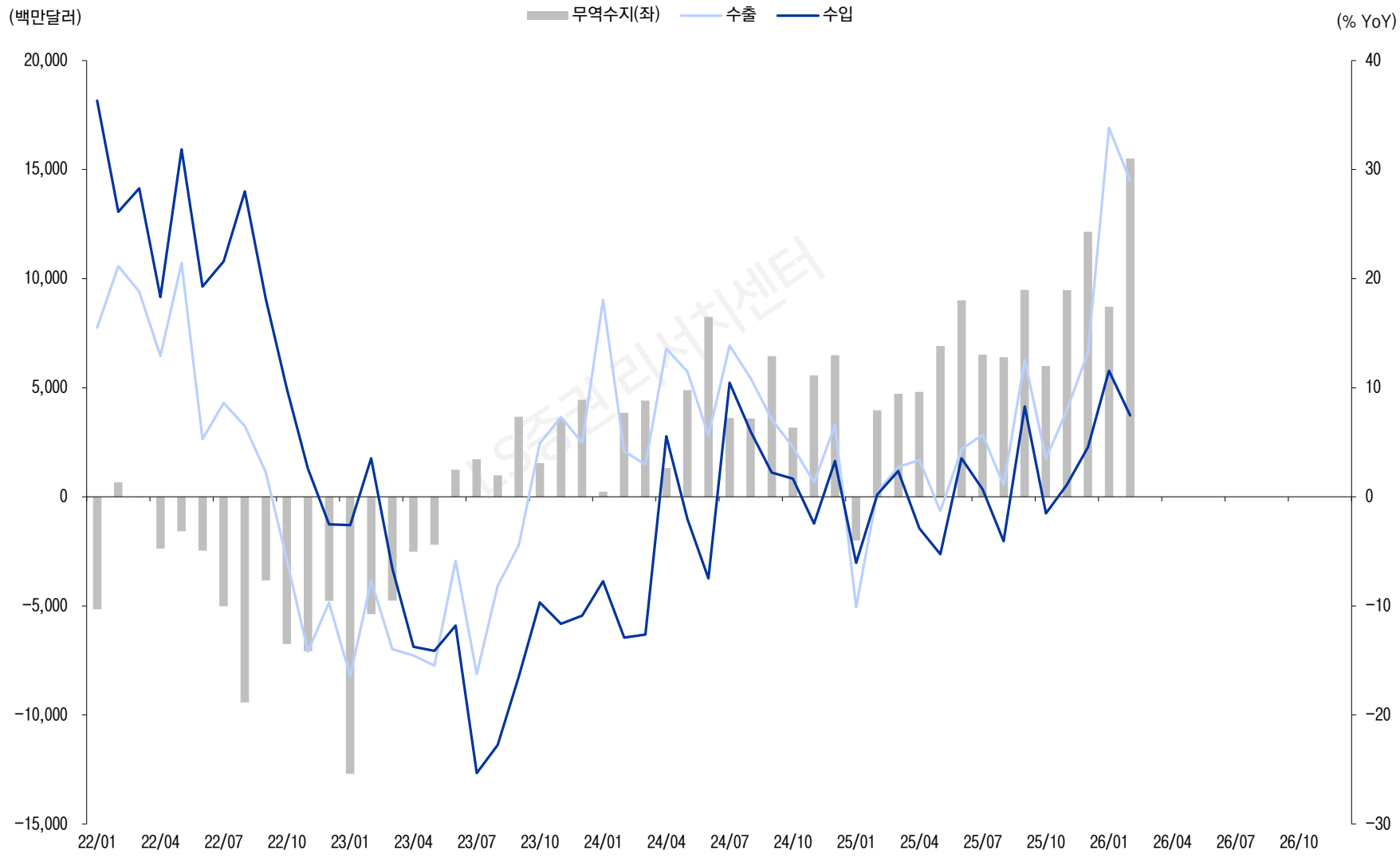
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

컨퍼런스보드-미시간대 소비자심리지수



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

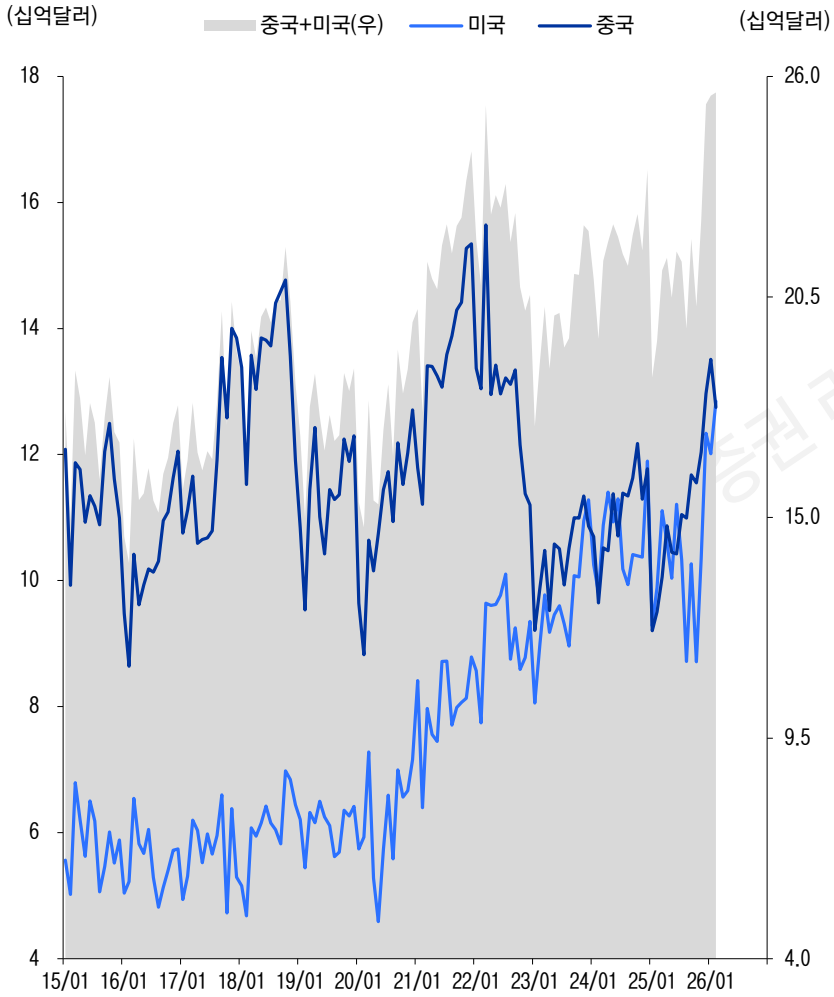
한국 수출입 증가율과 무역수지



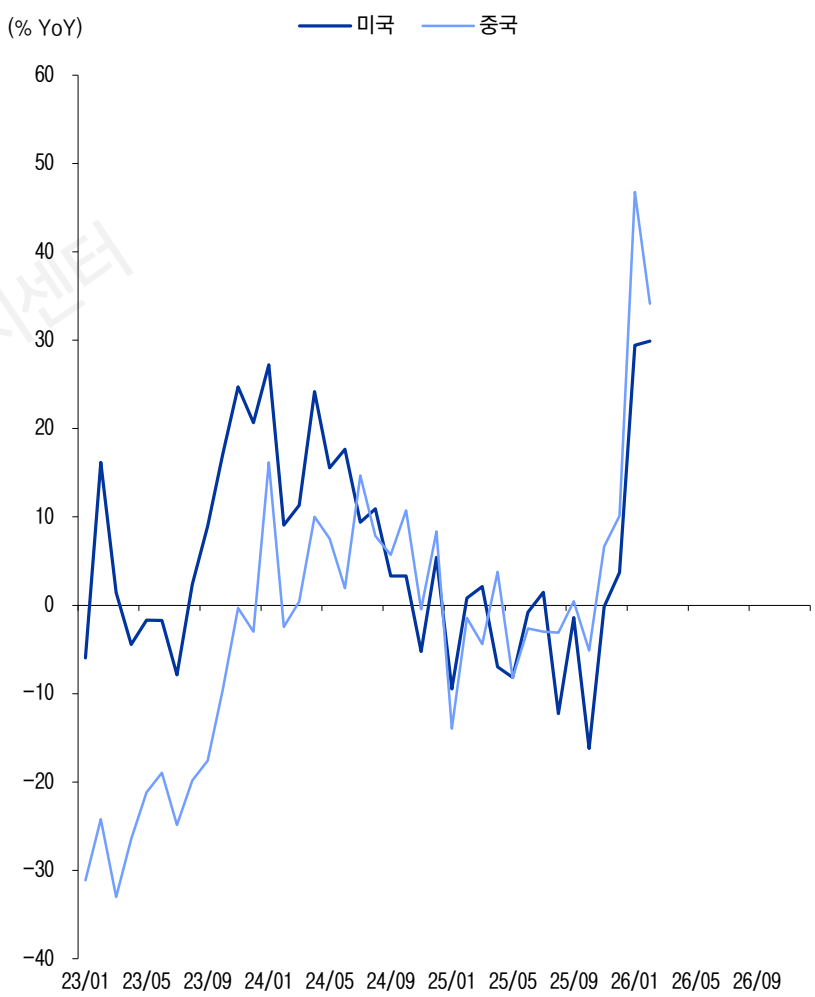
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

G2 수출 규모 – 중국 경기의 질긴 생명력 확인

G2 수출 금액



G2 수출 증가율

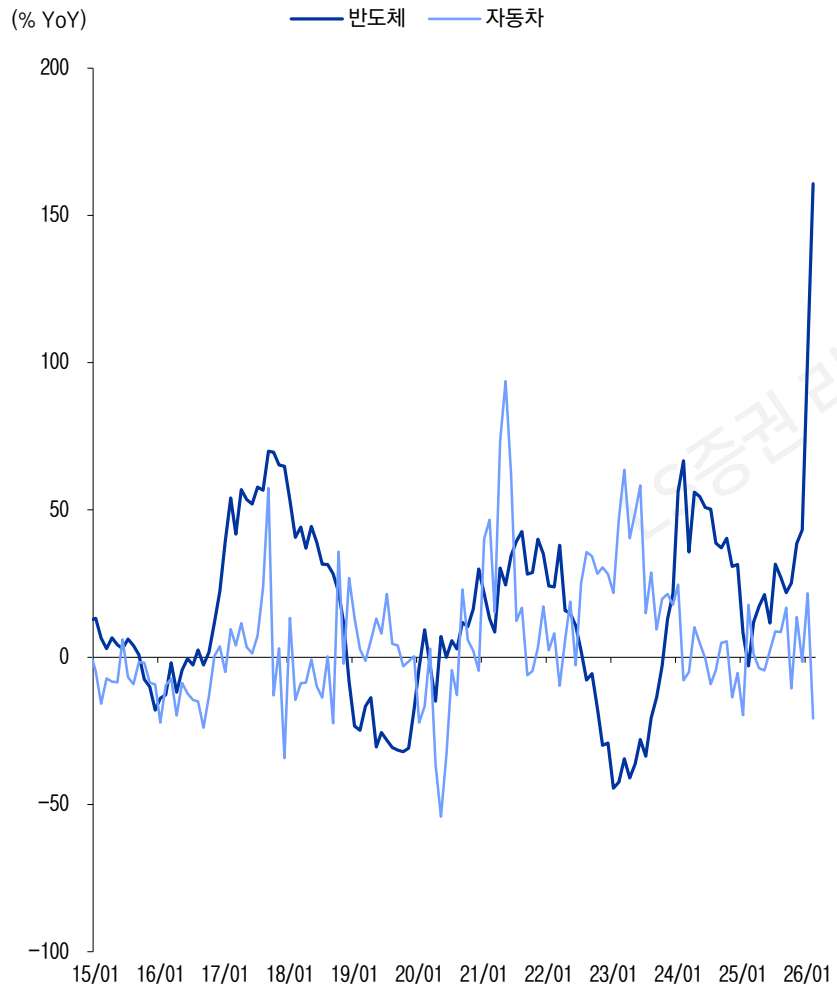


LS증권 리서치센터

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

반도체와 자동차 수출 비중과 증가율

자동차와 반도체 수출 증가율



자동차와 반도체 수출 비중

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

Part II

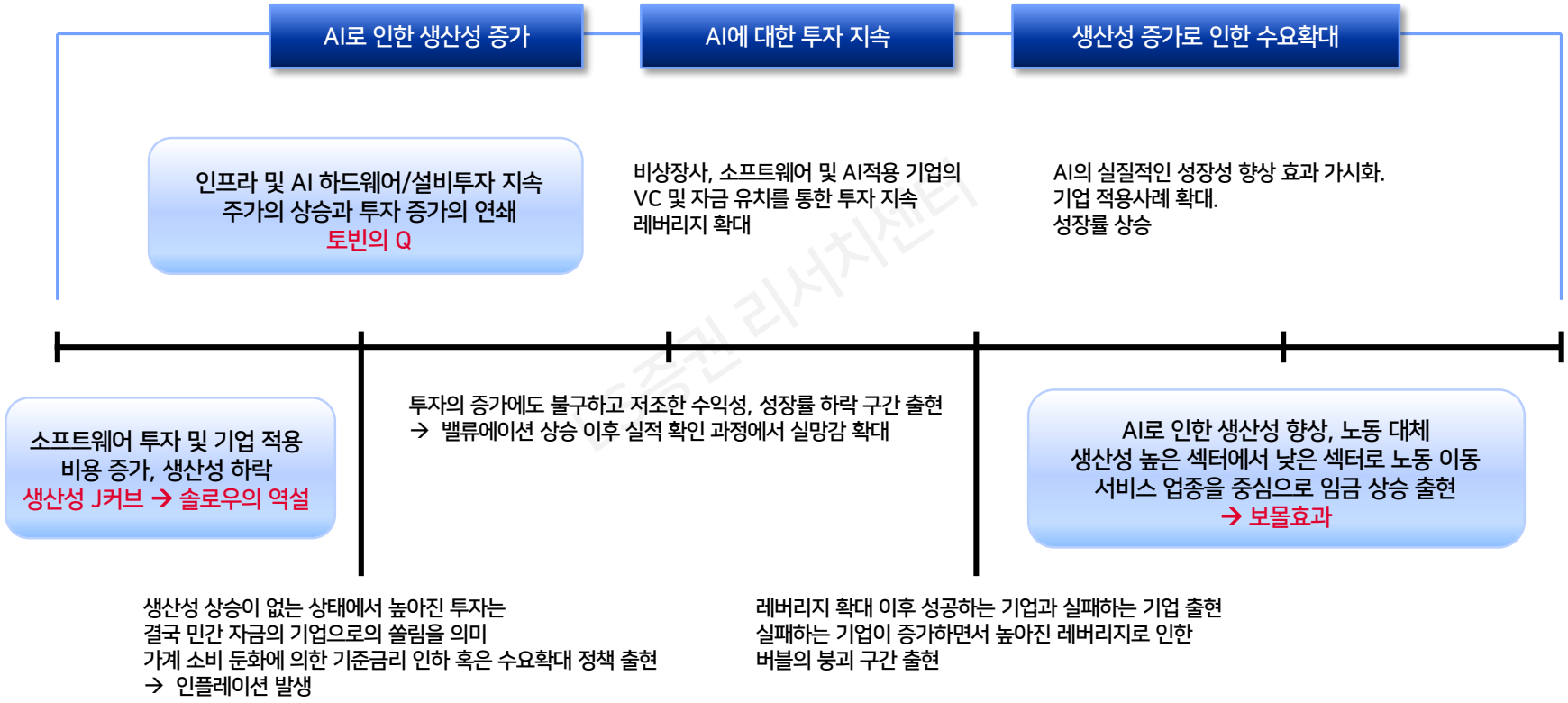
AI를 통한 성장 지속성

중요하지만 변동성은 확대

- 비용확대는 J-curve의 시작점
- 적응의 문제와 기존산업의 파괴
- 늘어나는 비용들

AI는 중요하다. 다만 시차와 변동성은 존재한다

AI투자 사이클에서 나타날 수 있는 과정들



자료: LS증권 리서치센터

버블과 생산성 사이, 넘어야 하는 AI 리스크

● 본격적 AI 확산, 가시화되는 리스크

- AI 인프라는 매년 2~3조달러 투입되며 빠르게 규모 확장
- 생산성 혁명을 기대하며 민간, 기업, 정부의 AI 활용도 급격히 증가. 그러나 급격한 경제 구조 변화는 예상치 못한 리스크도 동반
- 경쟁의 과열, 인프라 비용의 전가, 공급망 병목과 인플레, 그리고 고용

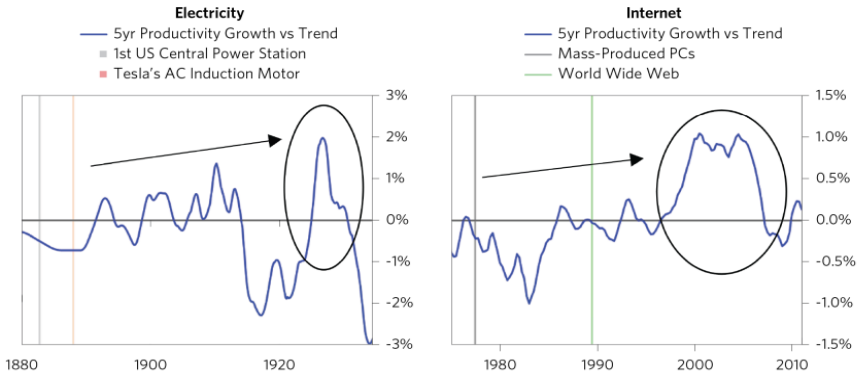
● 닷컴 버블과는 다르다? 결국은 물가, 금리, 경쟁, 비용, 디폴트

- 닷컴 버블처럼 금리 인상 이후 디폴트를 당장 얘기하는 것은 아님. 그러나 신기술 경쟁 비용 압박과 신기술이 만드는 제약적 환경은 고려할 필요
- AI의 급격한 확산으로 크랙(S.W)이 발견되었고 크랙을 압박하는 요인(경쟁 심화+클라우드 비용전가)의 강도도 점진적으로 강해질 환경

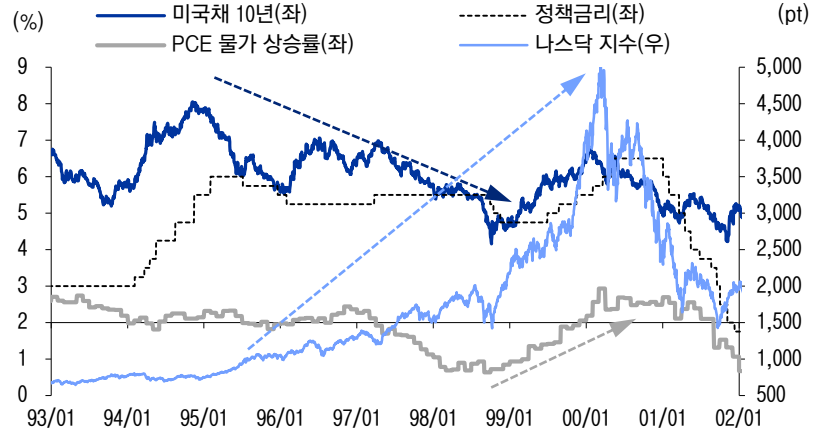
확산과 생산성 간의 시차, 넘어야 할 산

투자	확산	생산성
1. 비용 전가와 경쟁: 클라우드 비용 인상, 경쟁 심화		**신규 AI 수익, 인프라 비용 하락 생산성 기반 성장**
2. 공급 쇼티지와 물가: AI Infra Driven Inflation		**인프라 대중화 공급 증가로 가격 안정화**
3. 노동 시장의 변화: 생산성 혁신 선반영 인력 조정		**신규 기술 관련 고용 물가 하락으로 실질 임금 상승**

기술 도입 → 확산 → 생산성 구현의 시차(전기와 인터넷)



닷컴 버블, 물가와 시장 과열을 잡기 위한 선제 인상, 그리고 디폴트



자료: Bloomberg, Bridgewater, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

생산성 강세론자 케빈 워시의 그림이 흔들린다

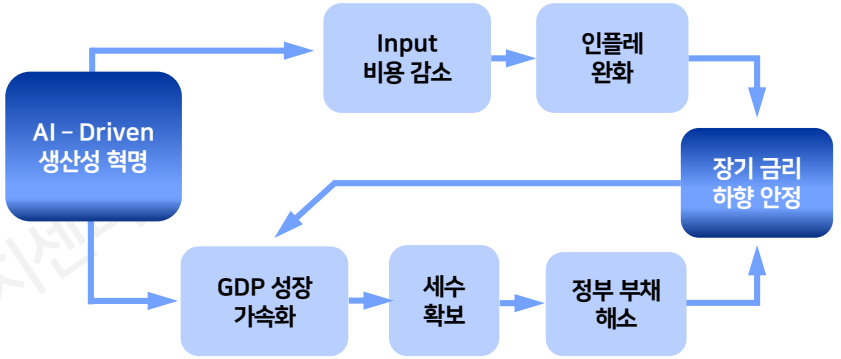
AI 생산성을 기대하는 케빈 워시

- 차기 연준 의장으로 지명된 케빈 워시 전 이사는 대표적인 AI 생산성 강세론자. 1년 내 가시화될 AI 생산성 기반으로 물가 자극 없이 금리를 낮출 수 있다는 구상
- 제퍼슨 연준 부의장, 궁극적으로 AI가 생산 능력을 향상시키더라도 통화정책 조치가 없다면 일시적 수요 급증이 인플레를 상승시킬 수 있다 발언(26.02.06). 최근 데이터센터 건설 붐을 예시로 제시

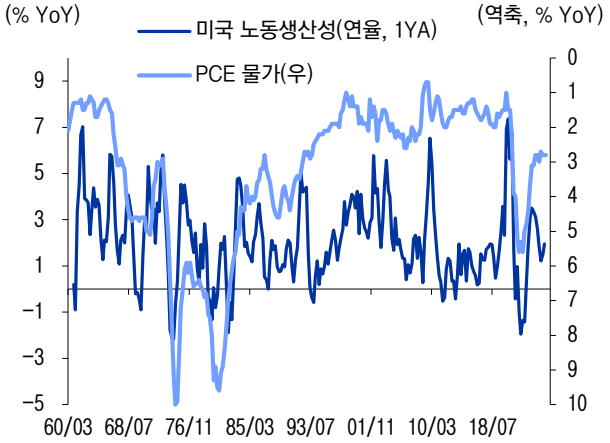
AI 생산성-물가 관련 흥미로운 연구, 인지를 못해야 성공한다?

- BIS의 AI-경제 요소 분석(2024)에서는 장단기적으로 경제 전체의 생산을 증가시키나, AI 생산성 기대심리가 높다면 단기적으로 물가, 금리가 자극될 가능성 제기

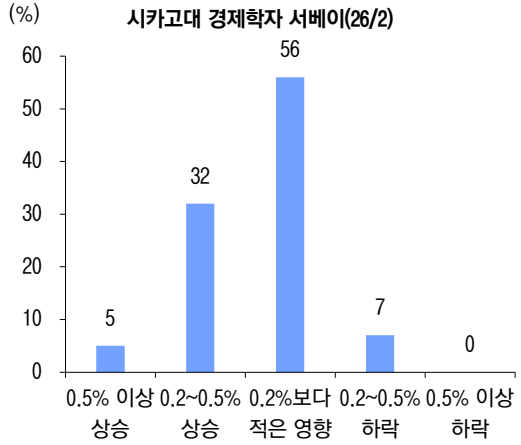
AI 생산성 혁명과 저물가, 저금리, 고성장



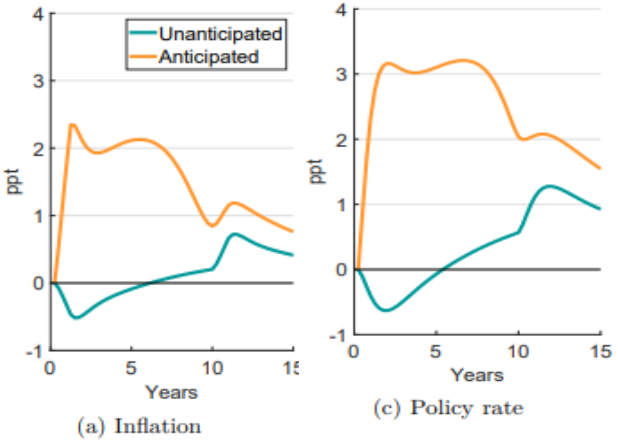
생산성 혁명의 물가 컨트롤



AI 붐이 r*(실질중립금리)에 미칠 영향



AI 생산성을 인지하면 물가, 금리↑,BIS(2024)



자료: Bloomberg, BIS(*The impact of artificial intelligence on output and inflation, 2024*), LS증권 리서치센터

균열의 발견, AI Disruption Risk

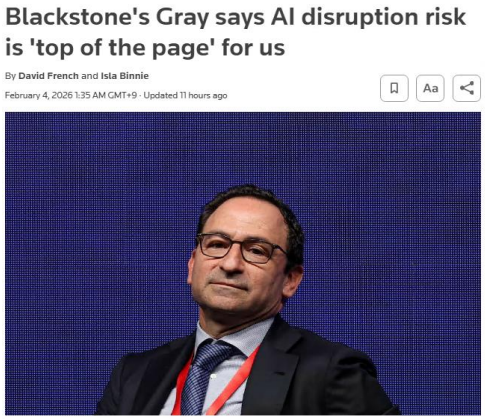
AI Disruption Risk(AI 파괴/대체 리스크)

- AI Disruption Risk는 AI의 급격한 도입에 따라 기존 시장 질서, 사업모델, 고용 구조 및 사회적 시스템의 불확실성 및 손실 리스크를 통칭
- Blackstone은 AI Disruption Risk를 기업 평가 첫 페이지에 게재. 25년 하반기부터 AI가 산업 전체를 무너뜨릴 잠재력을 보유함을 경고
- S.W 급락 사태에서 리스크 경계 확산. 센티 측면에서 관련 기업 압박 중

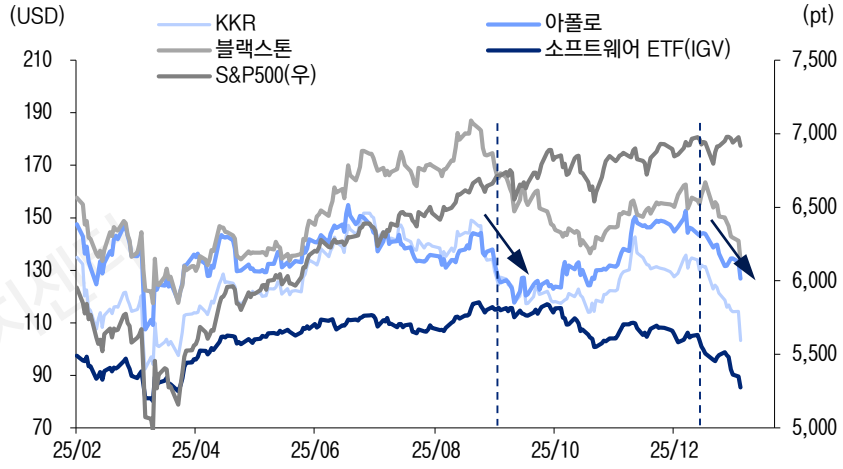
시장을 흔들 연쇄 디폴트?

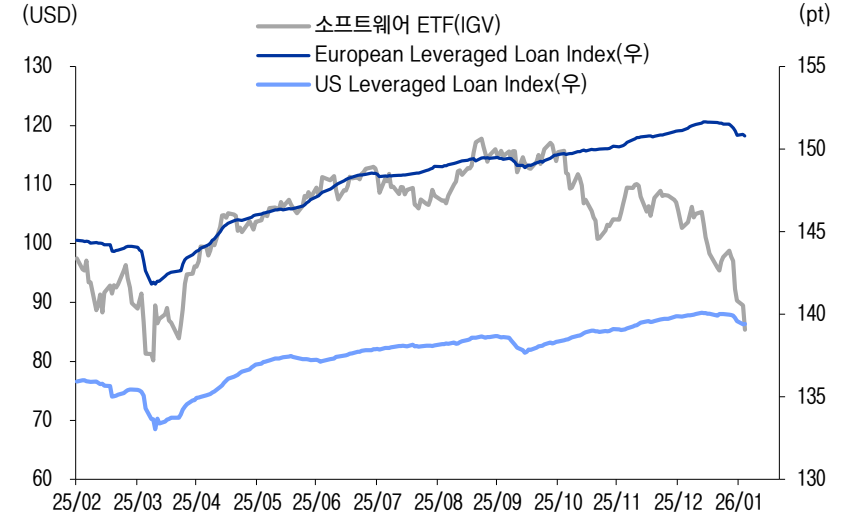
- 금번 S.W 급락사태는 디폴트에 대한 우려까지 확산. KRR, 블랙스톤 등 사모펀드들까지 급락. KKR 등은 S.W분야 투자가 전체 포트에서 차지하는 비중은 7% 수준에 불과하다 해명
- 그럼에도 시장 우려 남아있는 이유. ①S.W 위축 기반 AI 인프라 가치 재평가 가능성, ②S.W 디폴트 유발 구조적 환경 유지 or 심화

'AI 전환 리스크'를 고려하기 시작한 운용사들



앤트로픽-S.W 쇼크, 무형 자산의 가치 재평가 우려?





자료: Reuters, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

창조적 파괴자 앤트로픽

Killer App 또는 App Killer

- 컨텐츠가 아닌 결과(Outcome)을 산출하는 AI Agent의 등장
- 특히 이번 S.W 쇼크의 중심이었던 앤트로픽 클로드 코워크(Cowork)는 기존 클로드 코드(Code)와 달리 반복적 행정 업무를 베이스로 비개발자의 생산성 개선을 타겟. S.W단에서는 개발 분야에서 어플리케이션 전반의 위협
- 바이브 코딩+AI 강화학습+MCP(모델 컨텍스트 프로토콜)의 접합으로 솔루션 도출에서 행동을 위한 코딩, 그리고 실제 실행까지 연결

AI 확산의 지형변화, 채팅에서 생태계 구축으로

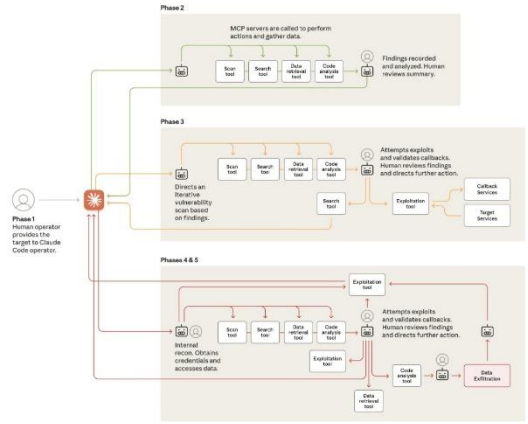
- AI Agent 시장도 앤트로픽을 중심으로 재편. M/S 상 Open AI가 압도적이나 앤트로픽은 기업 고객 베이스로 빠른 침투 중
- 지출 비중으로는 17%에 불과하나 실제 침투는 OAI를 넘어선다는 평가

목적만(Phase 1) 입력하면 자동 수행(Phase 2,3,4…)

25년 9월, Claude를 이용한
중국의 사이버 스파이 작전

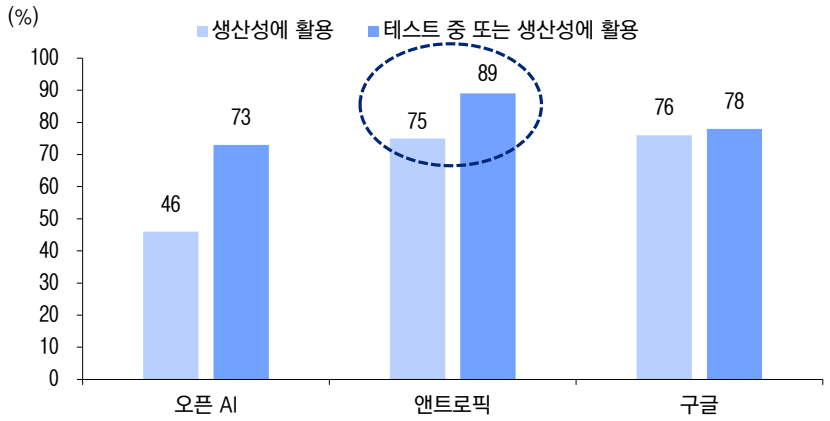
인간 운영자 10~20%
중요 승인지점에만 개입

80~90% 작전 독립적 수행

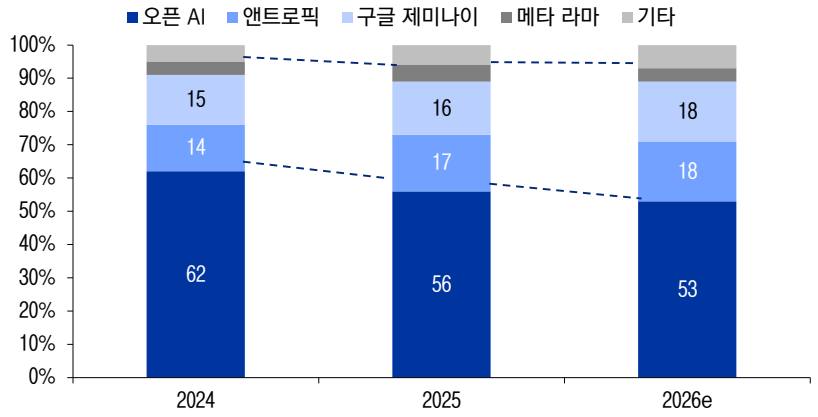


LS증권 리서치센터

기업들의 AI Agent 활용 비중



기업들의 AI Agent 지출 비중 변화



자료: AI매터스, Andreessen Horowitz, LS증권 리서치센터

클라우드 비용 전가 시작

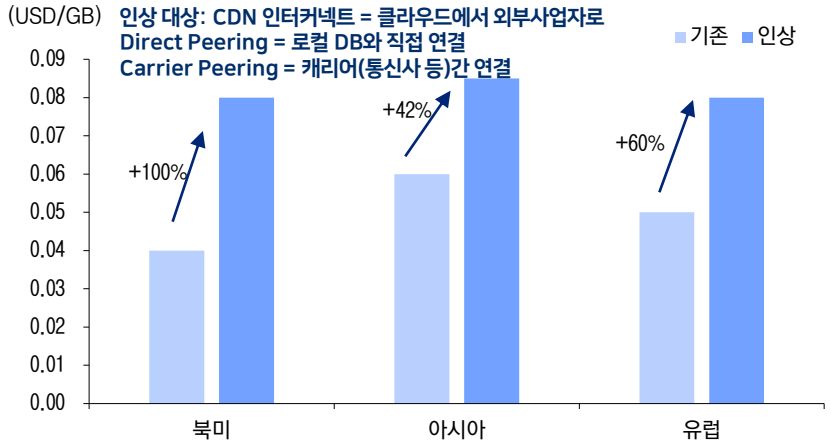
● 침투 완료, 이제는 비용 전가 구간

- 하이퍼스케일러의 CAPEX 상향이 더 이상 호재가 아니게 된 배경은 결국 비용 대비 수익성에 대한 우려. CAPEX/OCF 비율이 60%에 육박
- 그럼에도 4Q25 어닝시즌에서 CAPEX 전망치를 50~100%가량 상향
- 신규 AI 수익 루트 부재, 비우호적 자금조달 환경에서 돌파구는 클라우드 사업부. AI의 확산과 S.W기업 경쟁은 클라우드의 가격 협상력을 강화

● 알파벳의 클라우드 데이터 전송비 인상, AWS-마이크로소프트도

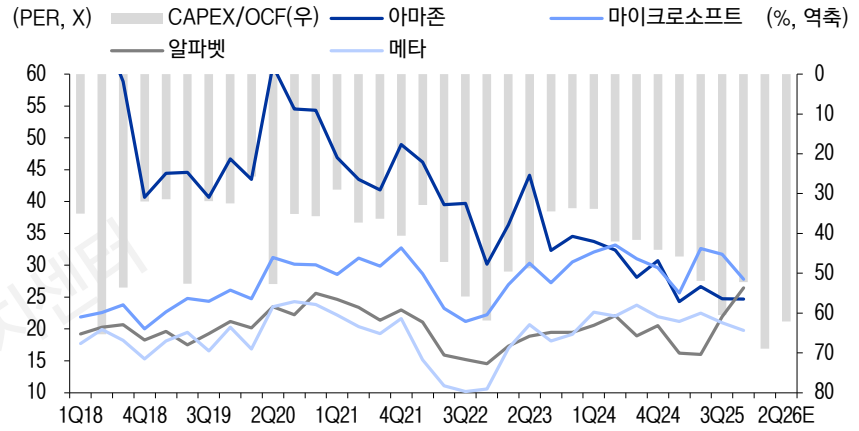
- 1월 말 알파벳은 주요 클라우드 서비스 요금인 Egress(데이터 송출 요금)를 대륙별로 40~100% 가량 인상
- 1월 초 AWS는 고성능 EC2 용량 블록 요금을 15%가량 상향 조정
- MS는 작년 자사 클라우드 수요를 지탱하는 SaaS 제품군 가격 인상

알파벳 CDN IC Egress(데이터 전송) 요금 인상(26.05.01 적용)



자료: GCS, Bloomberg, LS증권 리서치센터

비용 전가가 필요했던 하이퍼스케일러들



서열 정리 끝난 클라우드, 격변의 LLM

기술	핵심 플랫폼	주요 플레이어 수
운영 시스템	윈도우, Mac	2
웹브라우저	크롬, 엣지, 사파리	3
검색엔진	구글	1
스마트폰	안드로이드, 아이폰	2
클라우드 인프라	AWS, Azure, GCP(구글)	3
LLM	ChatGPT, Gemini, Claude, LLAMA, Copilot, Grok, DeepSeek, Nova, Qwen, Mistral, Duoubao…	10+

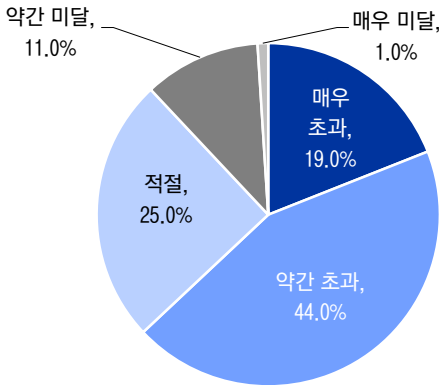
LS증권 리서치센터

쇼크를 만들 복잡한 클라우드 비용 구조

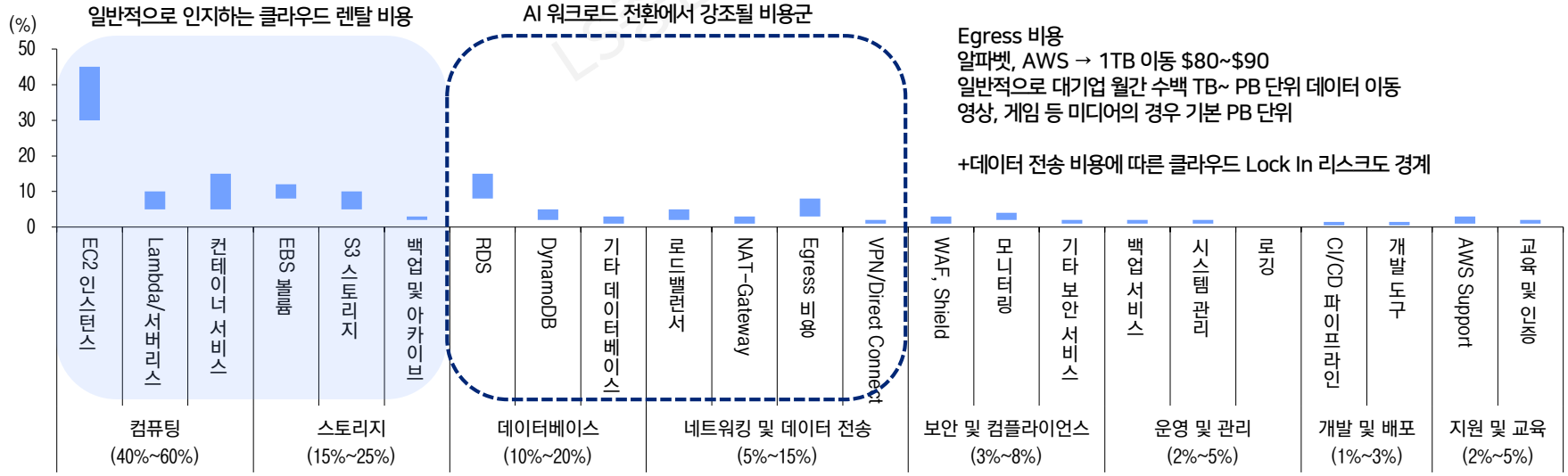
● 상상을 초월하는 비용 전가 루트

- 일반적으로 인지하는 클라우드 비용은 컴퓨팅(성능 이용)과 스토리지(저장)
- 실제 활용 시 부가 서비스 비용이 30~40%에 육박하며 기업들은 클라우드 예산 초과를 호소. 컴퓨팅에서도 고성능 캐파를 블록식으로 선점하는 시스템에 별도 과금(AWS)
- 그 중 데이터의 통행료에 해당하는 Egress 비용이 핵심. EU는 해당 비용을 활용한 반독점 행위를 경계하며 Data Act를 시행

63%의 기업이 클라우드 이용 비용이 기존 예산을 초과(일본 조사)



클라우드 사용 비용 구성(AWS)



Egress 비용
알파벳, AWS → 1TB 이동 $80~$90
일반적으로 대기업 월간 수백 TB~ PB 단위 데이터 이동
영상, 게임 등 미디어의 경우 기본 PB 단위

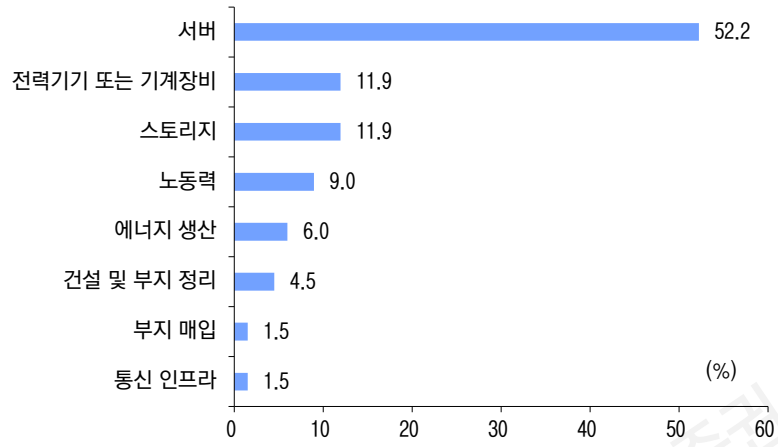
+데이터 전송 비용에 따른 클라우드 Lock In 리스크도 경계

주: 클라우드 비용구성은 AWS 내부 헬프 AI 문의 내용, 사업 형태에 따라 변동 가능
자료: WASABI AI, AWS, LS증권 리서치센터

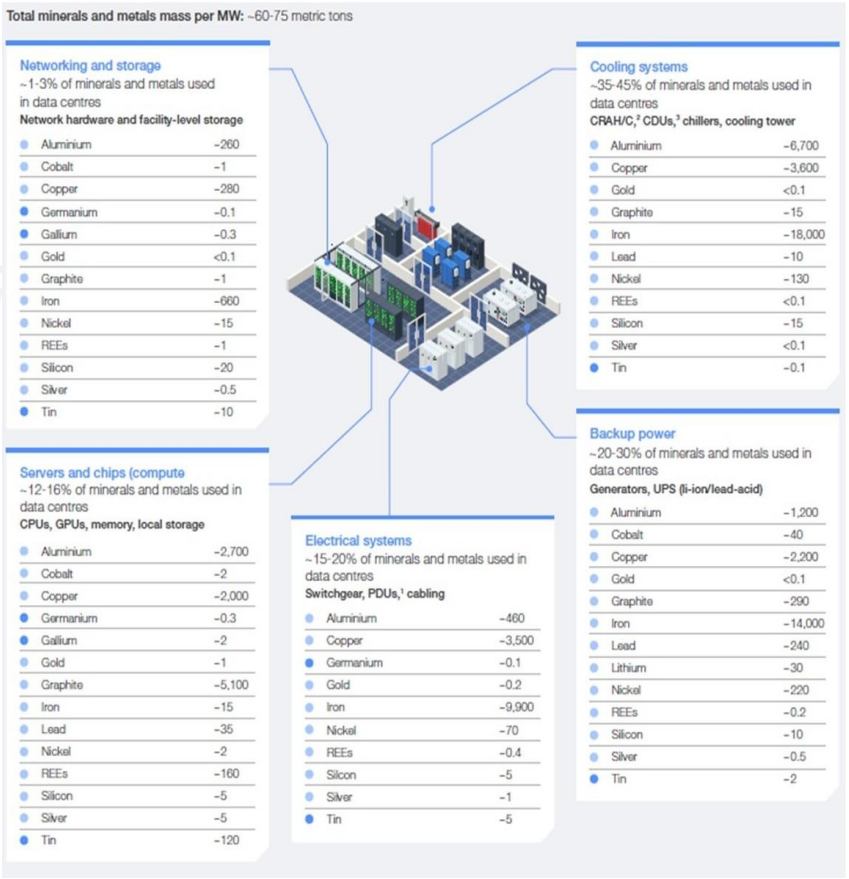
LS증권 리서치센터

데이터센터에서 시작되는 AI-flation

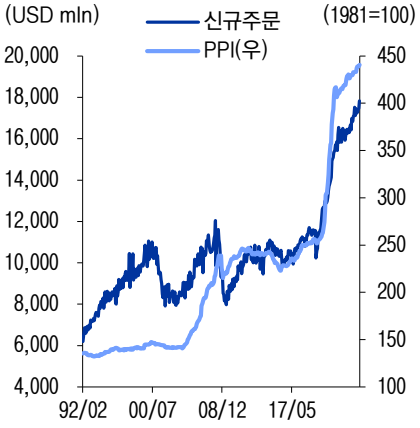
카테고리별 데이터센터 CAPEX 투입 비중



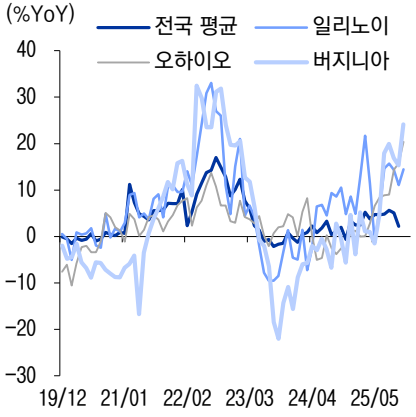
원자재 - 인프라 투자와 함께 파생: 구리, 알루미늄, 철, 흑연



전력기기 가격과 신규주문



데이터센서 집중 지역 상업용 전기가격



자료: Mckinsey, WEF, Bloomberg, LS증권 리서치센터

원자재의 인플레 파생 효과

뻔하지만 치명적인 공식, 원자재-인플레

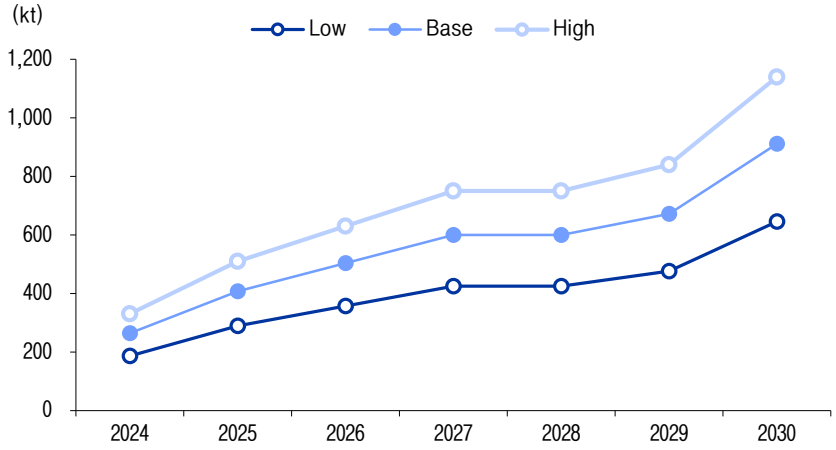
- 데이터센터 내, 외부 인프라를 위해 사용되는 산업 금속. 실 수요 및 전략적 재고 축적에 따른 가격 상승은 직간접적으로 인플레를 자극
- 마이크로소프트 시카고 데이터센터는 80MW 용량을 위해 2,100톤의 구리를 사용. 약 12톤/MW의 단가 추정 가능(DC 내부 인프라 Only)

원자재의 간접적 효과 + 높은 Domar Weight

- IMF는 금속 가격의 파생 효과가 높은 직간접적 투입비중과 해당 제품들의 높은 Domar Weight(경제적 파급효과)에 있음을 설명

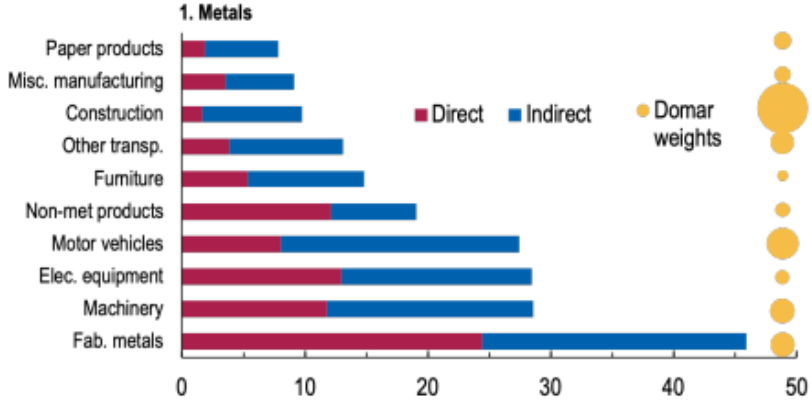
CPI를 1~3개월 가량 선행하는 산업 금속 가격 변화

데이터 센터 관련 구리 수요 전망



자료: Mckinsey, Bloomberg, IMF, LS증권 리서치센터

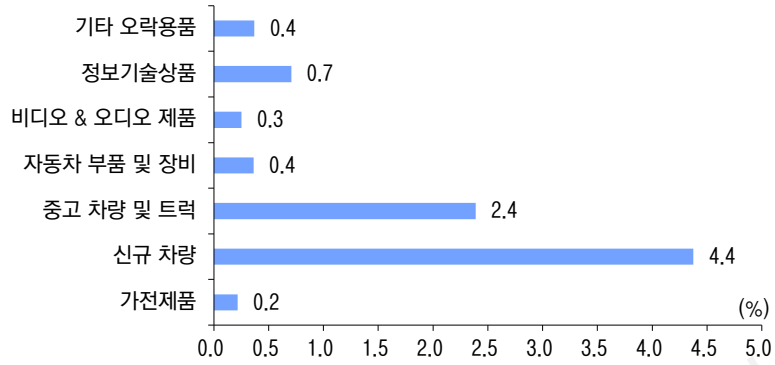
금속의 직간접적 파생 효과 – 투입비용 비중



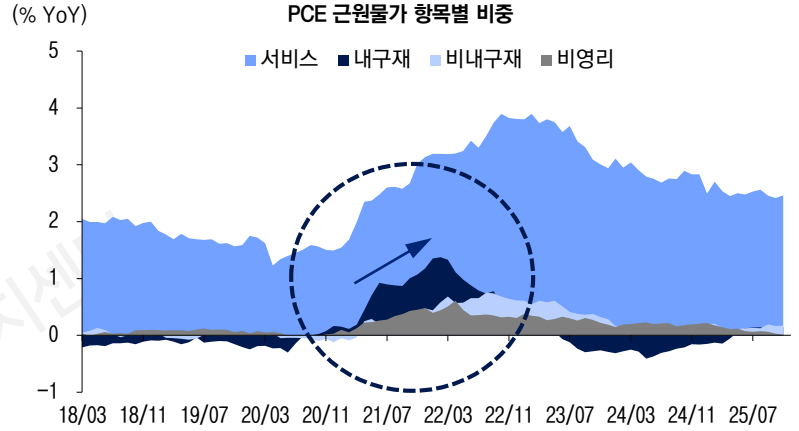
LS증권 리서치센터

Chip-flation의 가능성

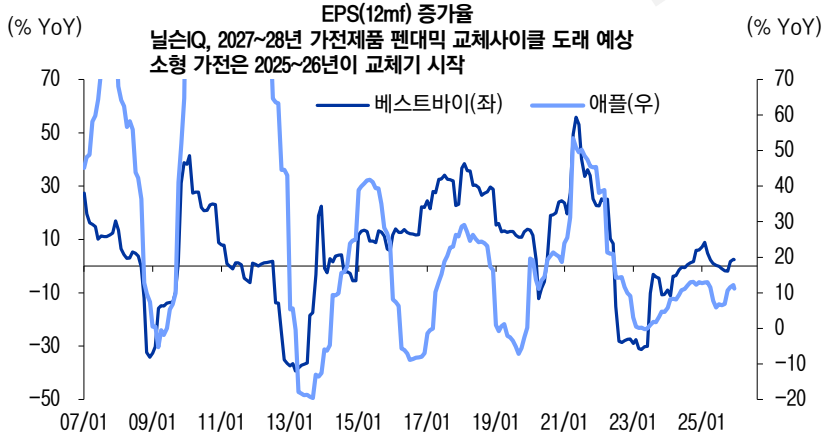
반도체의 직접적 영향력은 낮음 - 영향 상품군들 CPI 비중



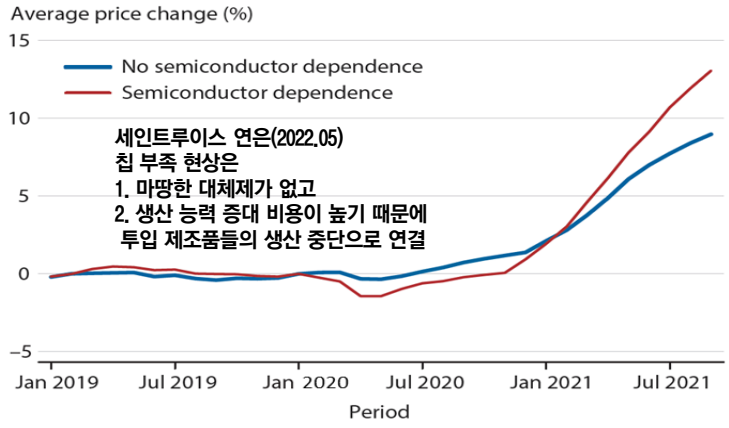
과거 사례, 반도체는 비용보다 대체제가 없다는 것이 연쇄 병목 유발



설상가상 스마트폰(3.8년) 교체 사이클 도래, 정점은 27~28년



제조업 부문 가격변동, 반도체 투입 제품 전체의 40% 차지

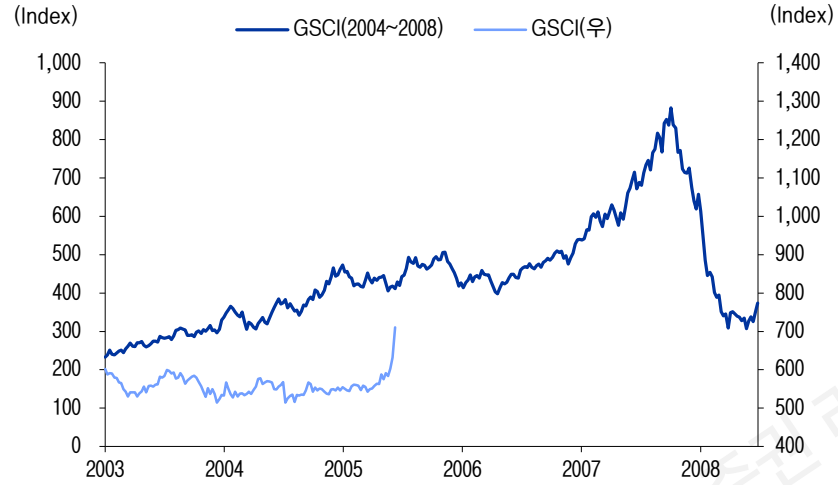


자료: FRB of St Louis, Bloomberg, LS증권 리서치센터

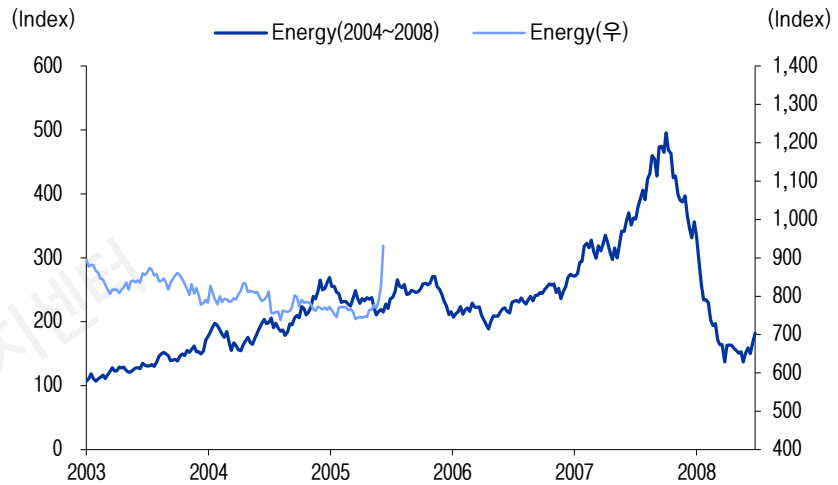
LS증권 리서치센터

Again 2006?

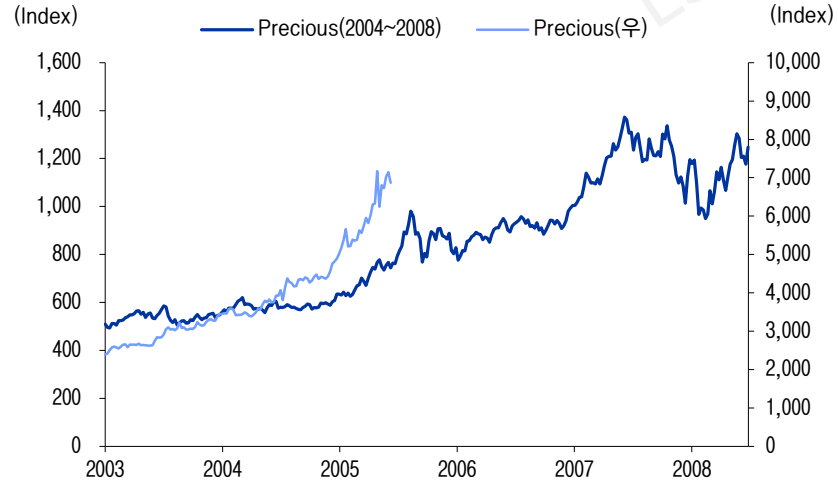
GSCI 비교



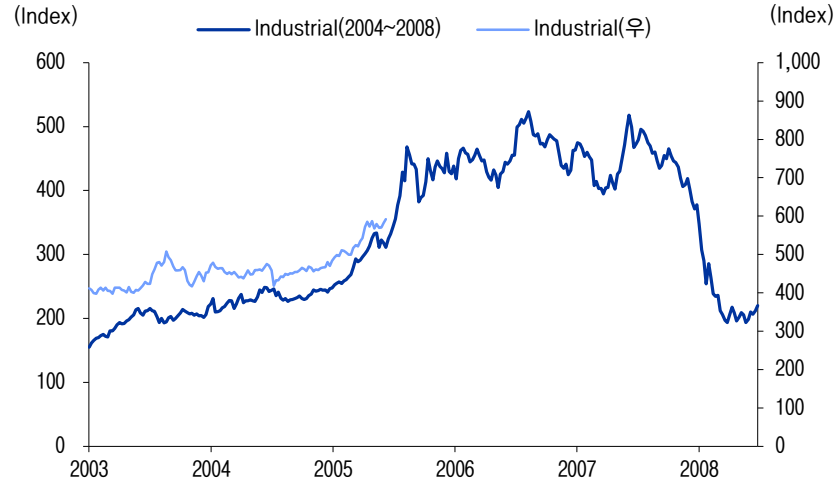
Energy Index 비교



Precious Index 비교



Industrial Metal Index 비교

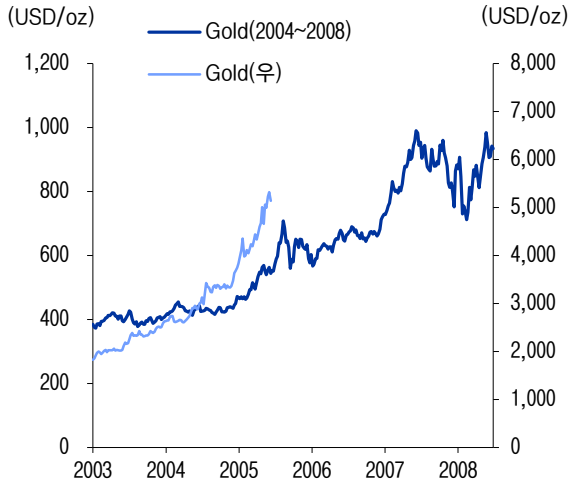


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

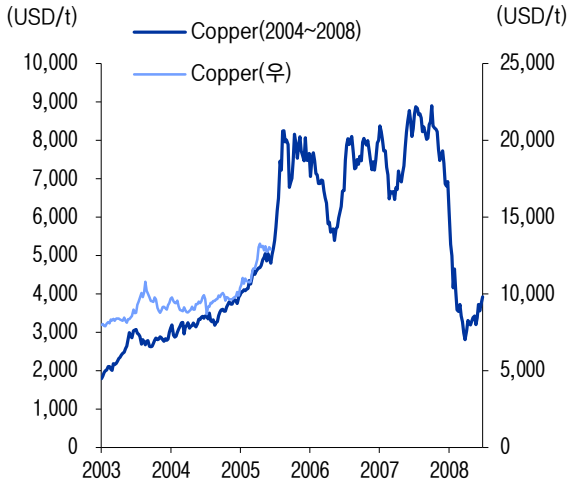
Again 2006?

Gold 비교

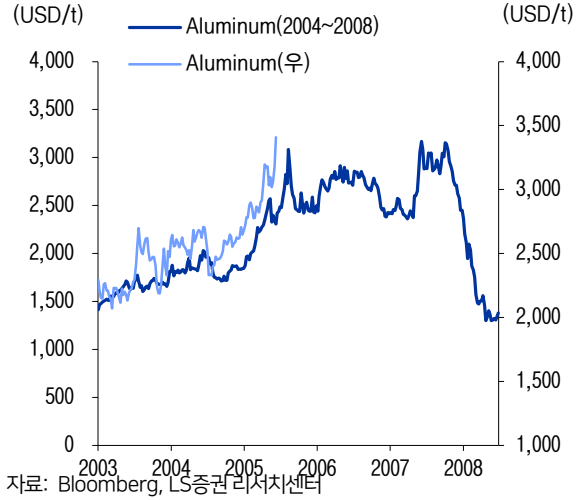


Silver 비교

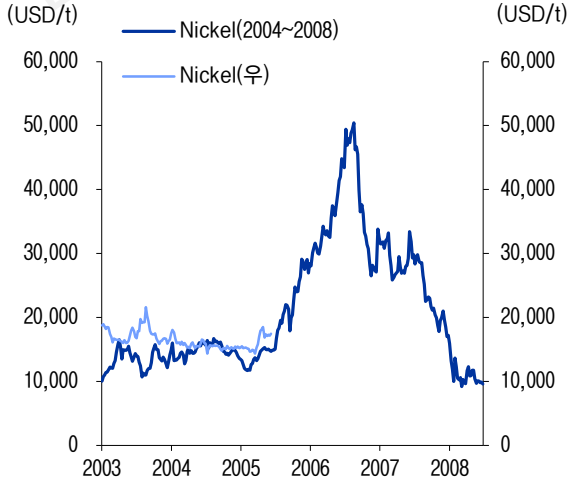
Copper 비교



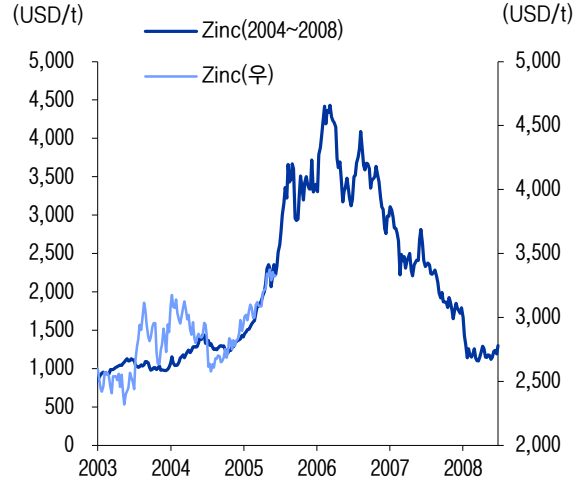
Aluminum 비교



Nickel 비교



Zinc 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Part III

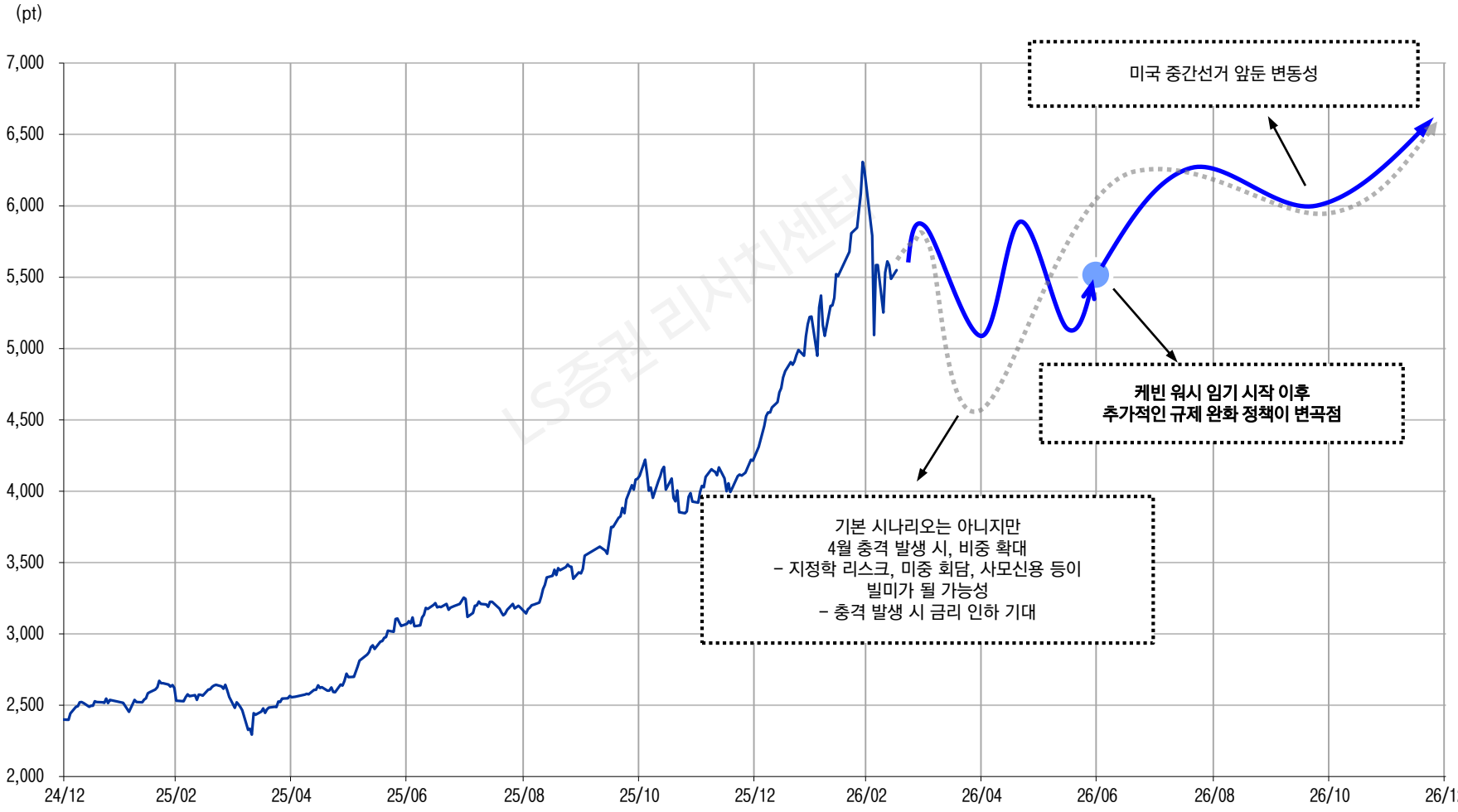
금융시장 환경 변화

붕괴는 아니지만…

- 주가 버블론은 이르다. 다만 변동성은 확대
- 주도주의 변화로 탈출구를 찾을 수는 없다
- 금리인하 가능성 하락. 늦어지는 정책 변화
- 지정학적 리스크와 경기 하락 압력

붕괴는 아니지만 변동성은 지속 전망

6월을 변곡점으로 판단



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

시장 상승/하락 요인

주요 하방 변수

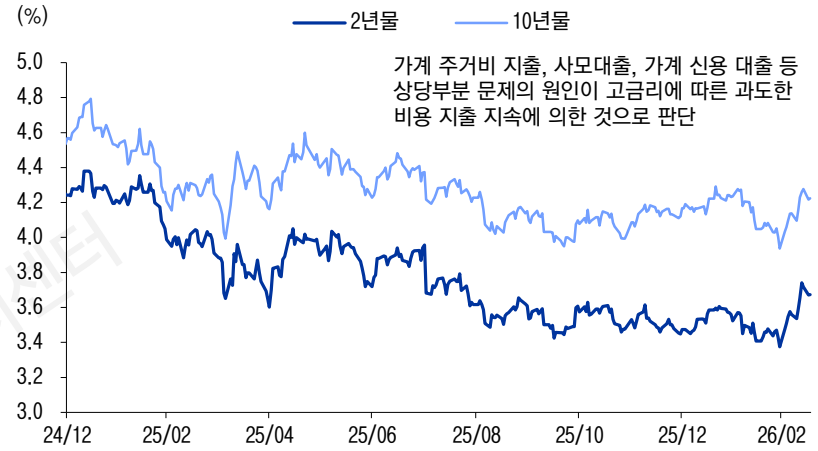
No.	변수	주요 내용	기간
1	지정학 리스크	유가 상승 → 인플레 자극 → 금리 인하 기대 후퇴 우려의 연쇄 작용. 호르무즈 해협 통행과 유가가 핵심	중단기
2	인플레이션	유가 뿐만 아니라 Chip-flation, 원자재 가격 상승 등. 재화 인플레 반등 우려	중기
3	AI Disruption	SaaS 중심의 AI의 사업 모델 훼손 우려 등에서 촉발된 사모신용 이슈, 인력 대체에 따른 실업 및 소비 수요 등	중기
4	AI Peak-out	하이퍼스케일러의 투자 여력과 반도체 이익 증가율 Peak-out	장기

시장 방어 또는 상승 기대 요인

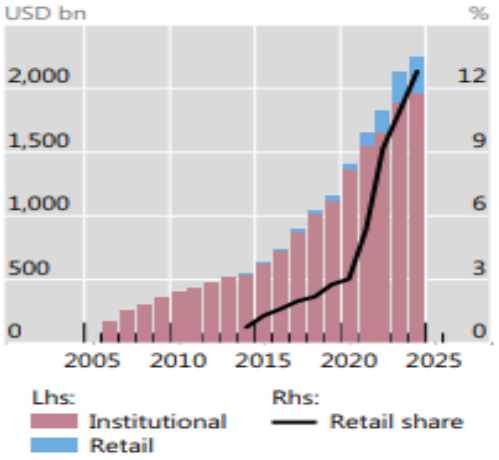
No.	변수	주요 내용	기간
1	OBBB 세금 환급	OBBB를 기반으로 세금 환급 증가. 가계 재정 및 소비 일부 개선 가능	단기
2	방어적 수급	S&P500 선물 투기적 포지션, 헷지 거래 확대 등. 매크로 변수에 따라 달라질 수는 있으나 단기적 방어 요인	단기
3	한국 개인 수급	한국 주식시장으로의 개인 자금 유입 증가. 타 자산에서의 자금 이동 본격화 시 장기 이슈화 가능	중장기
4	증시 활성화 정책	상법 개정 및 중복상장 방지 등. 현재 정책은 코스닥 중심. 기 진행된 변화만으로도 하단 레벨 상향 요인	중장기
5	미 통화정책	추가적인 규제 완화 및 스테이블코인 편입 등을 통해 유동성 확대 정책	장기
6	AI 수요 창출	AI 수익화 등을 기반으로 AI 투자 정당화 및 가속화 요인	장기

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국 국채금리 변동



미국 사모대출로의 리테일 머니 유입



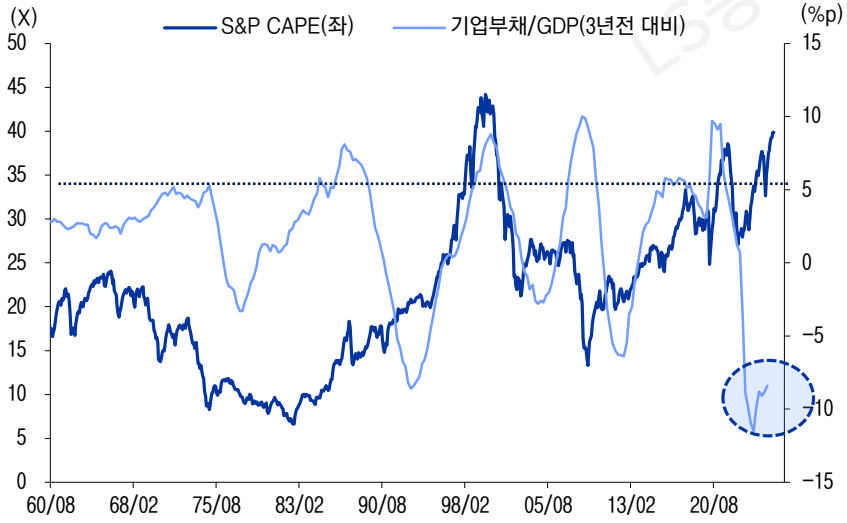
버블 인디케이터: Not yet

밸류 만으로는 버블 아님

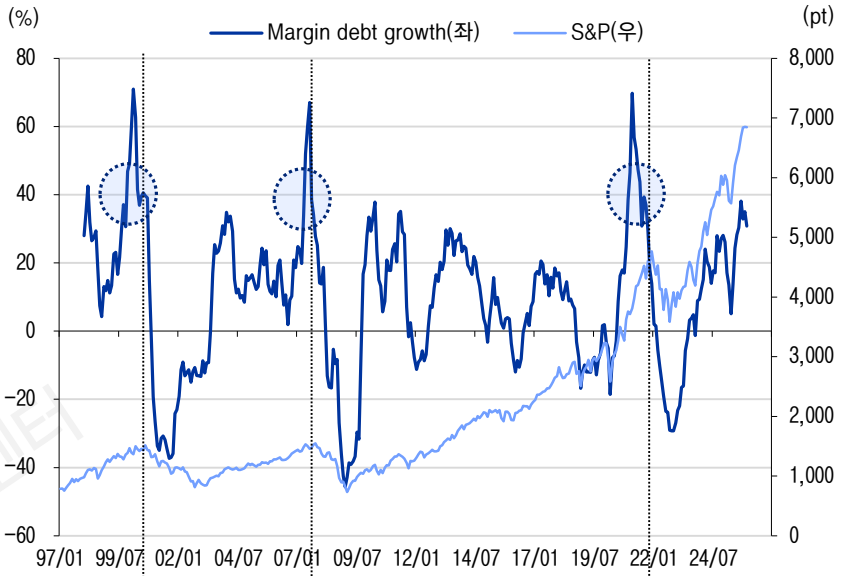
- 흔히 버블을 판단할 때 주식시장 자체만 놓고 보는 경우가 많음. 밸류에이션과 회전율, 신용증가율 등
- 중요한 것은 실물에서의 부채증가율도 함께 소위 '버블' 수준에 올라서야 함

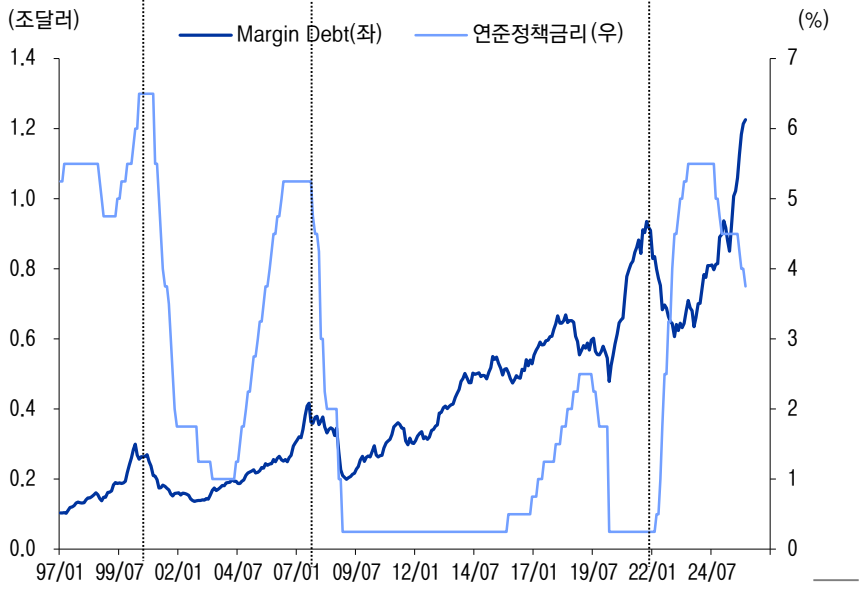
'버블 붕괴', 경제속도 보다 빠른 부채 증가, 투기 과열 그리고 긴축

- 주식시장 밸류 레벨은 버블붕괴 마다 모두 상이. 다만 조건은 있음
  1) 기업부채/GDP 증가속도가 가파를 것(통상 3년전 대비 5%p)
  2) 마진 뎁 증가율이 전년대비 40% 이상일 것
  3) 동시에 연준의 긴축이 진행되어 왔거나, 긴축이 시작되었을 것



자료: FRB, Bloomberg, LS증권 리서치센터





LS증권 리서치센터

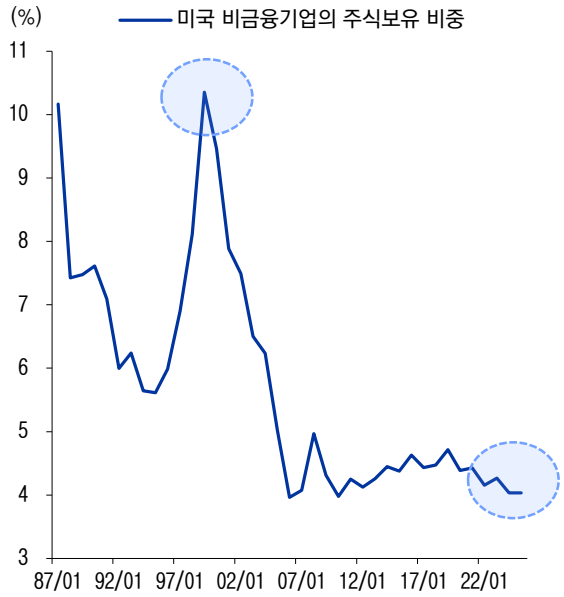
버블 붕괴: 금융시스템과 실물경제의 불안한 얽힘이 문제

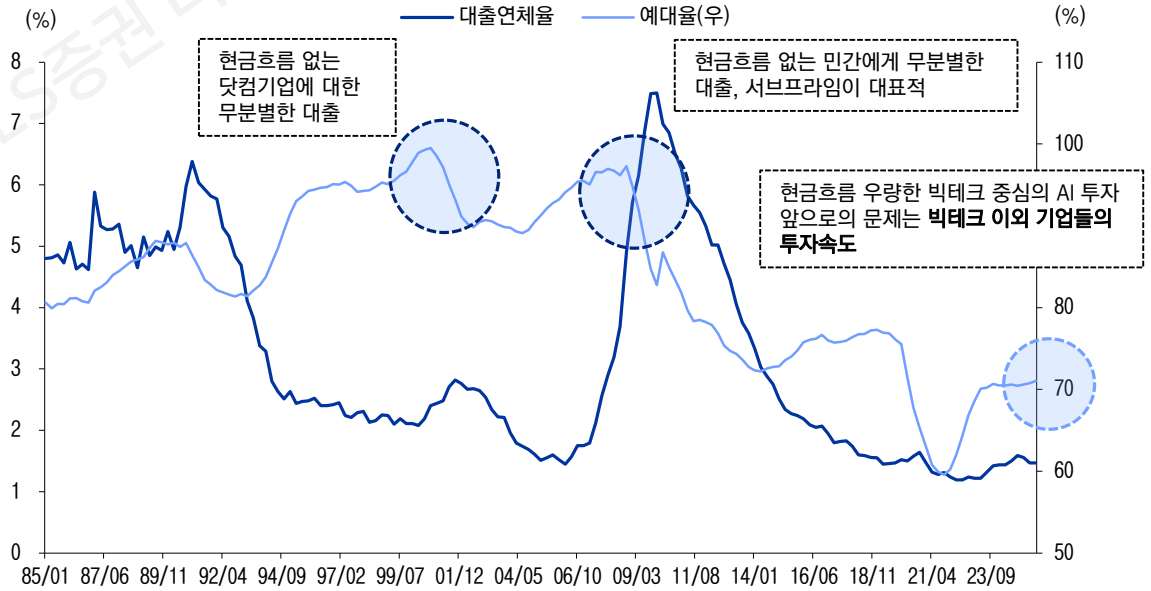
AI 순환 경제와 거품 붕괴 우려?

- 마이크로소프트의 OpenAI 투자, 엔비디아와 코어위브 등 빅테크 기업들의 AI 스타트업 투자와 클라우드 매출로 이어지는 순환출자 구조에 대한 우려
- 닷컴 버블 당시 벤더 파이낸싱*과 비슷하다는 지적. 그러나 현재 미국 비금융 기업의 주식 비중은 4% 수준에 불과. 이 수치가 10%를 넘어가야 위험 신호

과거 버블 붕괴 원인은 높은 예대율과 무지성 대출

- 자금대여 측면에선 은행들의 역마진과 대출성장률 둔화, 차주 입장에선 금리비용 상승과 연체율 증가에 의한 대출회수 과정의 악순환 이로 인한 경제 전반의 신용창출 하락과 경제성장률 급락이 버블붕괴와 경기침체
- IT버블(닷컴기업), 금융위기(서브프라임 대출) 처럼 현금흐름이 수반되지 않는 민간에의 레버리지 속도와 레벨이 중요





*벤더파이낸싱 : 물건 판매자가 구매자에게 구매대금을 대출해주는 외상판매 금융 서비스
자료: FRB, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

사모 대출 펀드의 리스크 점증

● Credit Crunch는 아니지만, 부분적 신용 경색 발생 가능성은 내재

- SFVegas 2026컨퍼런스 주제 '소프트웨어가 기업 CLO에 미치는 영향': 미국 CLO(담보대출증권, 1.2~1.5조 달러 추정)에 포함된 레버리지드 론 중 AI리스크에 노출된 규모 400~1,500억 달러 추산. 소프트웨어 섹터 비중 15~19% 추정. 소프트웨어, 서비스 섹터 레버리지드 론 29%가 향후 3년 래 만기, Private Credit 차입자 40% (-) FCF 상황. "AI → SaaS 성장 스토리 위축 → 멀티플 수축 → 주식/대출 담보가치 하락 → 리파이낸싱 우려"
- 사모대출 시장내 Fraud 등 약화된 Underwriting Event의 반복과 그에 대응한 은행의 대출 심사 기준 강화 등으로 일부 기업/섹터 등에 대한 부분적 자금 경색 발생 가능성. **사모대출 문제가 AI의 버블 붕괴를 촉발하기는 어렵다는 판단. 다만 우리가 미국 경기에 가장 크게 기대하고 있는 레버리지 상승과 금융시장 완화를 지연시키거나 방향성을 변화시키는 요인으로 작용 가능**
- 향후 주요 모니터링 포인트는 1)유사한 사건의 발생 빈도와 규모, 관련한 주요 금융기관의 심사(Underwriting) 부실 여부, 2) 향후 금융기관의 대출 태도 강화 등 대응 추이, 3) 미국 기준금리 인하 여부 등 매크로 환경 변화. 또한, PEF 규제 강화 가능성도 모니터링 요소

	GFC 글로벌 금융위기 (2008, 서브프라임/CDO)	SVB 사태 (2023, 은행위기)	사모대출 리스크 점증 (2025~2026, PDF 리스크 점증)
위기 발생 원인	서브프라임 모기지&CDO부실	고금리에 따른 국채 평가손실&뱅크런	언더라이팅 부실(사기)&고금리 지속
위기 성격	시스템적 위기(Systemic)	유동성 위기(Liquidity) -국지적·일시적 신용경색	신용/투명성 위기(Credit/Trust) -현재 신용 크런치 국면 아님
기초자산	주택 담보 대출(특정섹터 집중)	미 국채 및 MBS(우량자산)	중소기업 대출, 부동산 대출 등(다변화)
전염 경로	은행 간 파생상품 연쇄 디폴트	SNS 기반 예금 인출 및 중소 은행 확산	은행의 대출 태도 강화 가능성 등 존재 (부분적 신용경색 야기 가능성 내재)
레버리지 구조	매우 높음(은행 내부 누적)	보통(예금 기반 자산 운용)	펀드-은행 간 복합 구조(불투명성)
규제환경	규제 사각지대(shadow banking)	바젤III 미적용 중소은행 취약성	사모 시장의 비공식성 (Shadow-Shadow)
정책/금융당국 대응	대규모 구제금융(bail-out)	예금 전액 보장 및 유동성 공급(BTFP)	개별 기관 손실 인식 및 규제 강화 유도

자료: LS증권 리서치센터
주) 음영은 가능성 혹은 진행중인 상황 언급

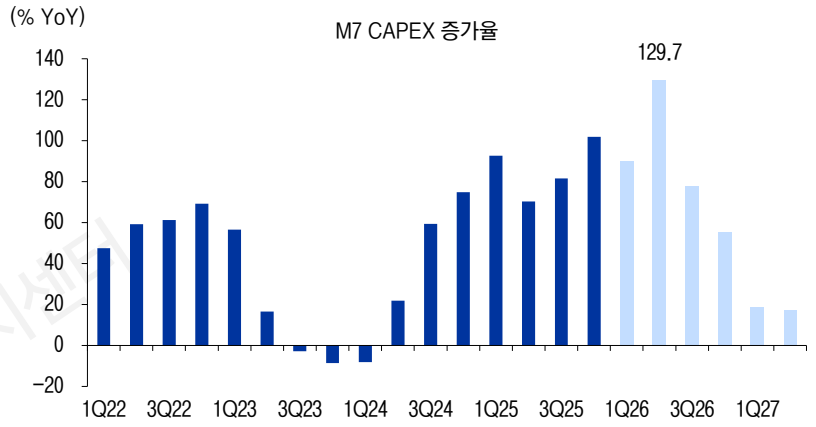
당장은 금리의 불확실성 속 견뎌내야 할 소음

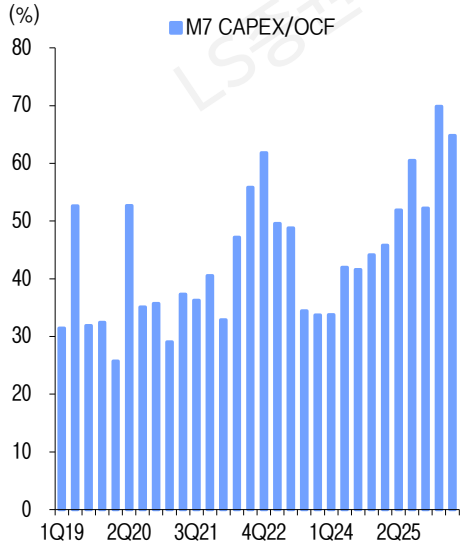
● 버블은 아니지만 모멘텀 둔화 : M7 CAPEX 증가율과 반도체 판매

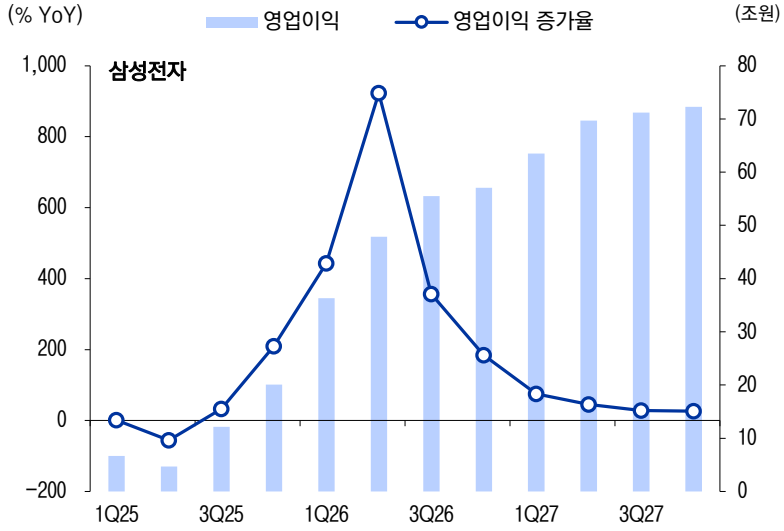
- 2월 들어선 주식시장, 변동성이 높아진 이유: 성장의 둔화 리스크
- 마소, 구글, 아마존 등 주요 빅테크의 CAPEX 가이던스는 모두 시장 예상을 상회. 그러나 왜 주가는 변동?

1) CAPEX 증가율의 Peak out. 성장과 성장률의 차이. 글로벌 반도체 판매와 증가율은 결국 CAPEX 증가율의 함수. 국내 반도체 양사 역시 이 흐름에서 벗어나지 못할 가능성 제기

2) 수익화에 대한 우려. CAPEX/OCF 70%를 상회하는 시점에서 추가 CAPEX 비용상승. AI 생산성 채택과 확산을 위한 빅테크 외 업체들의 투자증가가 잇따라야 함



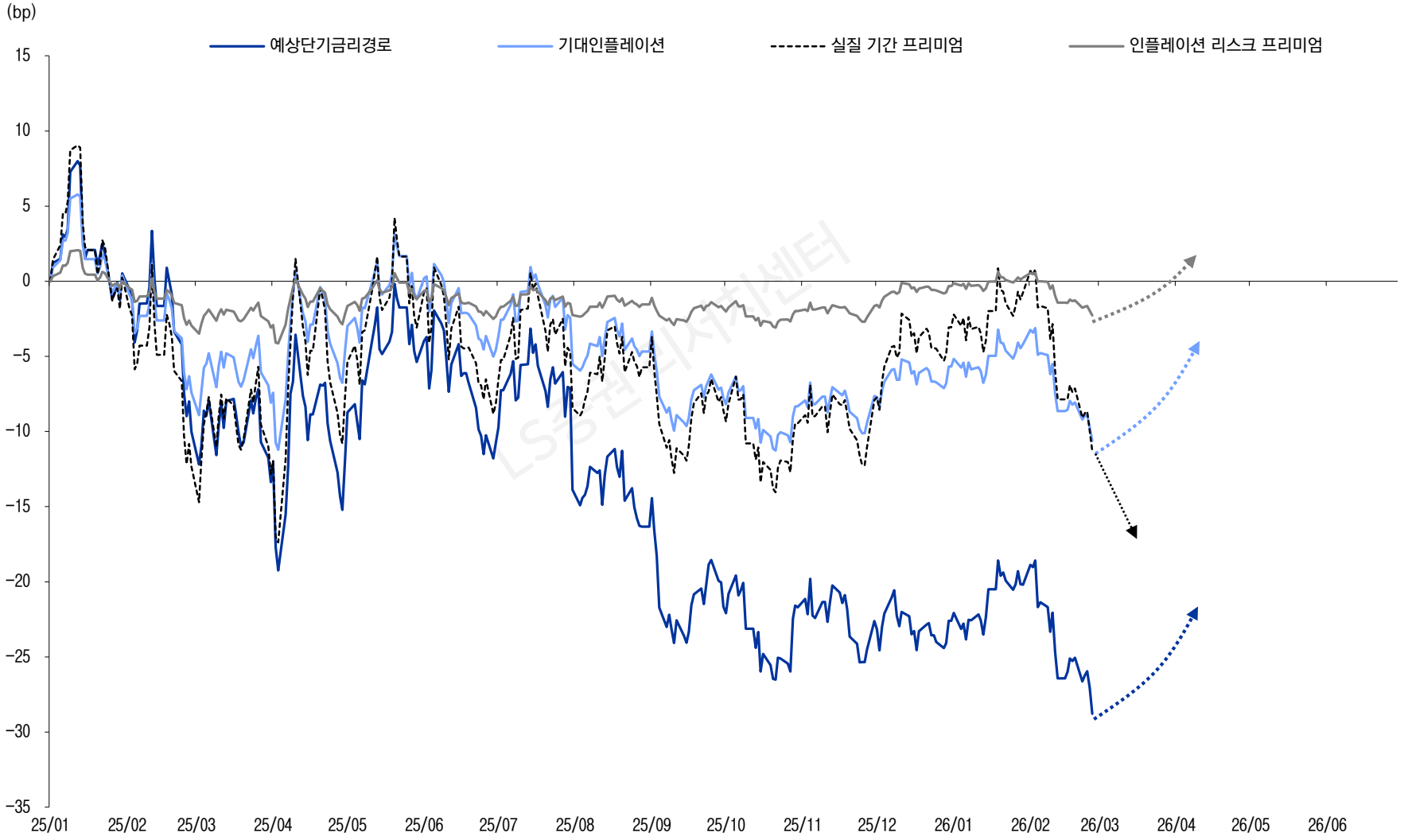




자료: Bloomberg, SIA(미국 반도체 산업 협회), LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

국채금리 결정의 메커니즘



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

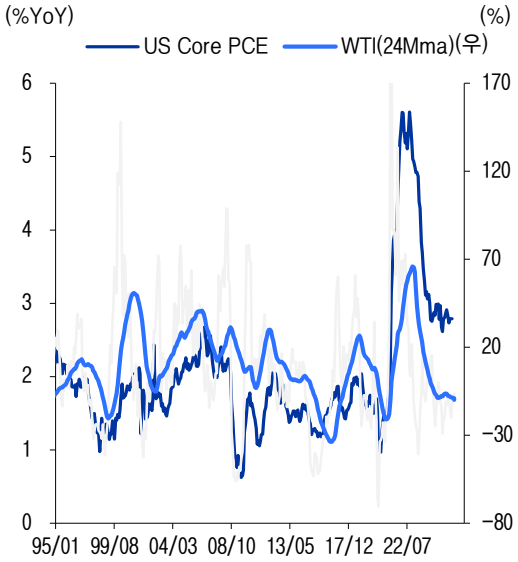
4월 이후 부터 60달러 이상이면 물가 압박

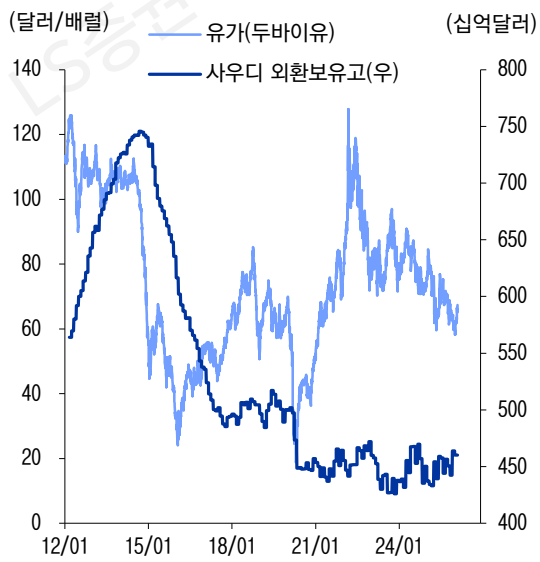
1개월 내 WTI 60달러 이후로 하락 필요

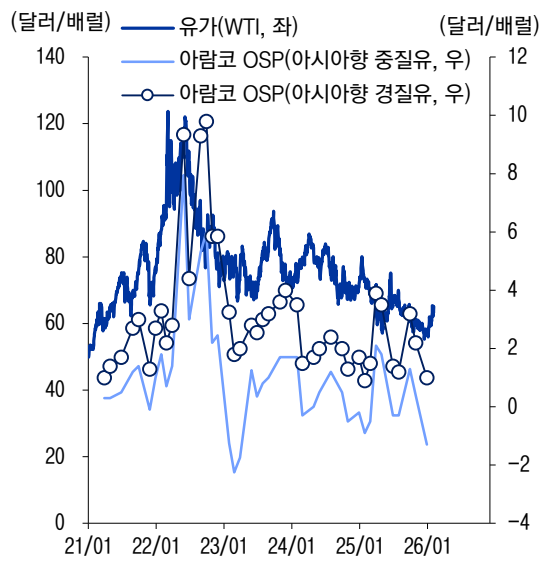
- 여전히 유가는 미국 물가의 중요한 변수. 현 60달러 중반의 유가가 유지될 경우 지난 1분기 WTI 평균 유가레벨이 70달러 선이었음을 감안하면 2~3월 유가의 YoY 는 -6~-8%. 다만 4월 이후 전년 유가 기저효과로 평균 6%의 증가효과 발생. 4월 이후에도 (-) 충격이 있으려면 60달러 이하로 하락 필요. 만약 2분기 평균 유가가 55달러 이면 물가 하락효과는 평균 -10%

사우디와 트럼프의 협력 강화?

- 물가를 끌어내리고 싶은 트럼프와 점유율을 늘리고 싶은 사우디. 지난 해 12월 미 국무부의 NSS(국가안보전략)에서 이제 중동지역은 무역 파트너십의 공간으로 재규정
- 사우디는 미국의 강력한 이란 압박 정책을 지지. 지난 3년간 유가 하락에도 사우디의 외환보유고는 안정적. 판매 가격을 낮추는 국제유가 하락에도 서방의 대러 제재가 사우디의 석유공급 점유율을 확대시켰기 때문
- 사우디는 OSP(공식판매가격) 조정을 통해 점유율을 점차 회복 시도할 수 있음. 2025년 4월부터 석유 생산 정상화 즉, 감산 철회 가능성 농후







자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

기존 전망에서 2회 이상 인하 감소, 하단 레벨도 상승

2025년 12월 정책금리별 전망 위원 수

정책금리(%)	2025년	2026년	2027년	2028년	Longer run
5.125					
5.0					
4.875					
4.75					
4.625					
4.5					
4.375					
4.25					
4.125					
4.0					
3.875	6	3	2	2	1
3.75					1
3.625(동결)	12	4	2	2	1
3.5					1
3.375(1회)	1	4	3	2	2
3.25					1
3.125(2회)		4	6	6	2
3.0					5
2.875(3회)		2	3	3	1
2.75				1	1
2.625(4회)		1	2	3	3
2.5					
2.375			1		
2.250					
2.125		1			
2.000					

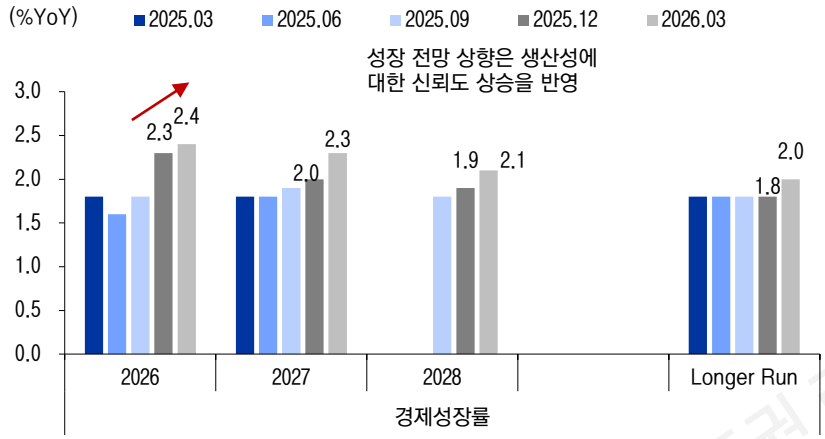
2026년 3월 정책금리별 전망 위원 수

정책금리(%)	2026년	2027년	2028년	Longer run
5.125				
5.0				
4.875				
4.75				
4.625				
4.5				
4.375				
4.25				
4.125				
4.0				
3.875		1	1	1
3.75				1
3.625(동결)	7	3	3	1
3.5				1
3.375(1회)	7	4	3	2
3.25				1
3.125(2회)	2	6	7	3
3.0				5
2.875(3회)	2	3	3	2
2.75				
2.625(4회)	1	1	2	2
2.5				
2.375		1		
2.250				
2.125				
2.000				

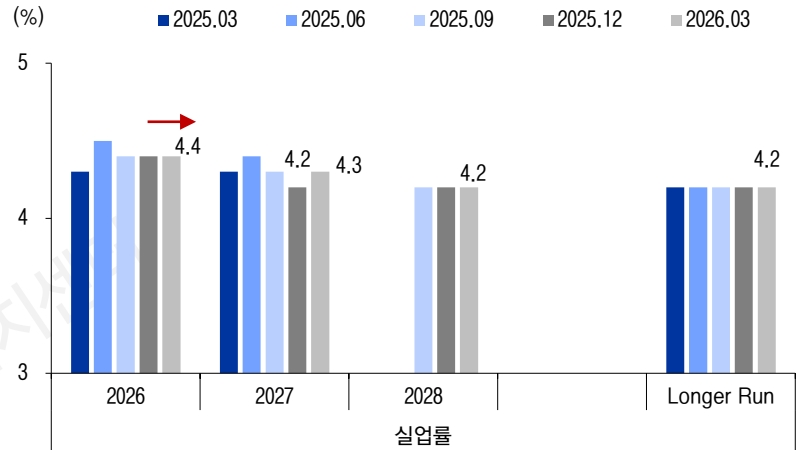
자료: FED, LS증권 리서치센터

FOMC 매크로 전망 변화

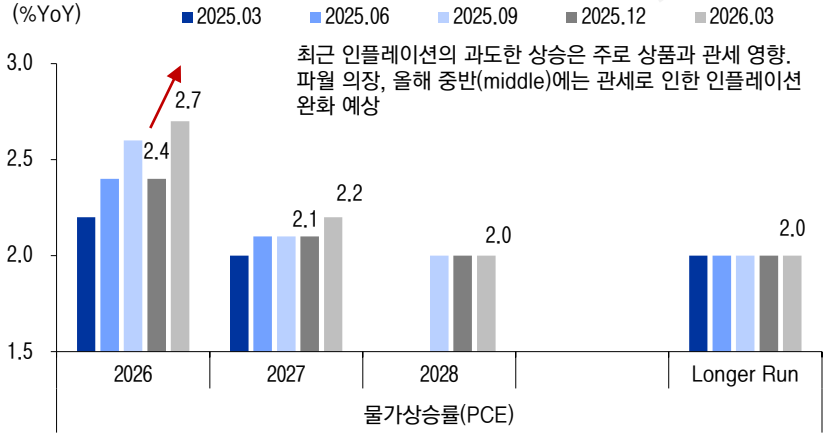
경제성장률 전망



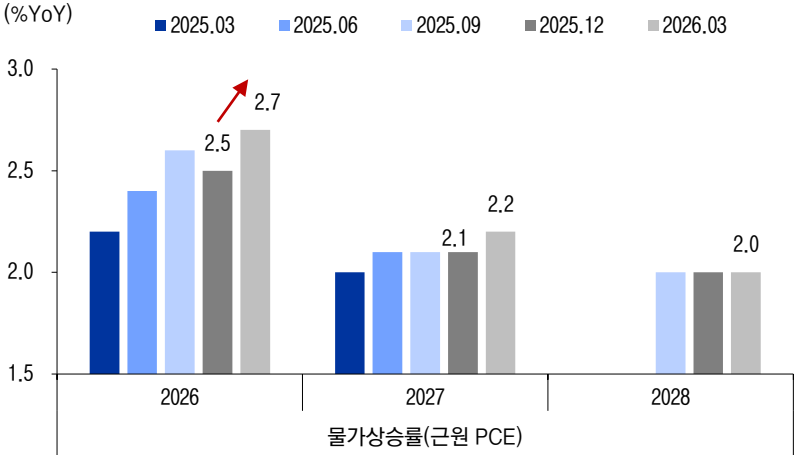
실업률 전망



PCE 물가상승률 전망



Core PCE 물가상승률 전망



자료: FRB, LS증권 리서치센터

케빈 워시 의장 지명 지연 + 인하에 선행할 QT

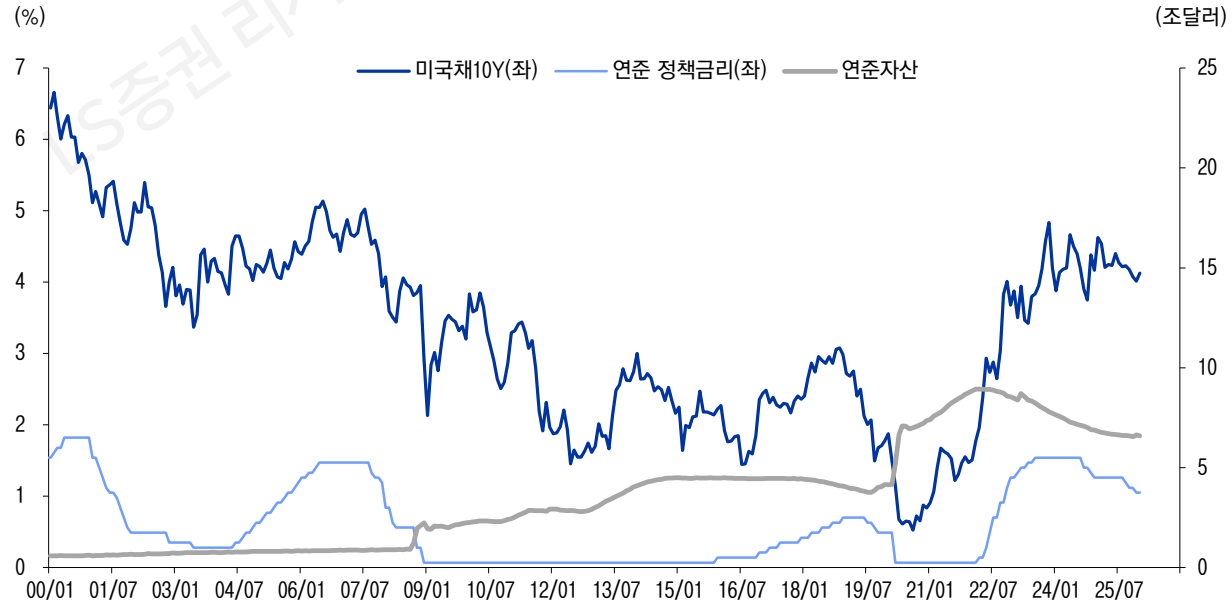
인사 청문회까지의 깜깜이 시간

- 연준 의장 후보자의 지명부터 청문회, 인준까지 소요되는 기간은 평균 83일. 다만, 정해진 것은 아님.
- 평균 기간을 고려하면 케빈 워시의 인사청문회 및 인준 일정은 3월 중 상원 은행위원회에서 청문회 개최, 4월 중 상원 전체 투표 진행. 인준 시 26년 5월 15일 부터 공식 업무 시작. 다만, 공화당 톰 틸리스 상원의원, 연준 개보수 비용 관련 법무부 조사 마무리까지 인준 저지 밝힌 상태. 늘어질 수 있음

인사청문회에서의 케빈 워시 그리고 이후 해결해야 할 이슈

- 인사청문회: 지명된 연준의장으로 첫 통화정책 가이드라인을 제시. 연준자산의 왜곡효과와 금리인하 스탠스의 조합, 연준의 독립성 테스트
- 기본 입장: 기대인플레가 꺾여야 금리를 내린다. 생산성이 인플레를 통제한다
- 순서에 대한 시장의 고민 : QT를 통해 연준의 대차대조표 축소 → 인플레 기대 제거 → 금리인하. 양적 긴축 과정에서 유발될 수 있는 금리상승 이슈

의장	지명	청문회	인준	기간
앨런 그린스펀	87.06.02	87.07.21	87.08.03	62일
벤 버냉키	05.10.24	05.11.15	06.01.31	99일
재닛 옐런	13.10.09	13.11.14	14.01.06	89일
제롬 파월	17.11.02	17.11.28	18.01.23	82일



LS증권 리서치센터

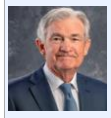
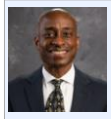
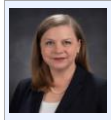
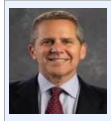
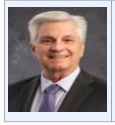
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

파월 의장의 법무부 수사로 연준 의장 청문회 지연

● **3월 4일 트럼프 대통령 케빈 워시에 대한 연준 이사, 의장 지명안 관련 서한 상원에 송부**

- 상원 은행위원회 공화당 톰 틸리스 의원 인준 거부. 청문회 진행되어도 지명안 통과에는 난항 예상

연준 이사회 구성

이사회 구성원		임기	지명 당시 대통령
	제롬 파월 (의장)	~ 2028. 1. 31 (~ 2026. 5. 15)	2012.5 이사 지명: 오바마 2014.6 이사 재지명: 오바마 2018.2 의장 지명: 트럼프 2022.5 의장 재지명: 바이든
	필립 제퍼슨 (부의장)	~ 2036. 1. 31 (~ 2027. 9. 7)	2022.5 이사 지명: 바이든 2023.9 부의장 지명: 바이든
	미셸 보우먼 (감독 담당 부의장)	~ 2034. 1. 31 (~ 2029. 6.9)	2018.11 이사 지명: 트럼프 2019.9 이사 재지명: 트럼프 2025.6 감독 부의장 지명: 트럼프
	마이클 바	~ 2032. 1. 31	2022.7 이사 지명: 바이든 2022.7 감독 담당 부의장 지명: 바이든
	리사 쿡	~ 2038. 1. 31	2022.5 이사 지명: 바이든 2023.9 이사 재지명: 바이든
	스티븐 마이런	~ 2026. 1. 31	2025.9 이사 지명: 트럼프
	크리스토퍼 월러	~ 2030. 1. 31	2020.12 이사 지명: 트럼프

미국 연준의장 지명 절차

대통령의 연준 의장 지명(1월 30일)
트럼프 대통령, 케빈 워시를 연준 의장으로 공식 지명

↓

지명안(이사·의장) 상원 송부(3월 4일)
트럼프 대통령, 케빈 워시의 연준 의장 지명안 상원 송부
(스티븐 마이런 이사 잔여 임기 승계하는 이사 지명안 포함)

↓

상원 은행위원회 인사 청문회 진행
(지명안 상원 송부 이후 2~4주 소요)

↓ 상원 은행위원회 공화당 톰 틸리스 의원, 연준 관련 모든 인준 절차 반대 중

상원 은행위원회 표결(과반의 찬성 필요)
(청문회 이후 통상 1~2주 소요)
공화당: 13명, 민주당: 11명

상원 은행위원회 연준 이사 지명안 표결	상원 은행위원회 연준 의장 지명안 표결

연준 이사 지명안만 단독 통과될 가능성

↓

상원 본회의 표결(최종 51명의 찬성)
(상원 은행위원회 통과 후 수주 후)
(공화당:53명, 민주당: 45명, 무소속: 2명)

상원 본회의 연준 이사 지명안 표결	상원 본회의 연준 의장 지명안 표결

↓

대통령, 임명장 작성 후 서명(지명안 통과 후 1일 이내)
→ 워시의 취임 선서(빠르면 1일 이내)
의장 지명안마저 통과된다면 의장 임기 종료에 맞춰 별도로 2차 선서

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한국은행 국고채 단순매입. 추경 전망은 금리 하락 제한 요인

● 3월 9일 한국은행 국고채 단순매입 계획 발표

- 국제 유가 급등, 달러원 환율 상승은 수입 및 소비자물가 상방 압력 확대 요인. 한국은행 물가 전망 경로가 상향 조정 됨에 따라 정책금리 인상이 앞당겨질 수 있다는 리스크와 당초 예상보다 물가상승률 높아질 수 있다는 기대 심리 형성
- 국고채 매입은 3년, 5년, 10년물 대상으로 실시. 추경 관련 발언이 연이어 나옴에 따라 금리 하락 제한. 재정경제부 구윤철 장관은 적자국채 발행 없이 추경 집행 가능하다고 했지만 불확실

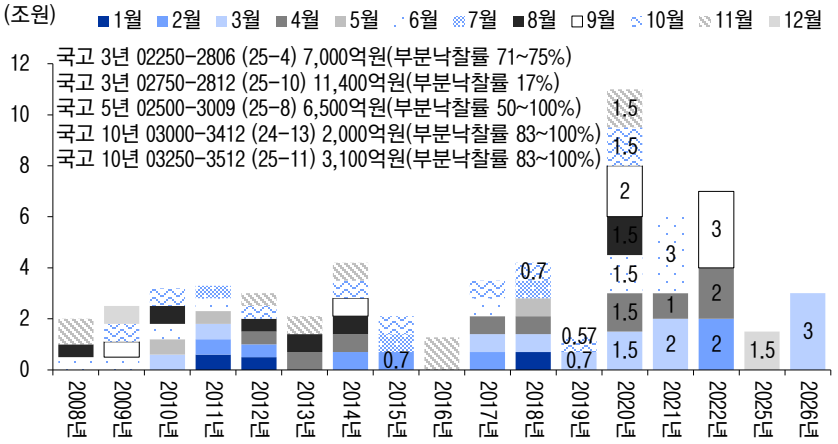
2026년 국고채 매입 계획. 단기물 확대, 장기물 축소

연물	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기		중기		장기		
2024년 목표 (실제)	30±3% (28.5%)		35±3% (33.5%)		35±3% (38.1%)		
2025년 목표 (실제)	30±3% (31.5%)		30±3% (29.7%)		40±5% (38.8%)		
2026년 목표	35±5%		30±5%		35±5%		

한국은행 국고채 단순 매입

시기	단순 매입 실시 목적
2019년 3월, 10월	RP매각 대상 채권 확충
2020년 3월	시장안정화 및 RP매각 대상 채권 확충
2020년 4월, 6월	금융회사의 채권 매수 여력 확충을 통한 국고채 수급 개선
2020년 8월, 9월	국고채 수급 개선 및 RP 매각 대상 채권 확충
2020년 10월, 11월	국고채 수급 상황 개선 및 RP매각 대상 채권 확충
2021년 3월	채권시장의 국고채 매입 여력 제고 및 시장금리 변동성 완화
2021년 4월, 6월	「국고채 단순매입 확대 실시」 방안(2월26일)에 따라
2022년 2월, 4월	금리 변동성 확대에 대응
2022년 9월	최근의 금리 변동성 확대에 대응
2025년 12월	RP매각 대상 채권 확충
2026년 3월	최근의 금리 변동성 확대에 대응

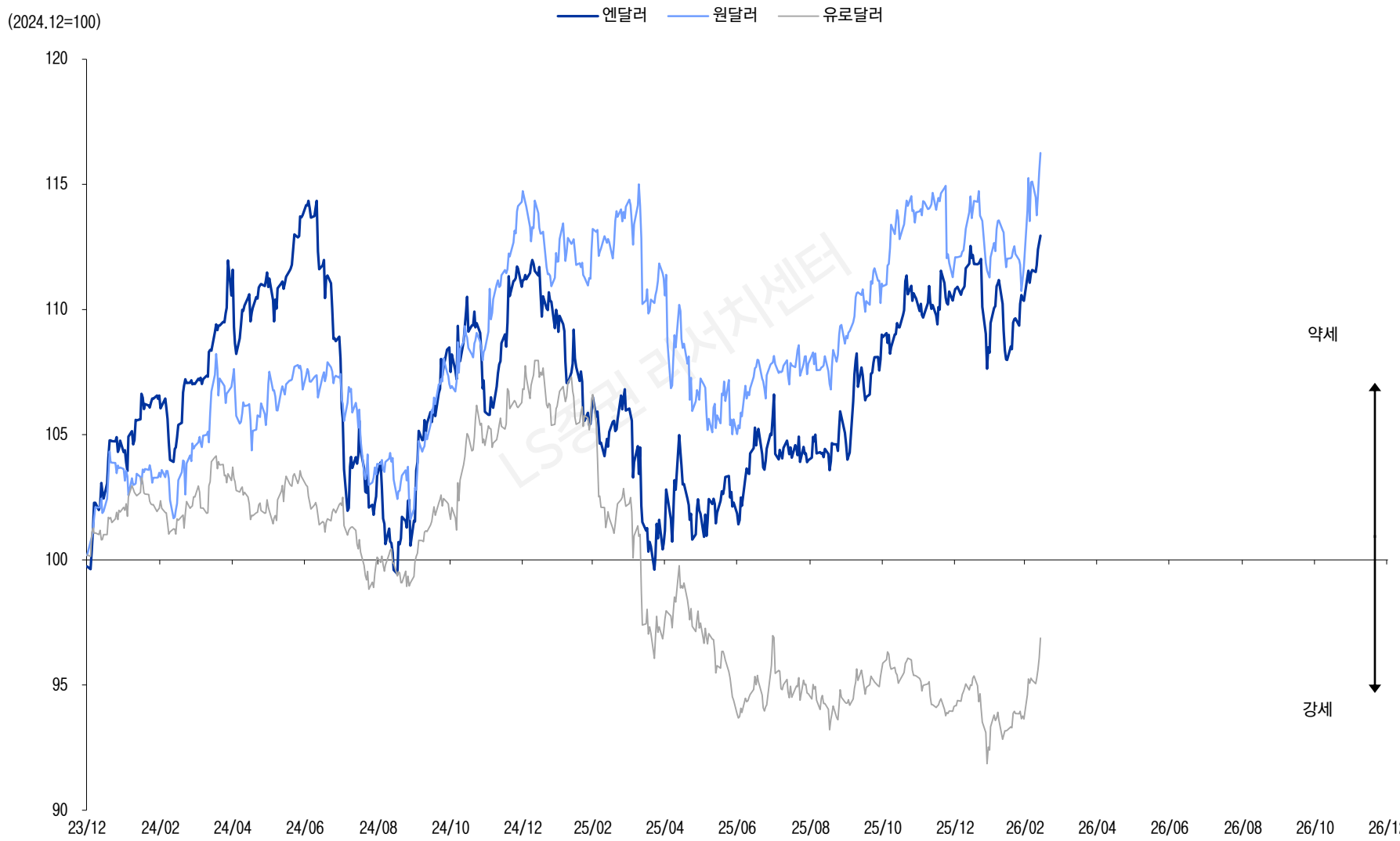
국고채 단순 매입 규모



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

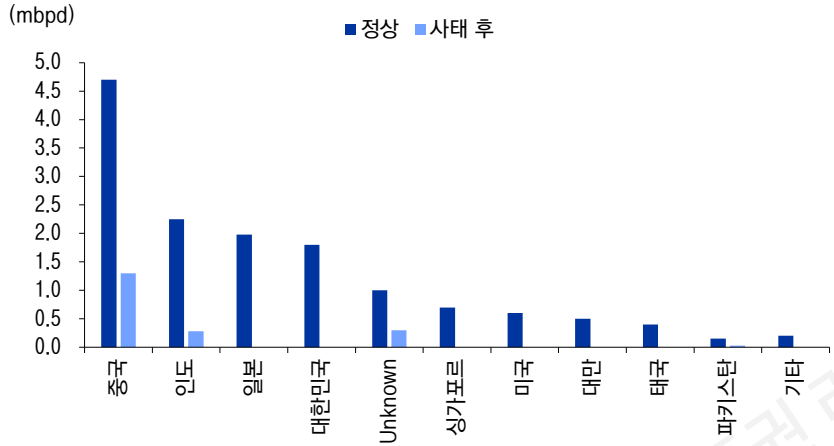
달러인덱스 대비 주요통화 환율



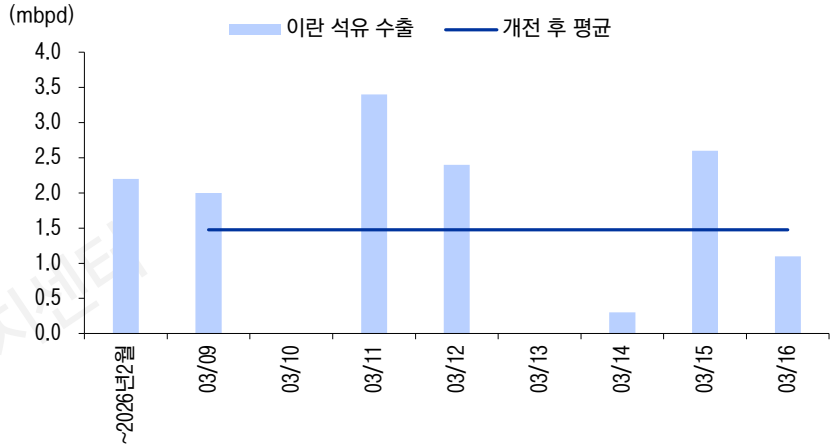
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

위안화 강세 요인과 추가 가능성

호르무즈 해협을 통한 국가별 원유 수입



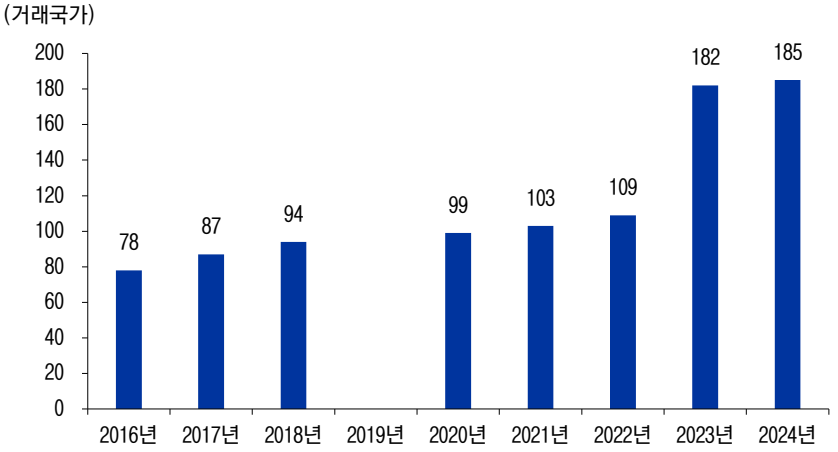
이란산 석유 수출 추정치



전쟁 지속 기간 별 유가 전망

WTI (USD/bbl)	02/28	03/31	04/30	05/31	06/30
송유관 대체	65	80	100	127	162
+전략비축유	65	75	93	115	142
+친이란 운송 재개	65	68	75	82	90

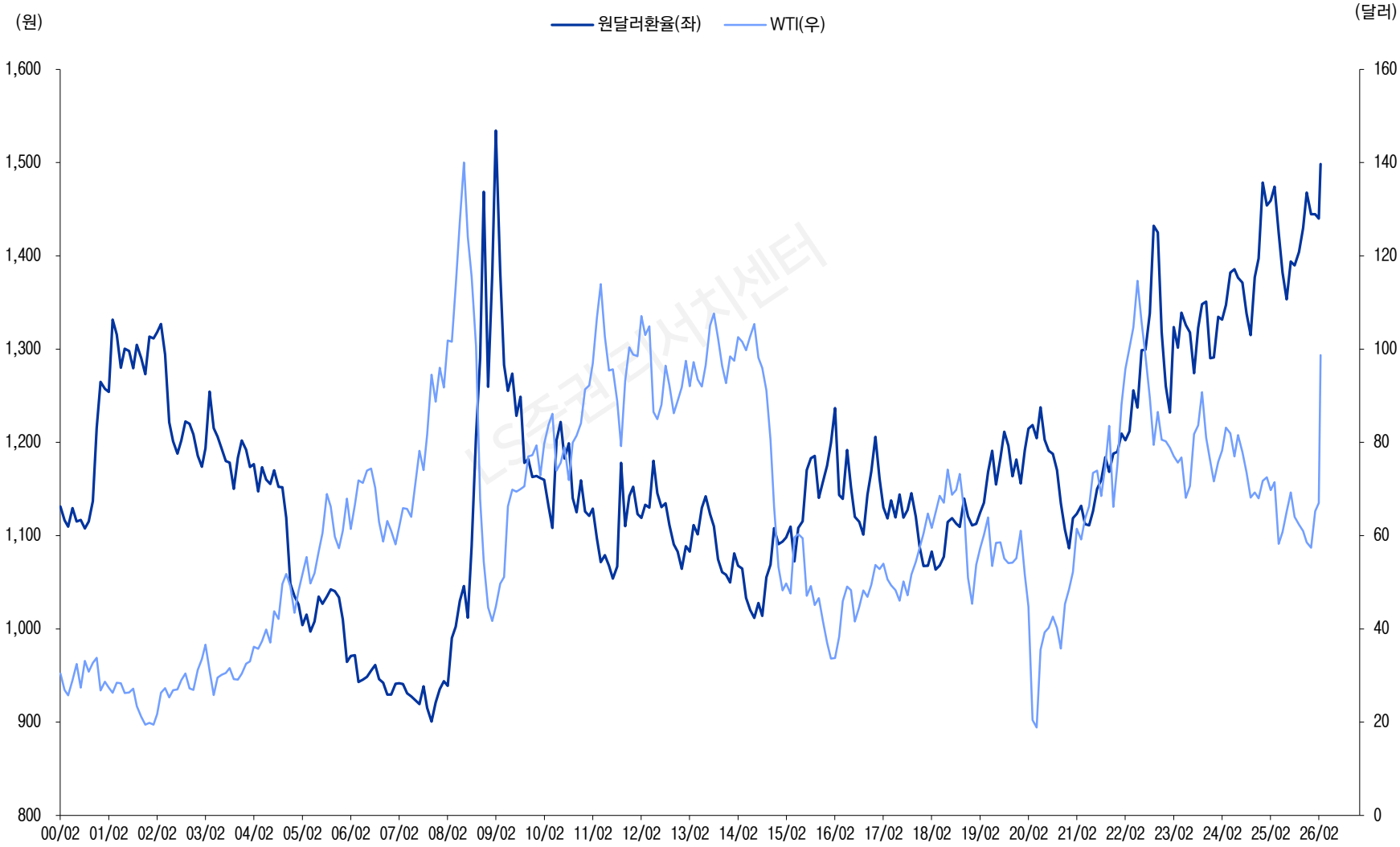
위안화결제시스템(CIPS) 사용국가(지역)



자료: 언론보도, Kpler, SPG, LS증권 리서치센터

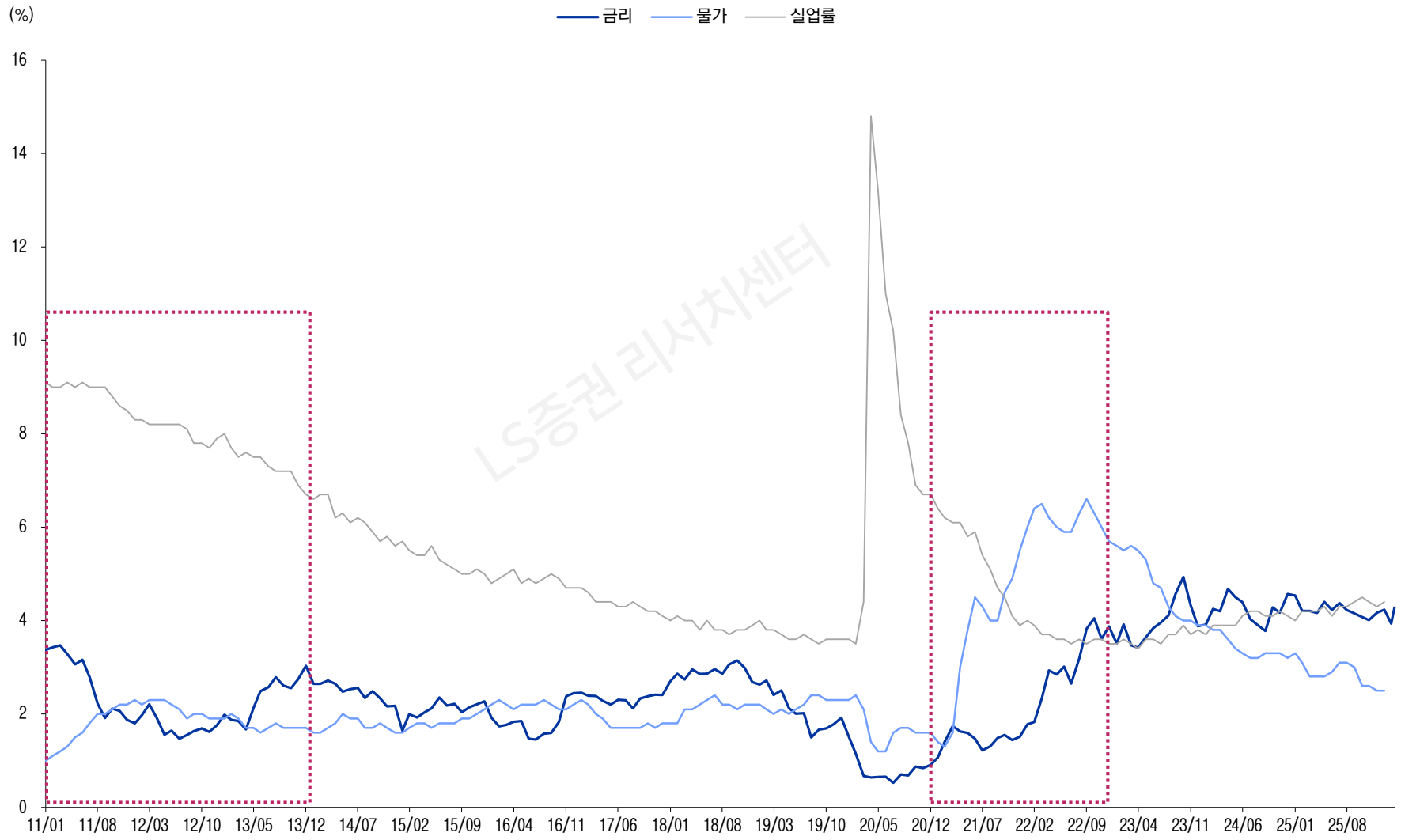
LS증권 리서치센터

과거 대비 강한 원달러환율 반영



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

유가 상승기 상황이 다르다



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

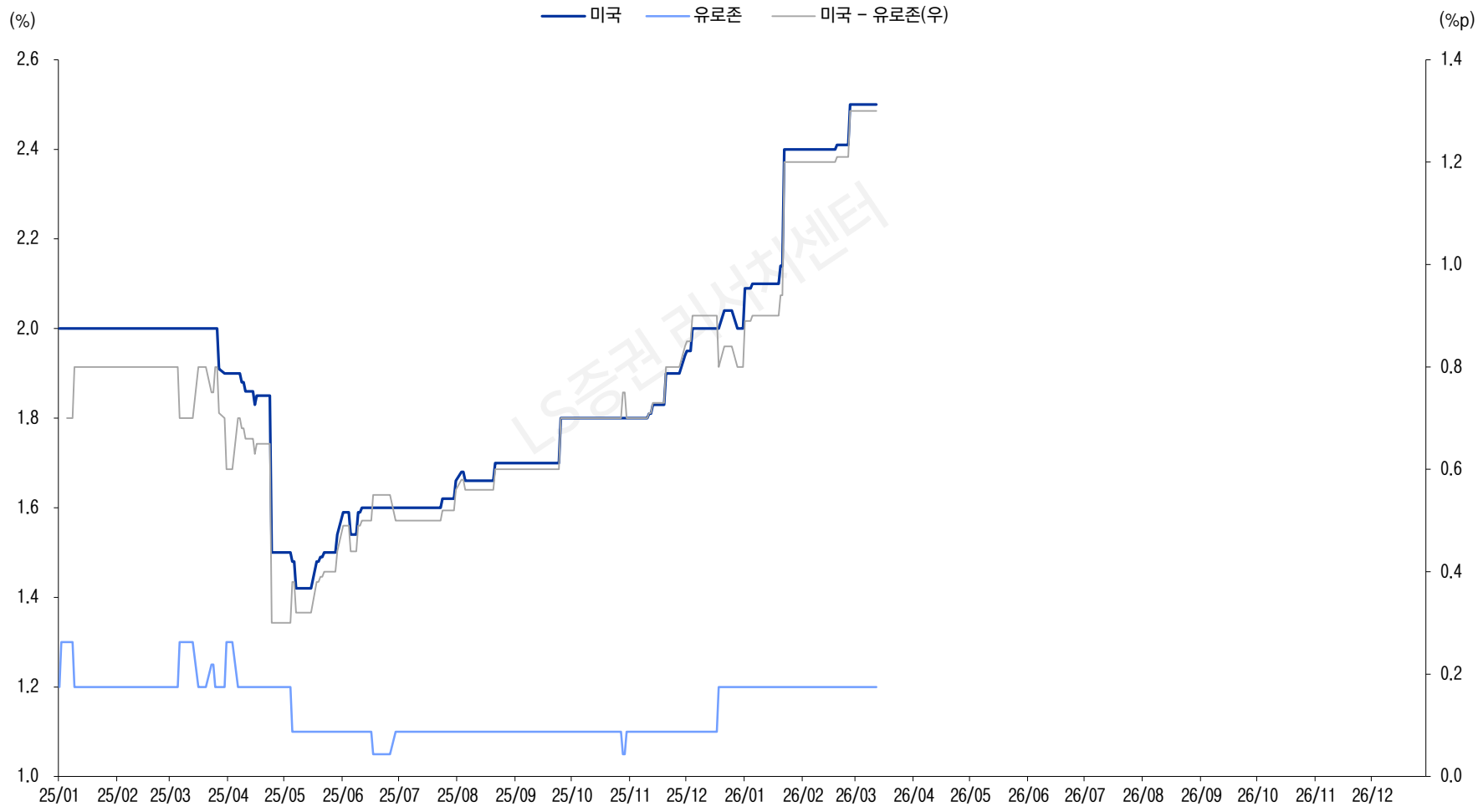
[달러] 유럽 금리인하 마무리와 미국 기준금리 인하 기대감 확산

유로존 기준금리 인하 속도가 미국을 추월

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국과 유로존 2026년 경제성장률 전망

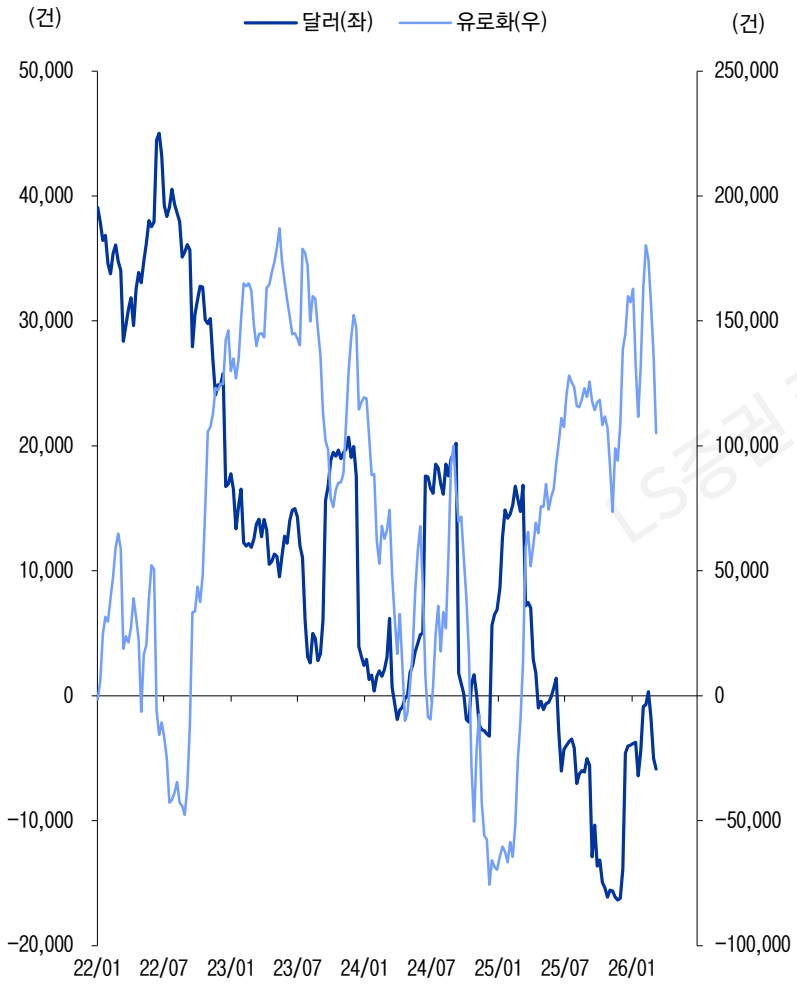
급격히 상승하는 미국 경제성장률 전망



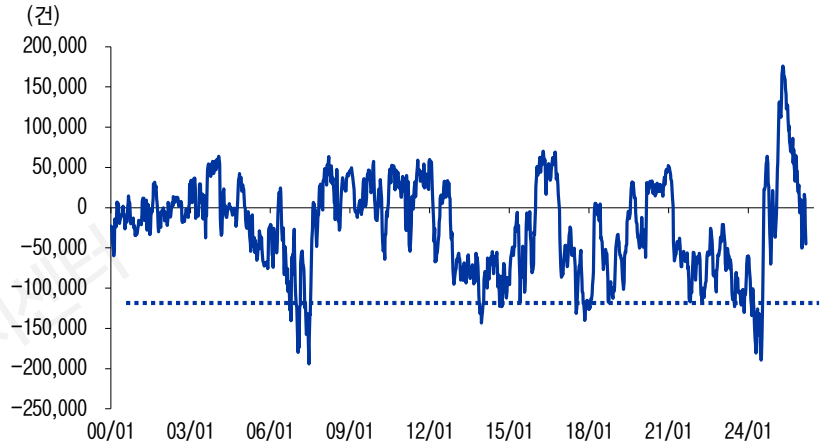
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

[달러] 투기적 포지션 상승. 엔화는 달러 상승 저항 요인으로 작용

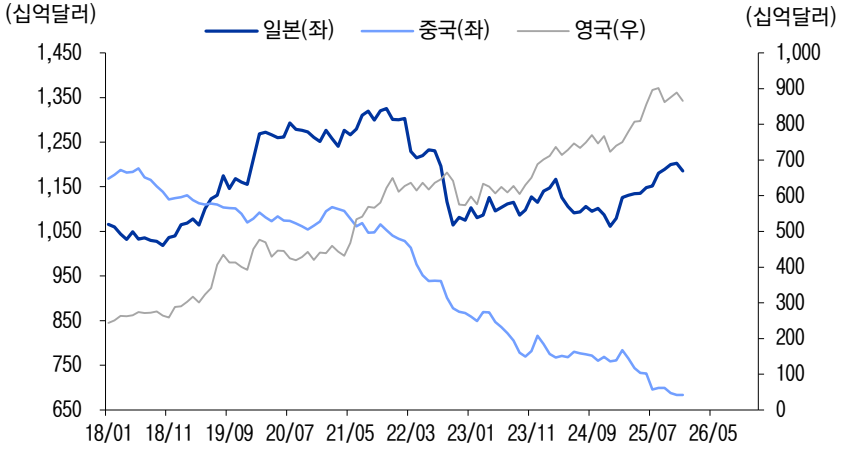
달러화 투기적 순매수 포지션 증가



엔화 투기적 순매수 포지션 증가



중국을 비롯한 이머징 국가의 미국채 보유량 감소는 지속

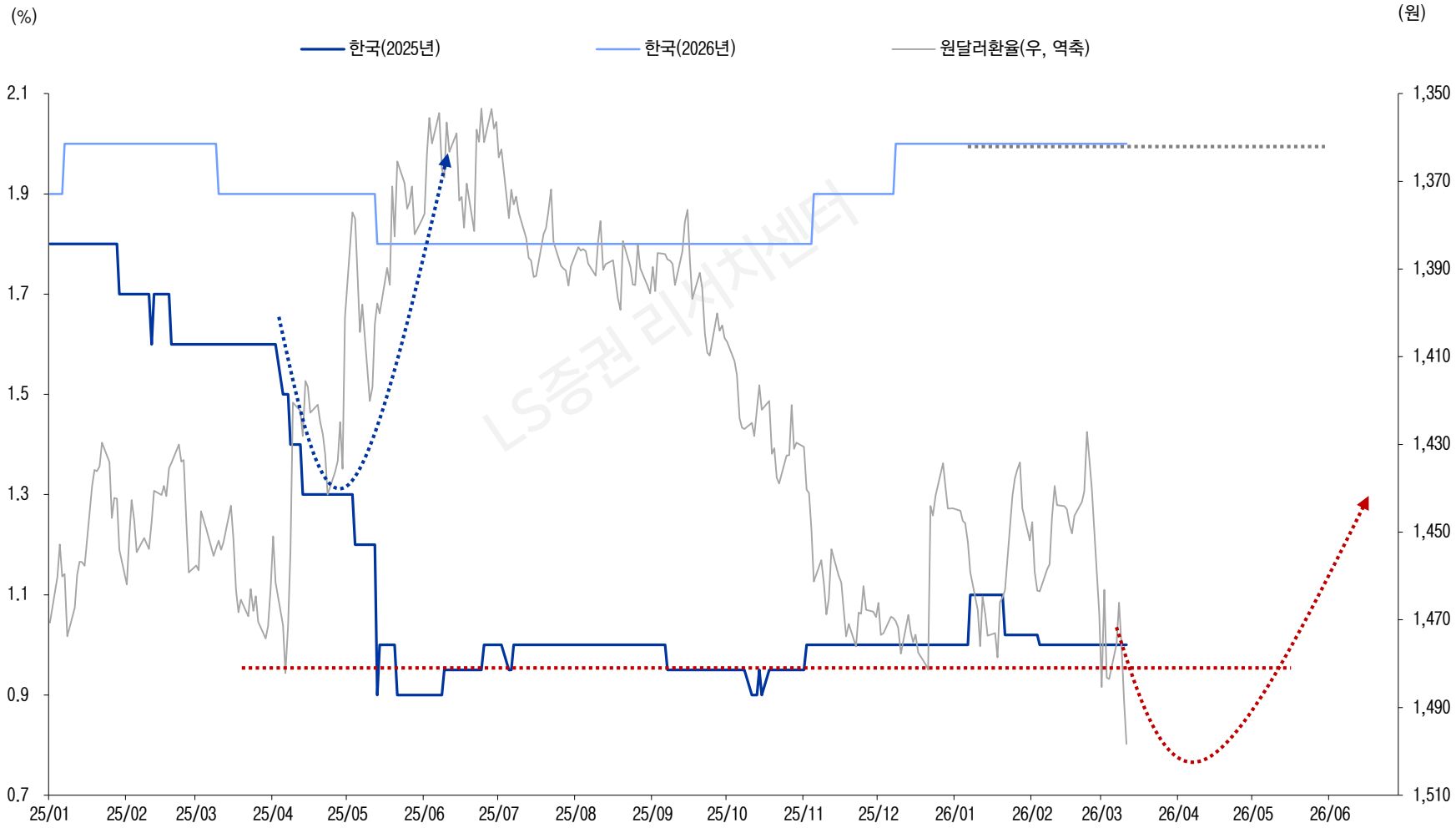


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

2026년 한국 경제성장률 전망으로 본다면?

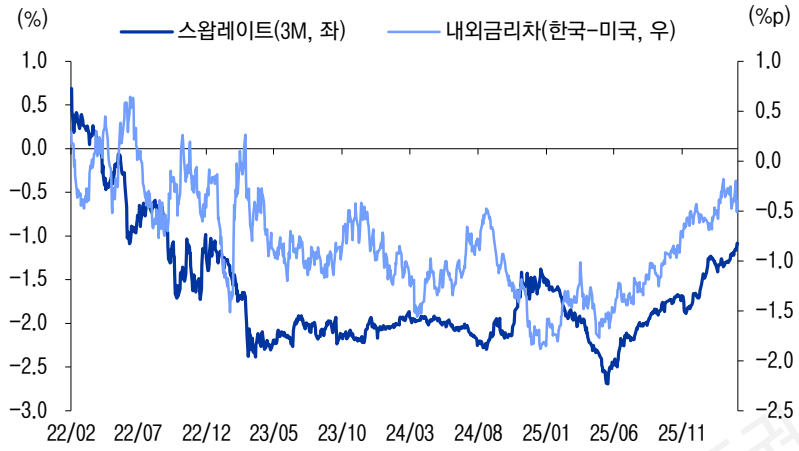
2026년 한국 경제성장률 전망과 원달러환율



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

파생상품 시장에서의 환율 분석

스왑레이트와 내외금리차



스왑베이시스

스왑포인트

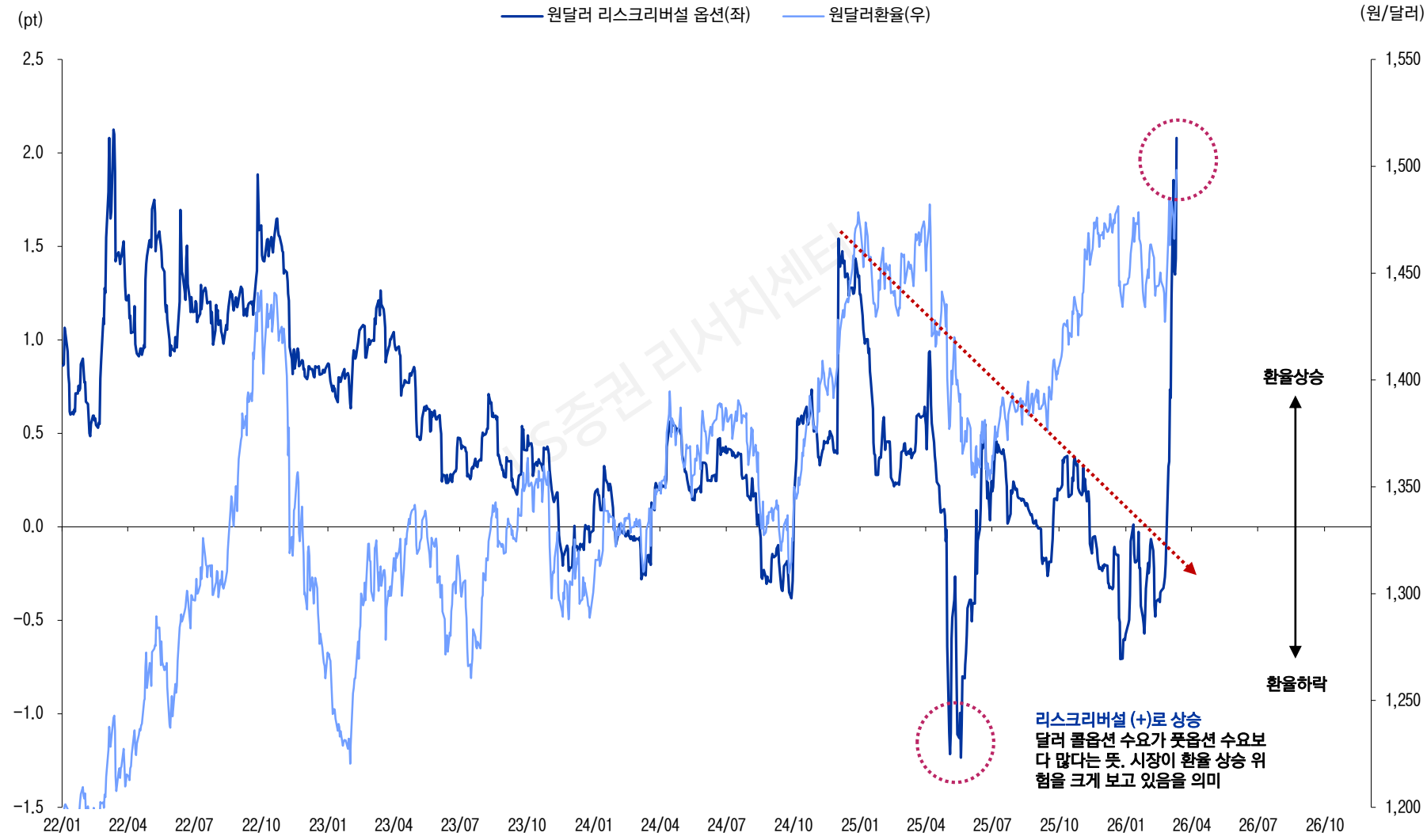
스왑베이시스:
스왑베이시스 (-): 달러 부족현상, 폭이 커지는 경우, 한미 금리차로 설명되지 않는 달러 부족 심화

스왑 포인트:
선물환율과 현물환율의 차이, 선물환율이 이론가보다 높다면 시장은 환율 하락에 베팅하고 있는 중

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

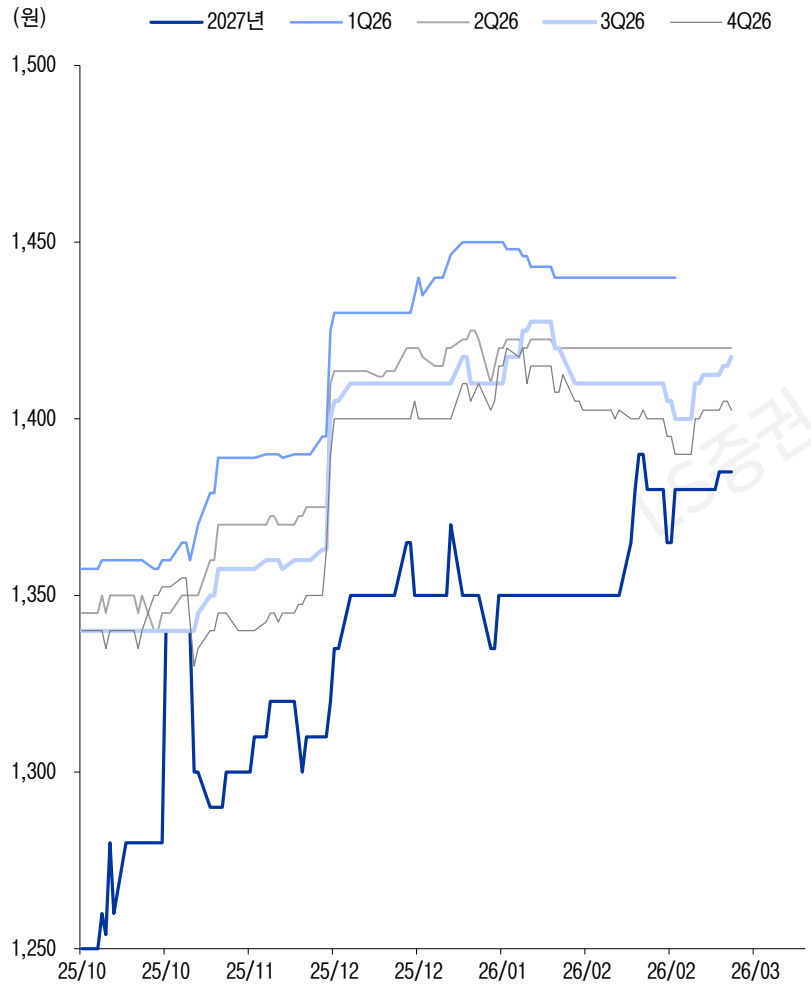
원달러 리스크리버설 옵션과 원달러환율



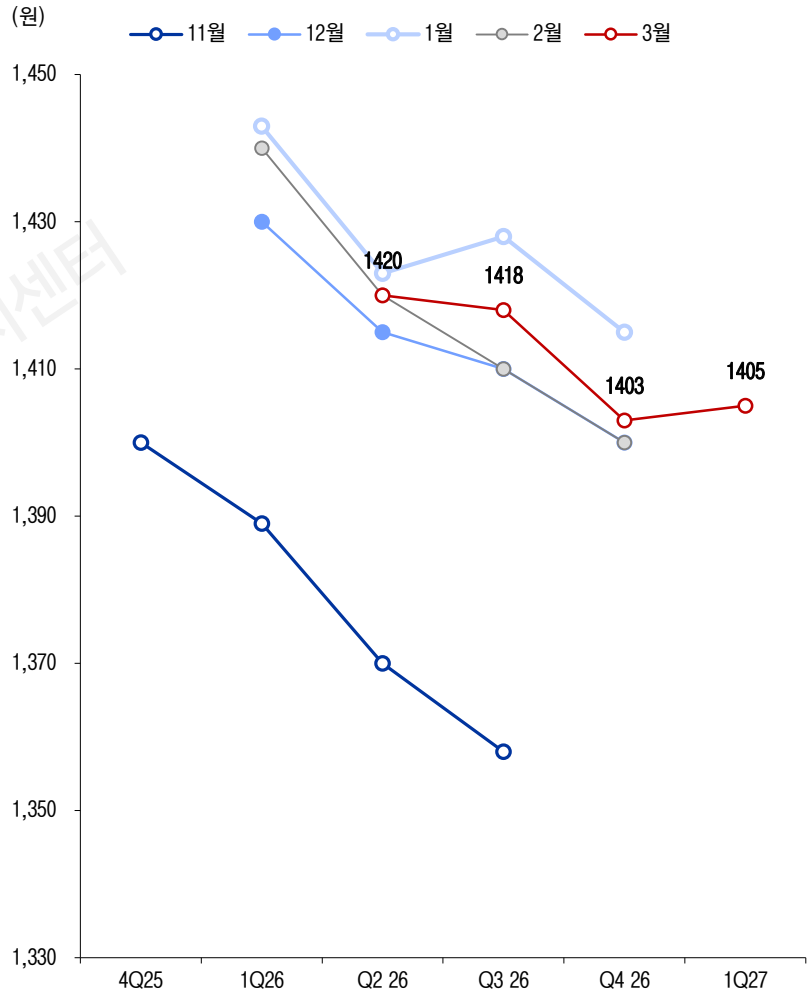
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

[원달러환율 컨센서스] 추가 상승 여력 존재. 하락 방향성은 유지

2025년 원달러환율 컨센서스 추이



원달러환율 분기 컨센서스(중간값)



LS증권 리서치센터

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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.