IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

IBKS Economy Outlook

Dissension:

쏠림과 양극화가 만들어내는 위기의 뇌관

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

RA
김 예 슬
02) 6915-5526
chchu93@ibks.com

Mar/Apr 2026

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

Executive Summary

✓ Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

➡ 불확실한 미래에 대한 투자가 견인하는 경기. 그 과정에서 심화되는 양극화

자본 투자가 성장을 견인하는 경제 ➡ AI가 견인하는 투자, 더 확장적인 재정 그리고 지속적인 통화 공급

- 과열 논란 있지만 대규모 자본을 소모하는 AI 기술 발전에 맞춰 관련 투자 가파르게 증가 전망
- 가장 직접적인 성장 동인은 적극적인 재정지출 ➡ 명목 경제성장률을 크게 웃도는 재정지출 지속되고 있고 전체 고정투자에서 정부투자가 차지하는 비중 빠르게 증가 ➡ 정부가 적극적으로 역할을 하는 시대
- 또 다른 축은 이완적인 통화정책 ➡ 적극적인 통화정책을 운용함으로써 마셜K가 지속적으로 상승 ➡ 유동성 과잉 상황을 보여주고 있으며 이 유동성이 글로벌 자산 가격 상승의 가장 중요한 동인

투자와 경쟁에 집중하는 이유 ➡ 세계화 종료 하지만 새로운 패러다임은 아직. 분절화로 인한 마찰과 미래에 대한 불안

- 미래와 진영을 선점하기 위한 국가 간 기업 간 치열한 경쟁도 작용
- 세계화를 종료 시킨 높은 장벽과 마찰 ➡ 크게 높아진 경제정책 및 무역관련 불확실성
- 더 멀어지는 미국과 중국 ➡ 진영 간 경쟁적인 투자 ➡ 글로벌 중복투자 위험 증가

가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제 ➡ 기술과 자본에 집중된 투자 ➡ 팬데믹 이후 투입된 노동과 부가가치 합 사이의 괴리 심화

- 기술과 자본에 집중된 투자 유치와 지적재산권 투자에 대한 정부의 지원은 생산성으로 연결되고 이 생산성이 큰 폭의 기업이익과 경제 부가가치로 이어지는 흐름

고용 없는 과열된 경기 ➡ 기술변화가 지식자본 중심으로 이동하며 투자가 고용과 소비를 견인하지 못하는 경제

- 기술과 부가가치에 따른 노동시장의 양극화 ➡ 지금 미국의 투자 유치는 이를 더 확대하는 방향으로 작용할 듯 ➡ 노동보다는 자본집약적인 산업에 투자 집중. 노동보다는 자본생산성으로 승부를 보겠다는 전략
- 노동과 경제부가가치의 괴리가 커짐에 따라 과거와 달리 기업이익과 소비와 같은 경제지표와의 관계도 약화되고 있음. 결국 가계 소비와 소득의 양극화 심화

Executive Summary

✓ The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

➡ 하위에 누적된 부담이 경기와 시장의 발걸음을 늦추고 결국 주저앉게 만듦

자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본 ➡ 추세적으로 확대되고 있고 주목할 필요가 있는 것은 노동과 자본의 양극화

- 팬데믹 이후 자본과 노동의 양극화 가속 ➡ 미국으로 투자자금 유입 가속에 비례해 미국의 노동소득분배율은 가파르게 하락하는 상황
- 가계 부문의 격차 확대도 나타나고 있지만 자본 내에서 승자독식에 의한 양극화가 매우 가파르게 진행

양극화와 경기사이클 그리고 체감경기 ➡ 양극화 심화는 체감경기를 악화시키고 순환적인 경기의 변곡점을 형성

- 노동분배율과 경제성장률의 장기추세는 같이 가지만 단기적으로는 반대로 움직임 ➡ 비용절감과 투자 증가가 단기 성장률에 먼저 반영되기 때문 ➡ 최근에는 투자 기여도 높아지며 성장률과 격차 크게 확대
- 노동소득분배율 정점과 경기순환 저점이 겹치는 모습 ➡ 양극화 심화는 체감경기를 악화시킴

양극화와 자산시장 ➡ 양극화 심화 기간과 자산가격 상승 국면은 겹침

- 양극화는 경상소득보다는 자산소득에 더 긍정적 ➡ 미국 노동소득분배율과 경상소득대비 순자산 배율은 1980년 이후 장기추세와 단기 순환 모두 역의 상관관계를 가짐
- 양극화 확대되는 시기 주식 Valuation Multiple과 영업이익 및 ROE 상승

양극화와 유동성 공급 및 금리 ➡ 대규모 유동성 공급이 실물보다는 자산을 더 많이 자극하고 양극화도 더 확대 시키고 있음

- 낮은 금리는 자본 도입 비용은 낮게해 자본기여율을 높이고 노동소득분배율은 낮춰왔음. 하지만 최근에는 노동소득기여율이 크게 낮아지고 있음에도 불구하고 금리 상승 ➡ 양적완화로 인한 기조적인 인플레이션 압력
- 뚜렷한 역의 관계를 보여주는 마셜k와 노동소득분배율 ➡ 실물 부문이 흡수할 수 있는 것 이상의 유동성이 자산시장으로 흘러 자산 가격을 상승시키고 자산가격 상승의 수혜는 노동보다는 자본이 볼 뿐 아니라 노동 내에서의 격차도 확대 시킴

Executive Summary

✓ Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

➡ 가장 중요한 경로는 양극화 확대로 인한 신용위험 점증 ➡ 사모신용 문제도 그 연장선

불안을 키우는 미국 사모 대출 우려 ➡ 빠르게 증가한 규모와 눈에 띄게 늘어나는 부실은 과거 신용 위기의 기억을 자극

- 여러가지 우려에도 불구하고 사모신용시장은 빠르게 성장 중 ➡ 자산시장 호황 바탕으로 점점 더 고수익을 추구하는 경향과 맞닿아 있음. 하지만 향후 부실화될 수 있는 규모도 그만큼 커지고 있는 것은 아닐까?
- 부담과 불안이 점증하는 사모신용 문제 ➡ 부도율은 증가하고 환매 수요는 늘어나고…

미국 사모 대출 문제의 출발점은? ➡ 양극화로 인한 위험 증가 ➡ AI로의 투자자금 쏠림 ➡ 약한 고리부터 부도위험 상승

- 노동 소득 약화는 자산 유지에 대한 부담 증가로 연결되고 지속되는 고금리는 부담을 더 가중시킴 ➡ 가계 건전성 약화 의미
- 표면적으로 안정되어 있는 기업신용. 하지만 장기 고정 부담이 높아진 기업 부채와 양극화 심화되는 기업 경기 ➡ 소리없이 증가하는 파산
- 양극화와 신용위험 지표는 높은 역 상관관계 형성
- 사모신용 불안을 더 자극하는 AI 투자에 대한 우려. 하지만 사모신용의 구조적 취약성이 드러나기 시작한 것이 2025년 9월 서브프라임 중고차딜러십 및 할부금융회사인 '트라이컬러 홀딩스'와 자동차애프터마켓 부품 제조 유통 회사인 '퍼스트 브랜드 그룹 ' 파산이라는 것을 생각해 볼 필요
- AI 투자로 인해 우려가 증폭되고 있으나 실제 파산은 양극화의 소외된 부분에서 발생하고 있고 신용등급 하향도 미래에 대한 기대보다는 현재의 부실에 기반하고 있다는 점

2008? or 2023? ➡ 2008년 금융위기보다는 2023년 미 지방은행 사태와 비슷한 규모와 흐름으로 전개될 듯

- 이해관계자가 광범위할 수 밖에 없는 사모신용 시장. 그리고 사모신용시장 커지는 것에 비례해 미 은행의 NBFI 대출 규모도 빠르게 증가. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 크게 강화된 시중은행 건전성 규제와 은행 총자산 중 사모신용기관 대출은 1.2%에 불과한 규모 등을 감안하면 금융위기 가능성 낮음
- 미 시중은행보다는 약한 고리인 지방은행 부실 주목 ➡ 양극화되어 있는 미국 은행 업계와 쉽지 않은 중소형은행의 영업 환경 그리고 구조적인 문제

Executive Summary

✓ The boiling point: 임계점이 존재하나?

➡ 압력이 높아진 불안을 현실화 시키는 것은 금리

양적완화와 관세 그리고 이란 사태 ➡ 불안은 결국 인플레이션으로 귀결

- 적극적인 유동성 공급의 이면, 높은 물가 ➡ 잉여유동성이 금융안정에 도움을 주고 있지만 물가 부담을 지속적으로 누적시키고 있음
- 트럼프 관세로 인한 영향은 2025년보다 오히려 2026년 더 본격적으로 반영
- 이란 사태로 인한 우려. 핵심은 유가를 통한 인플레이션 ➡ 교역과 성장을 직접적으로 위축시키는 효과보다 비용 상승과 고금리를 통해 더 누적적으로 영향을 미침

중앙은행의 소극적인 대응 ➡ 금리인하의 명분을 위축시키는 인플레이션 압력

- 금리 인하 명분은 약한 상황 ➡ 수요측면의 인플레이션 압력을 보여주고 연준 금리와 연관성이 높은 GDP GAP 등을 보면 적극적인 금리 인하를 이야기하기 쉽지 않음
- 이란 사태로 인한 유가 상승과 늘어지고 있는 트럼프 관세 영향도 가세

성장과 맞바꾼 불안과 부담 ➡ 가파르게 증가하는 재정적자 ➡ 부담스러운 채권시장

- 위기 대응 및 경기 부양과 맞바꾼 재정적자 그리고 팬데믹 이전과는 비교하기 어려운 재정 불확실성
- 불확실성은 정부 부채 증가로 연결 ➡ 이란 사태는 미 정부 재정 부담을 당연히 더 크게 늘림
- 재정적자와 금리는 논쟁적인 주제 ➡ 재정적자 확대는 단기적으로 채권 발행 압력 증가로 받아들여져 금리 상승요인으로 인식되지만 장기적으로 보면 같은 방향으로 움직임
- 지난해 프랑스 사태나 2012년 유럽 재정위기처럼 재정문제는 신용 문제의 촉발점될 수 있음

중간 선거를 앞둔 트럼프 ➡ 관세에서 감세로 옮겨갈 정책 초점 ➡ 미 장단기 금리 가파른 상승 우려

- 2025년 관세에 주목했다면 2026년에는 감세에 주목
- 감세를 주목하는 이유 ➡ 감세는 경기 부양 효과라는 긍정적인 측면이 있지만 재정악화라는 부정적인 영향도 피할 수 없고 재정수지와 미국 장단기금리 차는 매우 밀접한 관계를 맺으며 움직이기 때문

1

불확실한 미래에 대한 투자가 견인하는 경기
➡ 그 과정에서 심화되는 양극화

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point : 임계점이 존재하나?

1-1

AI가 견인하는 투자, 더 확장적인 재정 그리고 지속적인 통화공급

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

➡ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제

➡ 투자와 경쟁에 집중하는 이유

➡ 가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제

➡ 고용 없는 과열된 경기

➡ 한국형 'K 경기'

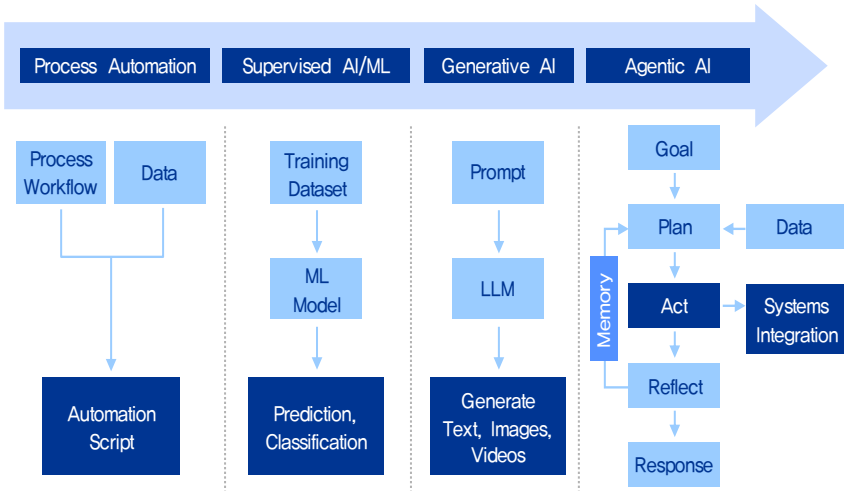
II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

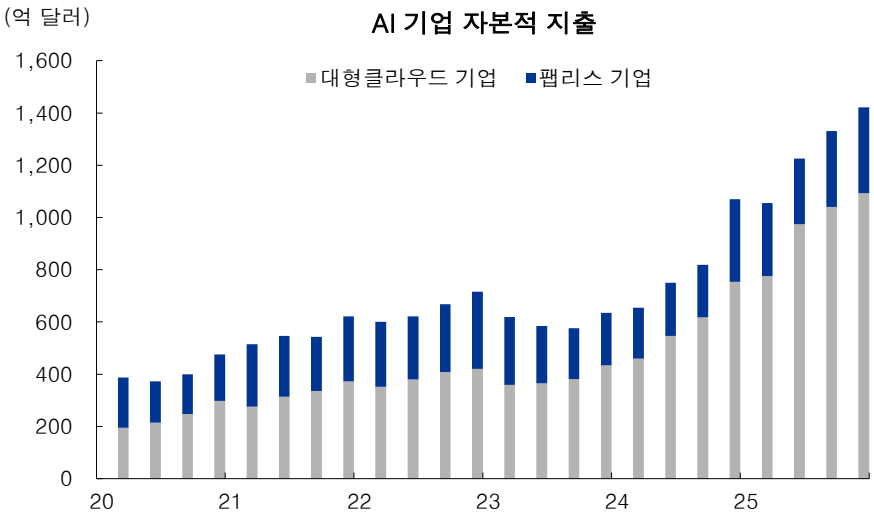
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

과열 논란 있지만 AI에 대한 경쟁적 지출 지속

진화하고 있는 AI 기술

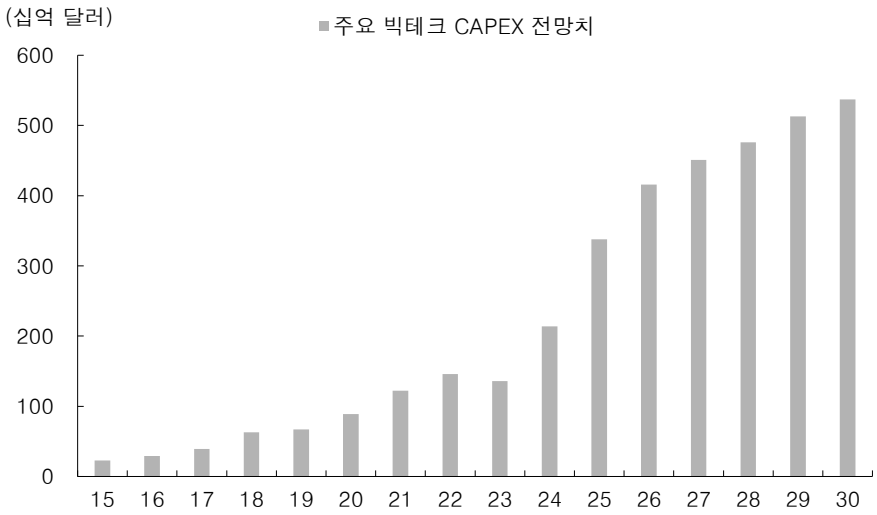


대규모 자본을 소모하는 AI 기술 발전에 맞춰 관련 투자 가파르게 증가



글로벌 테크 거인들이 투자를 주도

기업들이나 나라들 모두 Chicken Game의 양상?

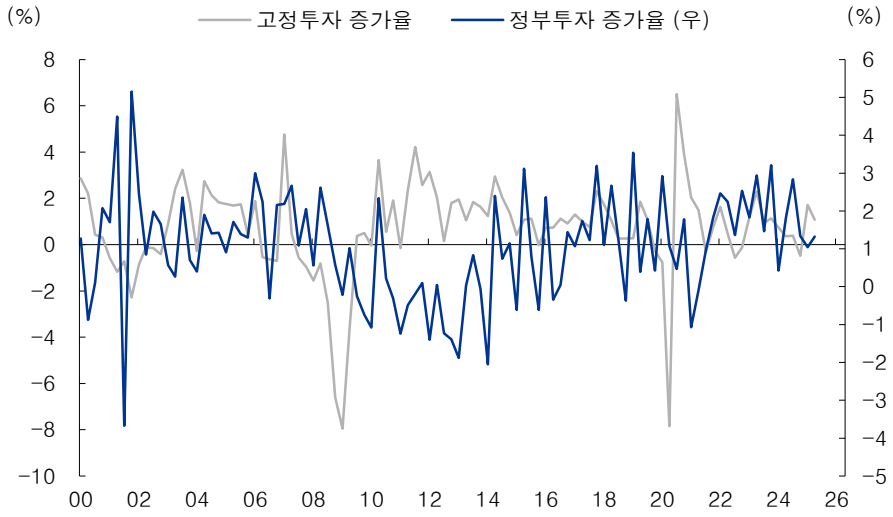


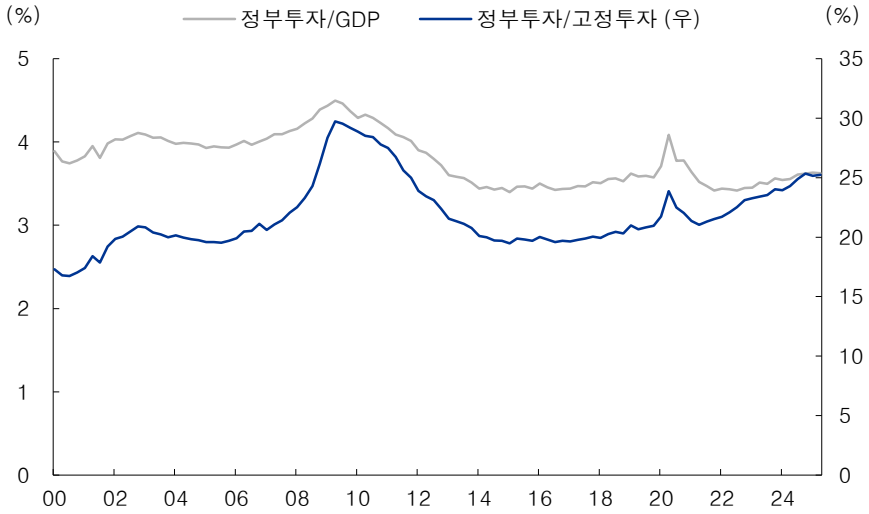
자료: Bloomberg, OMDIA, S&P global market Intelligence, IBK투자증권

투자를 이끌어가는 것은 적극적인 재정지출

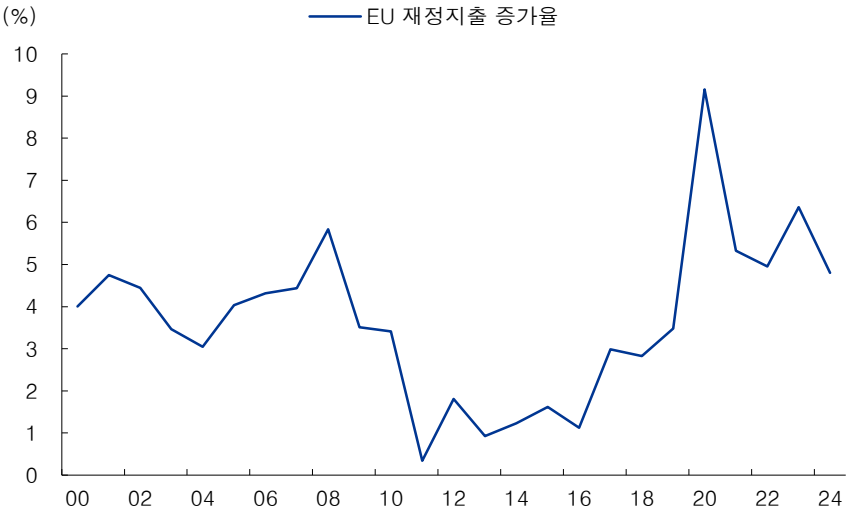
정부투자가 전체 고정 투자를 이끌어가는 미국

전체 고정투자에서 정부 투자가 차지하는 비중 빠르게 증가





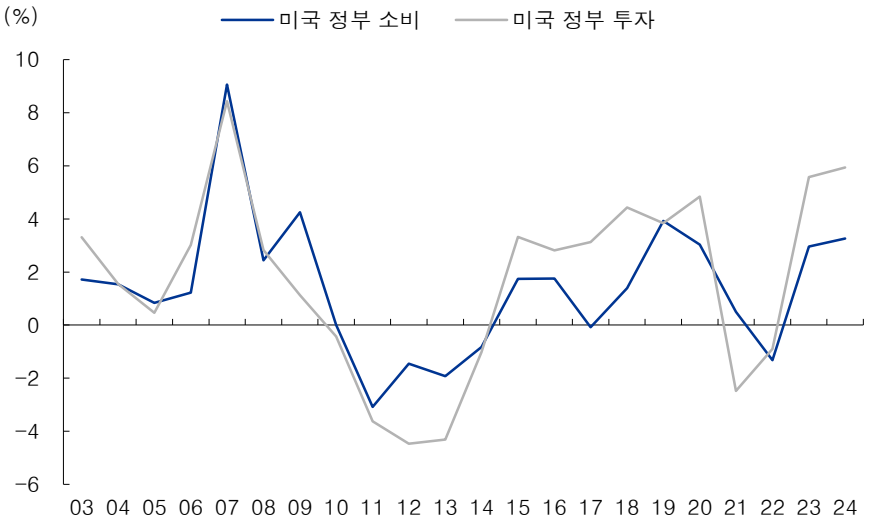
명목 경제성장률을 크게 웃도는 EU의 재정지출 증가율



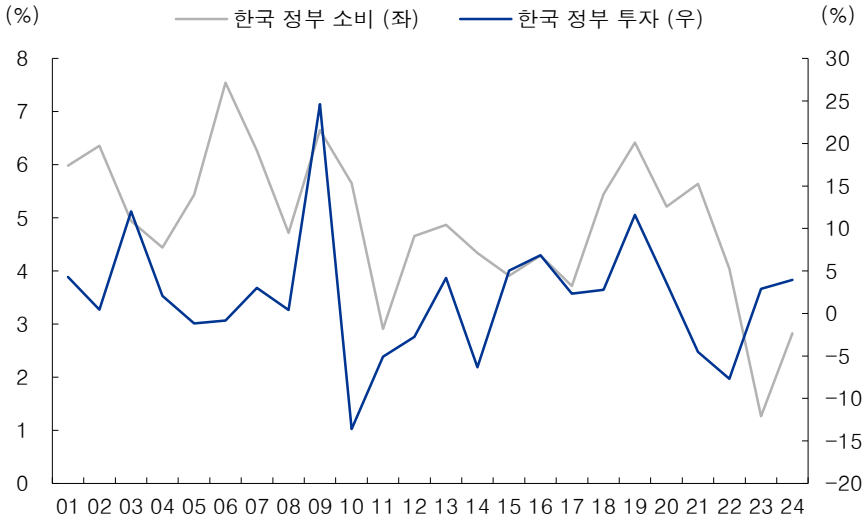
자료: Bloomberg, BEA, Eurostat, IBK투자증권

정부가 적극적으로 역할을 하는 시대

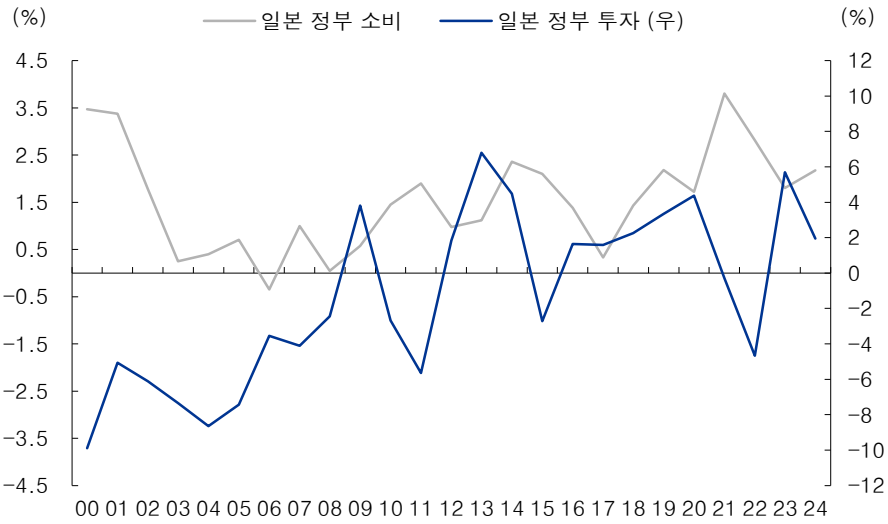
미국 정부는 스스로 투자와 소비의 주체로 부각시키는 모습



한국 정부도 투자를 늘리기 시작



아베 정부 이후 소비와 투자에서 역할을 늘려 오고 있는 일본

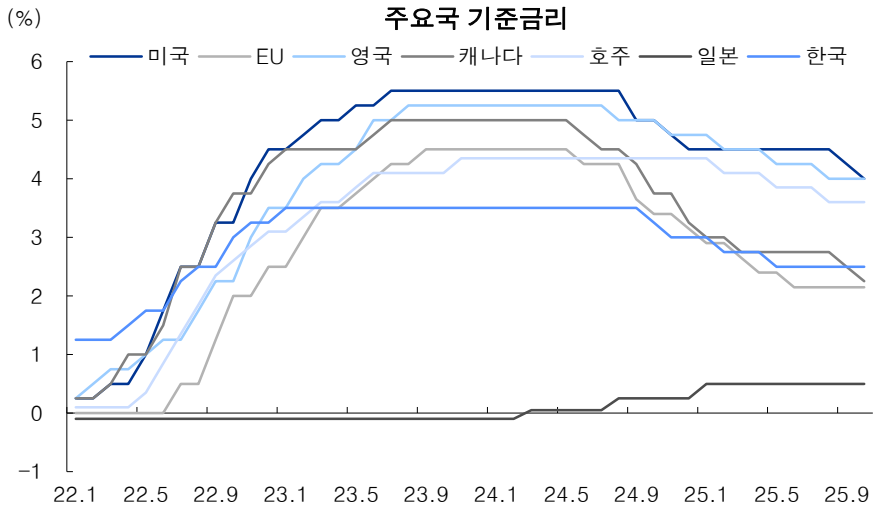


자료: Bloomberg, IBK투자증권

또 다른 축은 이완적인 통화정책

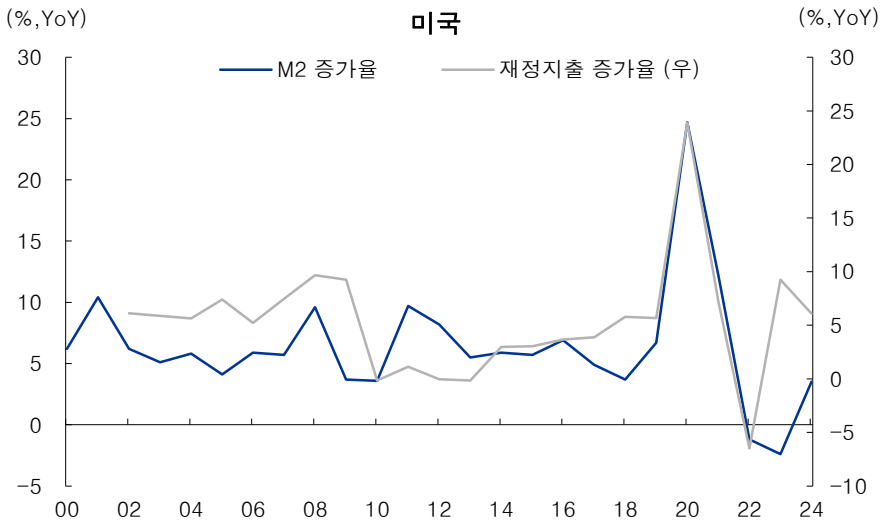
글로벌 기준금리는 아직 인하 사이클에 있음

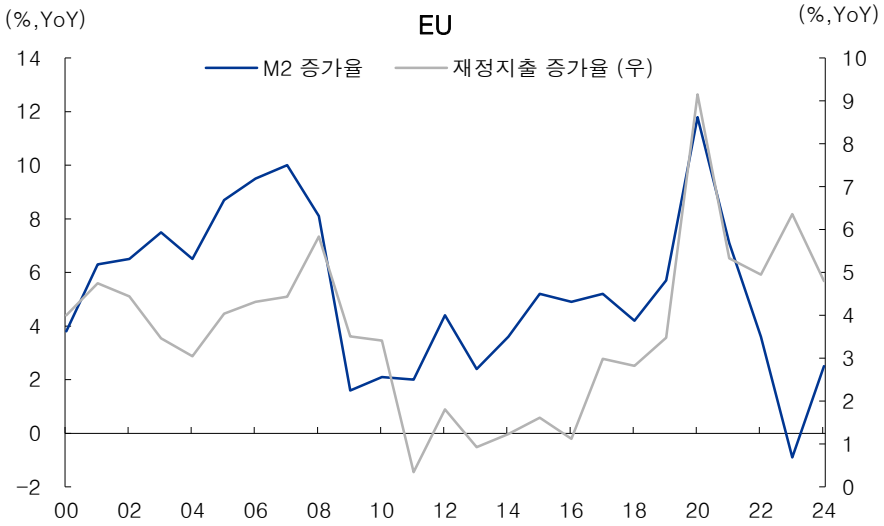
다만 이란 사태 여파로 하반기 통화정책 기조는 유동적이지만 장기전으로 흐르지 않는다면 긴축으로의 전환 가능성은 낮음



적극적인 재정정책 외에 양적인 정책을 동원해 대규모 유동성을 공급한 미국과 유럽

유동성 효과가 누적적으로 반영 중





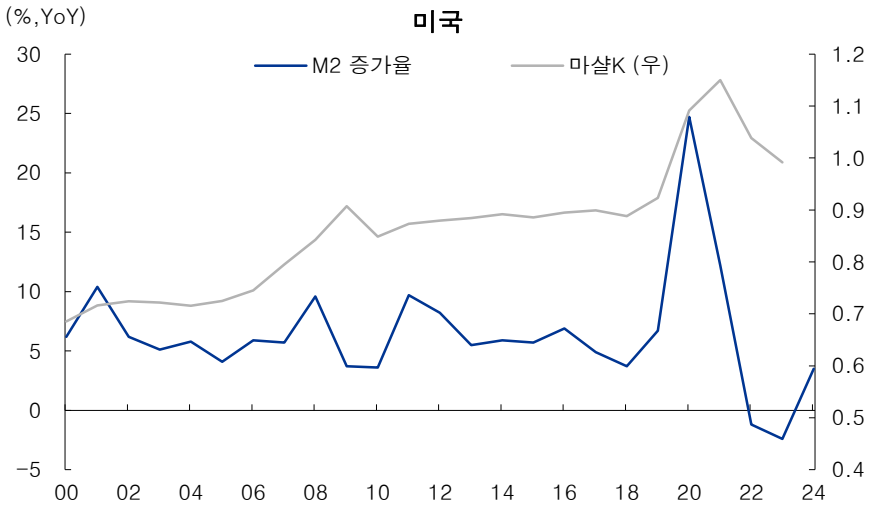
자료: Bloomberg, IBK투자증권

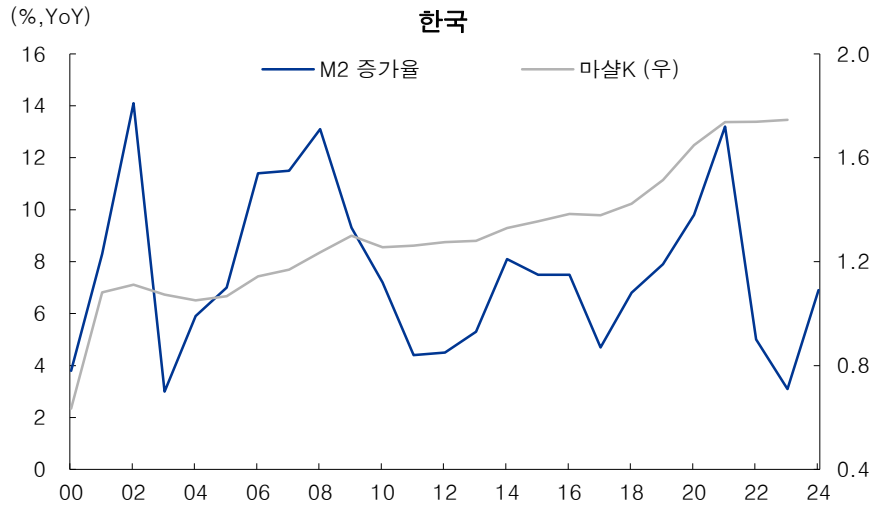
잉여 유동성 지속적으로 누적됨

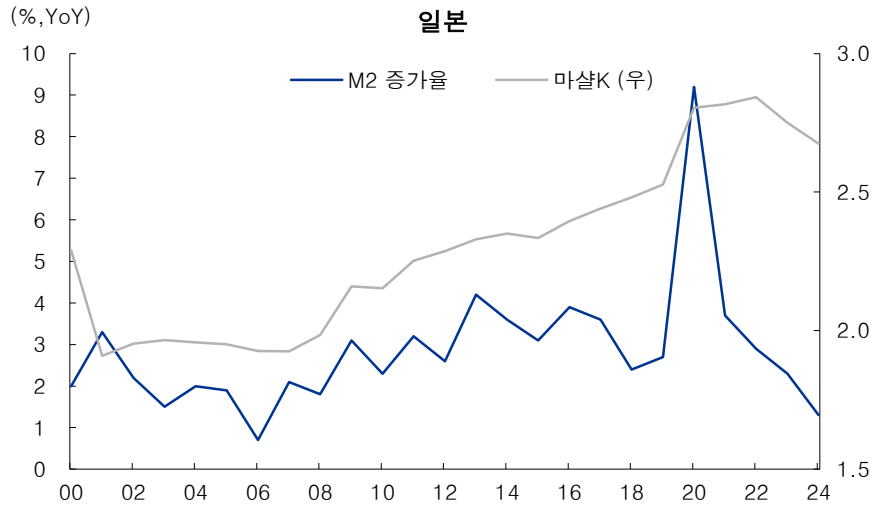
'Marshallian K'는 통화 공급(Money Supply)과 통화 수요(Money Demand, 명목GDP) 간의 비율을 보여주는 지표

시장 내 유동성(Liquidity)의 과잉 또는 부족을 판단하는 데 사용. 통화 공급이 명목 GDP보다 높으면 시장에 유동성이 풍부해짐을 의미

미국을 비롯한 주요국들은 팬데믹 국면에서 적극적인 통화정책을 운용함으로써 마셜K가 지속적으로 상승하는 흐름







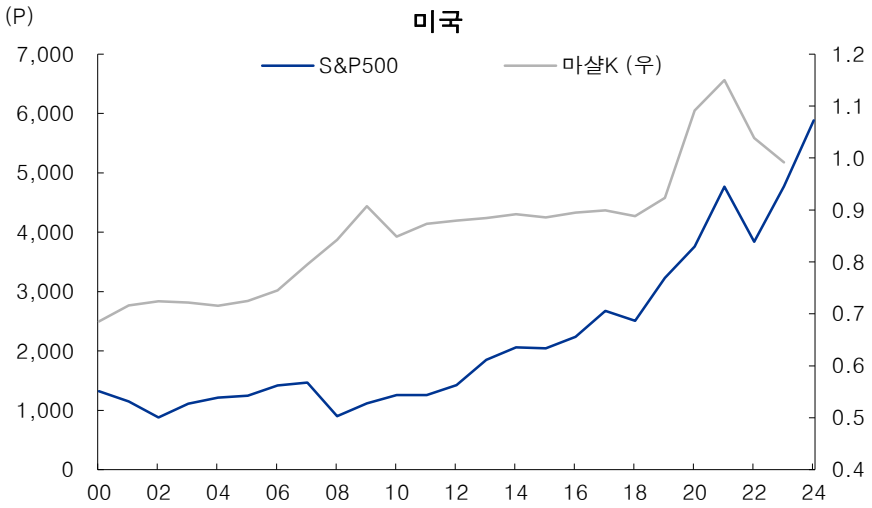
자료: Bloomberg, IBK투자증권

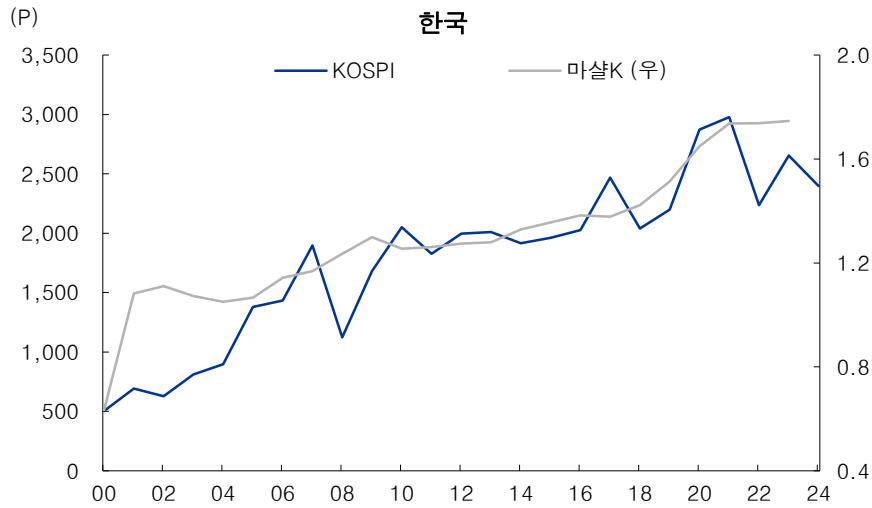
글로벌 자산 가격 상승의 동인

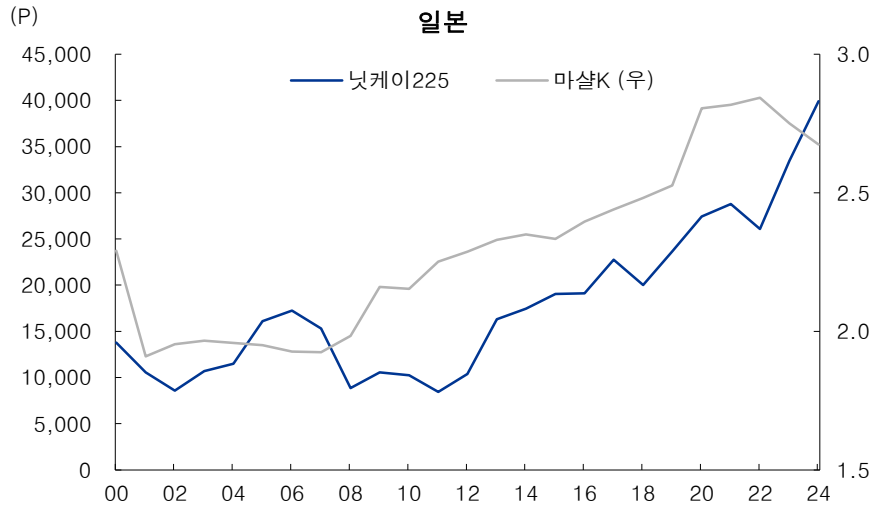
'에브리씽 랠리'로 불리는 자산 가격 급등의 가장 중요한 동인은 유동성

잉여 유동성을 기반으로 한 자산 가격 상승은 'Wealth effect'을 통해 다시 경기 흐름과 연결

➡ 자산 가격의 상승은 빈부격차를 확대하는 요인







자료: Bloomberg, IBK투자증권

1-2

세계화 종료 하지만 새로운 패러다임은 아직
➡분절화로 인한 마찰과 미래에 대한 불안

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

- ➡ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➡ 투자와 경쟁에 집중하는 이유
- ➡ 가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제
- ➡ 고용 없는 과열된 경기
- ➡ 한국형 'K 경기'

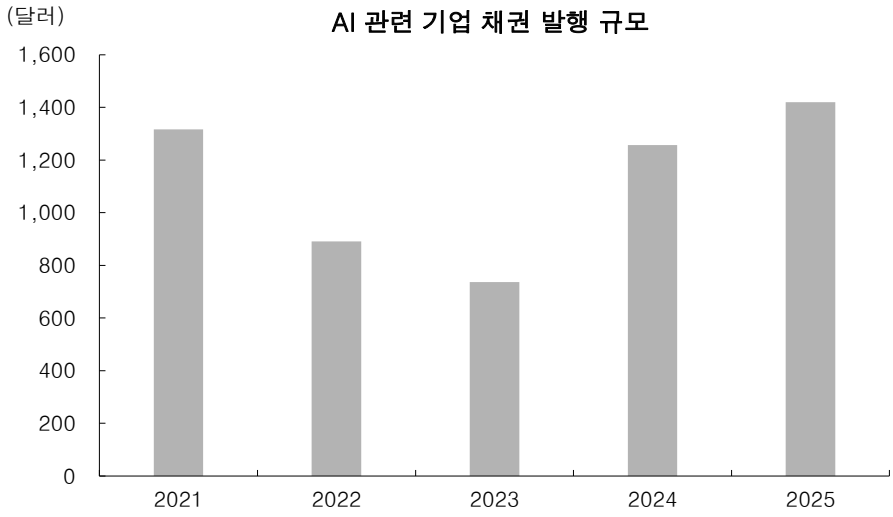
II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

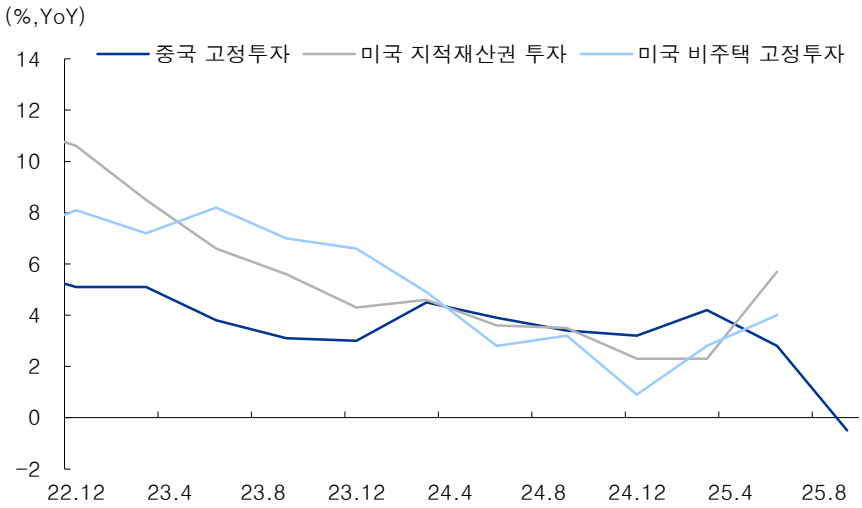
미래와 진영을 선점하기 위한 경쟁

금융시장의 자금도 빠르게 빨아들이고 있음

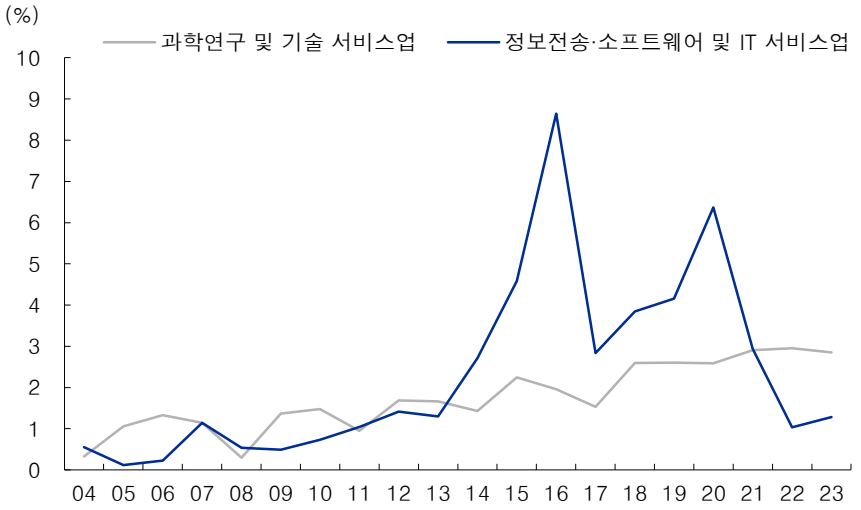


미국과 중국의 치열한 경쟁

지적재산에 대한 투자가 두드러지는 미국



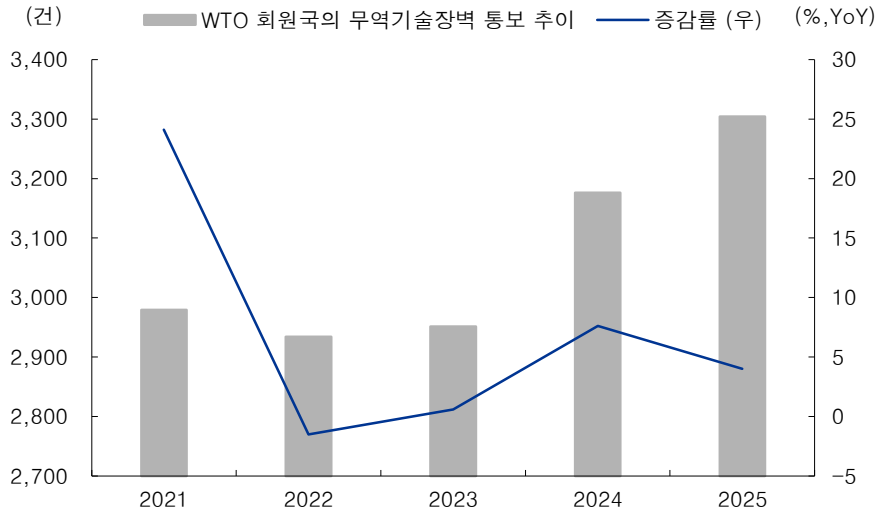
미국의 견제를 뚫고 첨단 산업에 집중하는 중국의 대외직접투자



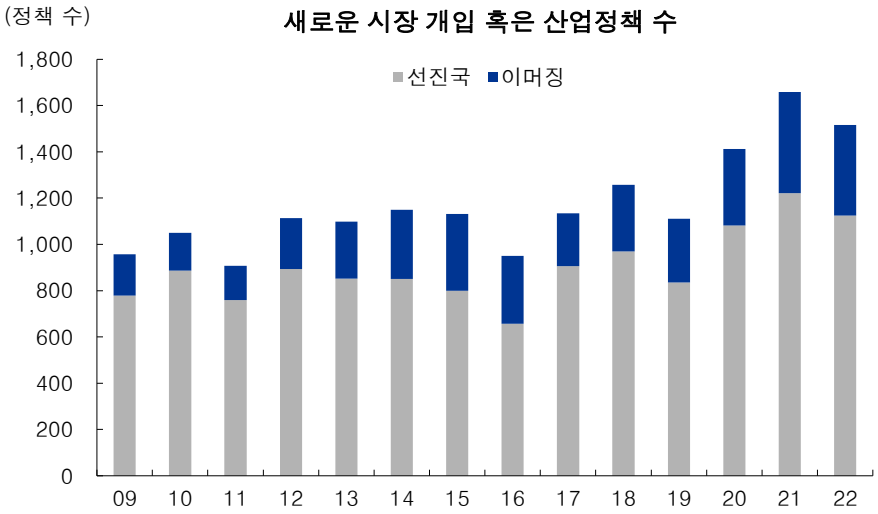
자료: Bloomberg, 중국국가통계국, IBK투자증권

이유는 세계화를 종료 시킨 높은 장벽과 마찰

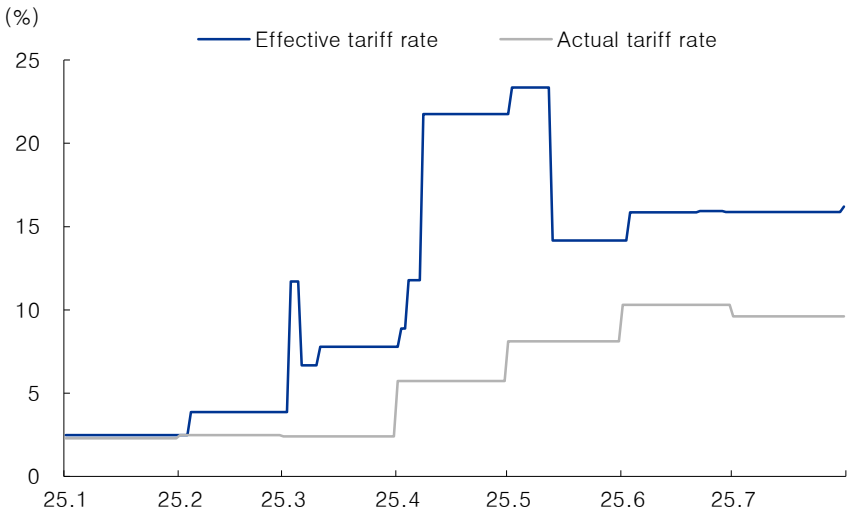
비관세 장벽 역시 가파르게 높아지는 흐름



보호무역 및 자국 우선 주의가 팽배해짐에 따라 정부들의 개입과 간섭도 증가



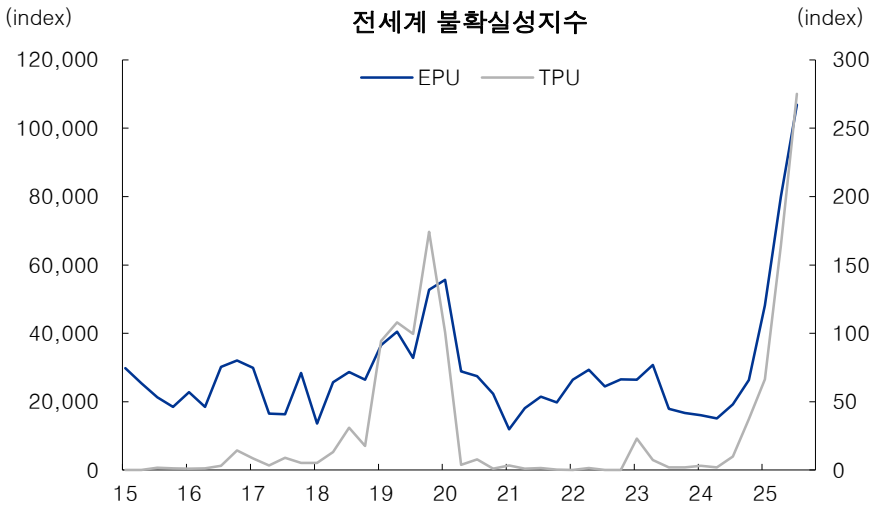
미국 관세 압력은 계속 높아지고 있으며 관세율 결정에 대한 불확실성도 아직 진행 중



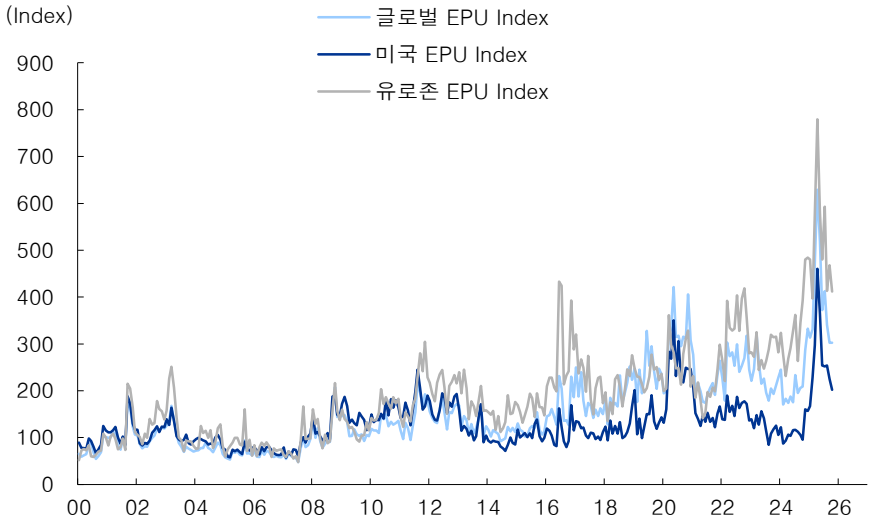
자료: Bloomberg, IMF, IBK투자증권

크게 높아진 경제정책 및 무역관련 불확실성

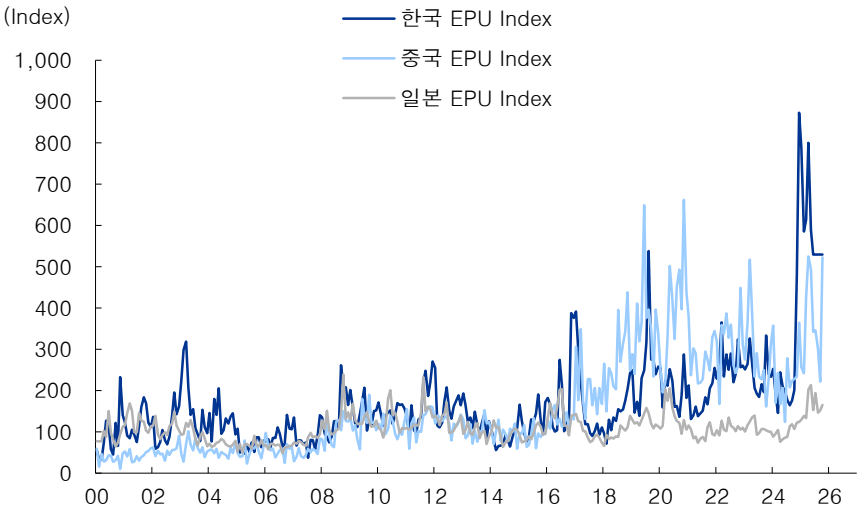
경제정책과 무역관련 정책 불확실성은 여전히 매우 높은 상황



2025년 상반기 고점보다는 낮아지는 듯하지만 절대적으로 매우 높은 수준이고 서베이 데이터 특성상 익숙해진 부분도 반영된 결과



대외 의존도 높은 우리나라의 불확실성이 일본이나 중국보다 높은 게 눈에 띔

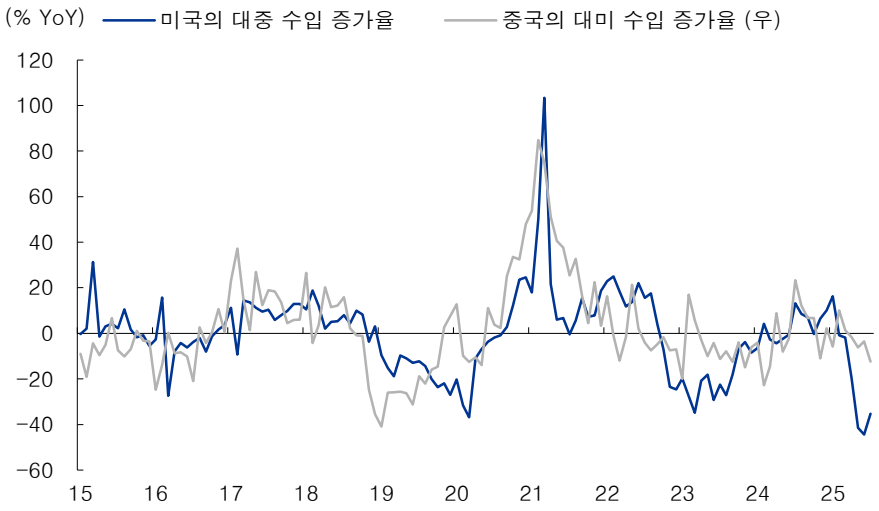


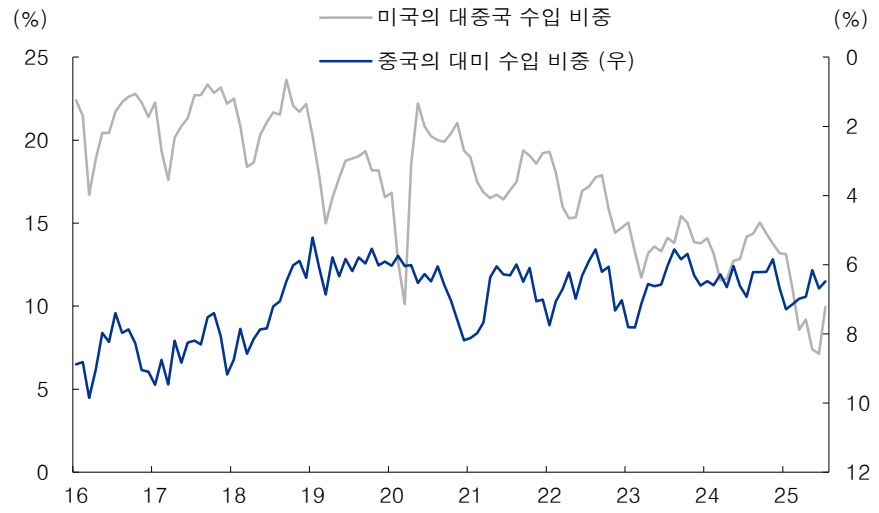
자료: TPU, EPU, IBK투자증권

더 멀어지는 미국과 중국

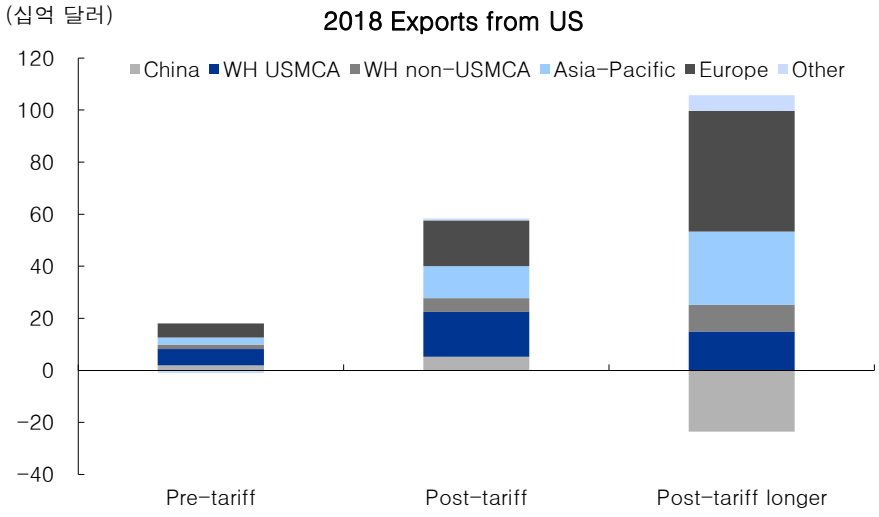
미국과 중국은 서로의 경제적 영향력에서 빠르게 벗어나려고 노력 중

보복관세 등을 부과하며 서로에 대한 수입을 줄이고 있는 것도 한 부분





2018년
– 1차 미중 관세 전쟁

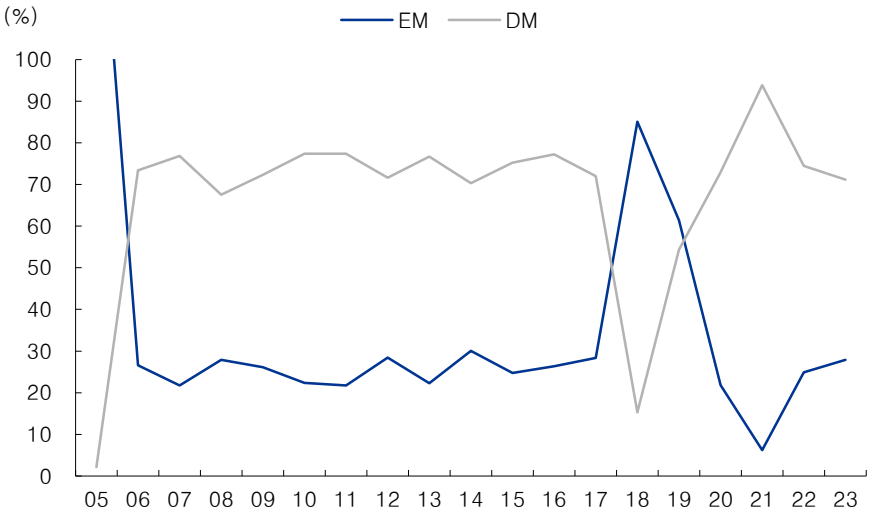


자료: Bloomberg, IBK투자증권

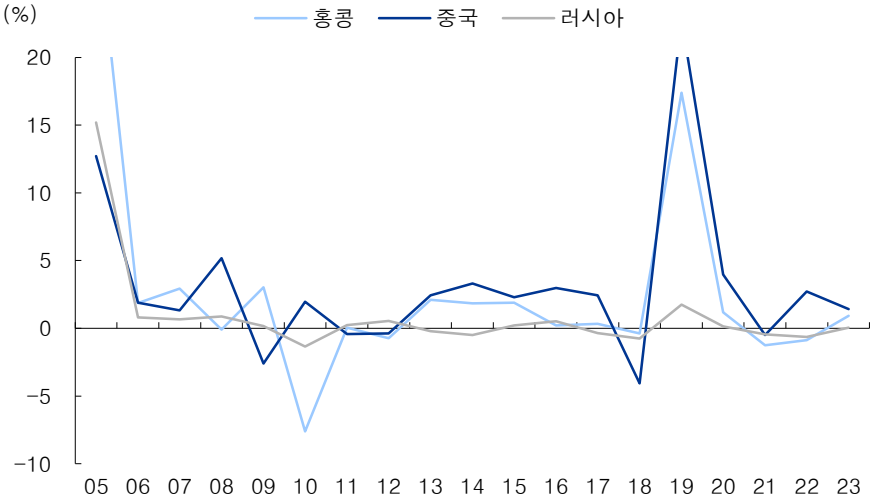
글로벌 경제의 분절화를 보여주는 미국의 투자

분절화(Fragmentation): 세계화(Globalization)에 대응되는 개념으로 정치적 또는 경제적 갈등으로 글로벌 교역이나 경제가 파편화 되는 것 의미

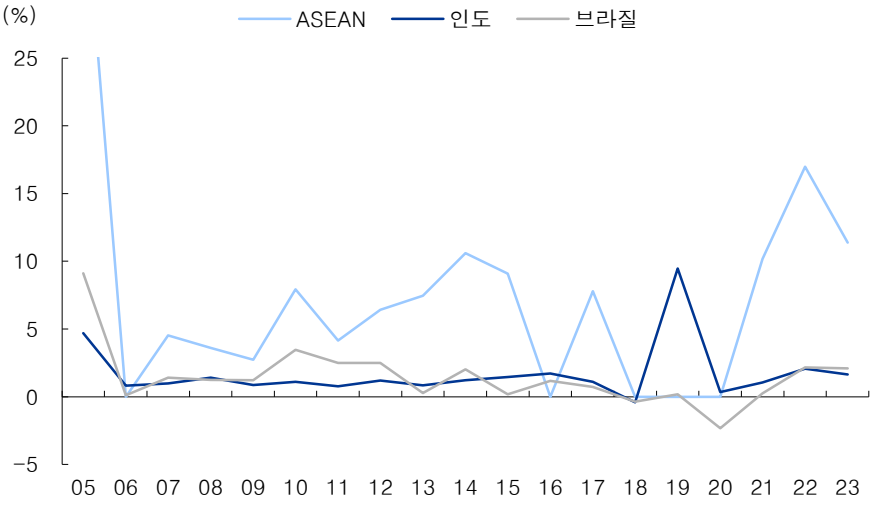
미국의 대외직접투자는 세계화시기 비용을 따라 신흥국으로 향하던 것이 정치적 경제적으로 동질성이 높은 선진국으로 되돌려지는 흐름



반면, 정치적으로 대립하는 지역에 대해서는 경제적 필요가 여전히 큼에도 불구하고 투자를 줄이는 흐름



과거 낮은 비용과 안정적인 물가를 목적으로 한 중국에 대한 투자는 인도를 거쳐 ASEAN으로 집중되는 모습

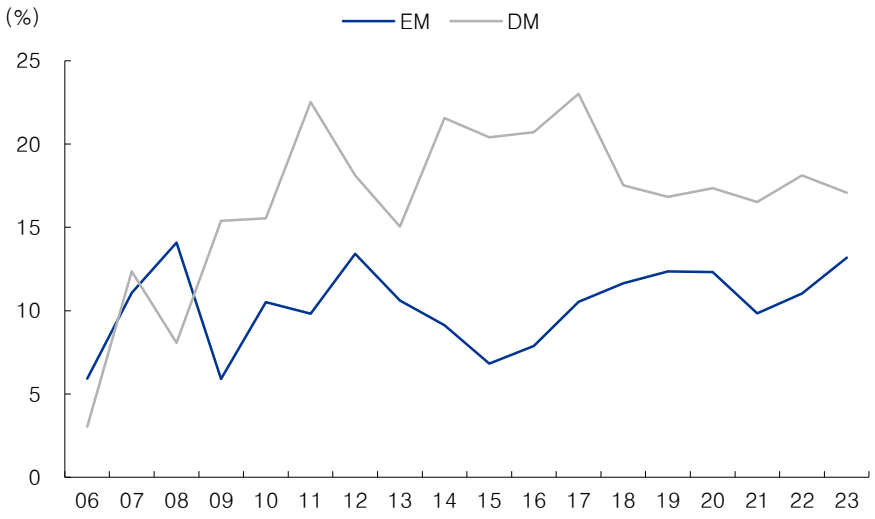


자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

중국도 마찬가지 ➡ 글로벌 중복투자 위험 증가

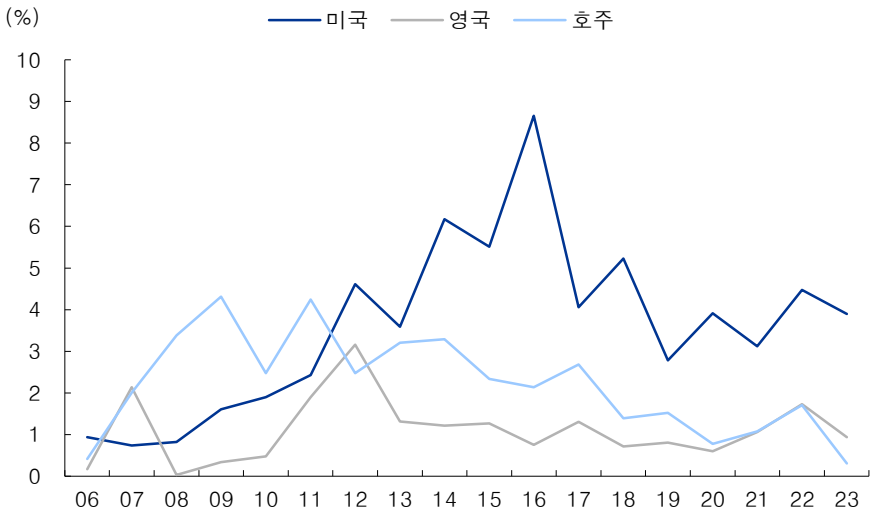
중국의 대외직접투자는 신흥국 비중 늘고 선진국 비중 줄어드는 흐름

중국의 선진국 투자 필요성 여전히 높지만 선진국들에서 중국 투자 꺼리는 흐름



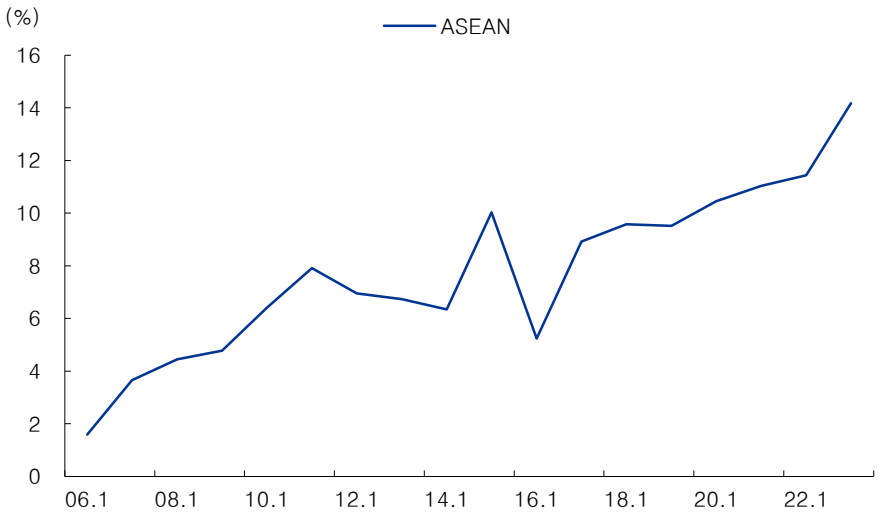
하지만 중국도 정치적인 갈등 투자에 고려. 대표적으로 중국에 적대적인 오커스(AUKUS)국가들에 대한 투자 축소

(오커스(AUKUS)는 미국, 영국, 호주가 2021년 9월 결성한 인도 · 태평양 지역의 3자 안보 파트너십으로, 중국의 영향력 확대를 견제하고 역내 평화와 안정을 목표로 하는 군사 · 기술 동맹)



신흥국 중 아세안 지역에 대한 중국의 투자 비중 확대가 인상적임

높아진 중국 생산비용의 대체재가 되고 있고 미국 등의 압박에 대한 우회로 역할을 하기 때문



자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

1-3

기술과 자본에 집중된 투자 ➡ 팬데믹 이후 투입된 노동과 부가가치 합의 괴리 심화

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

➡ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제

➡ 투자와 경쟁에 집중하는 이유

➡ 가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제

➡ 고용 없는 과열된 경기

➡ 한국형 'K 경기'

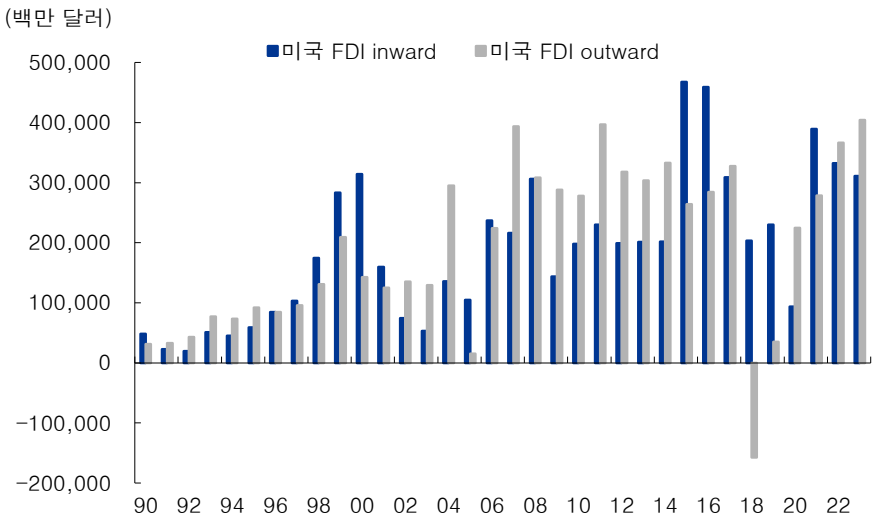
II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

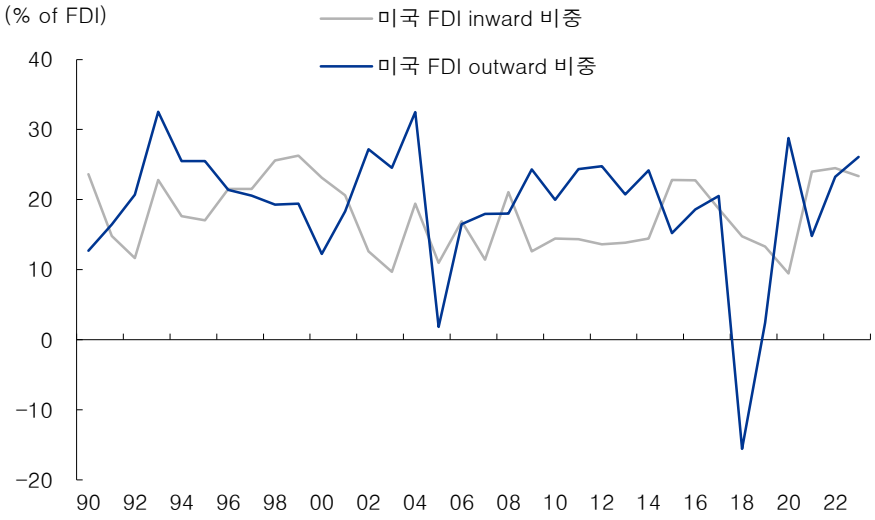
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

2018년 이후 미국 FDI는 상승 추세로 전환

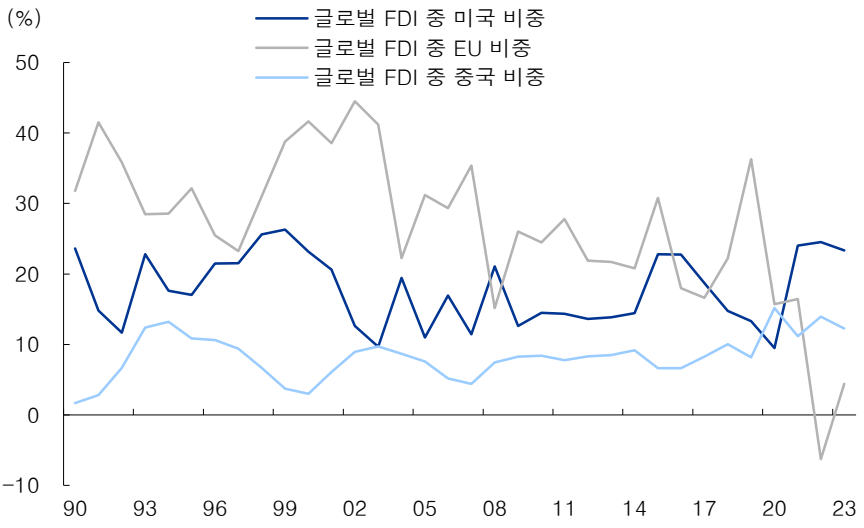
2018년 미국과 중국의 1차 무역전쟁은 세계화 시대가 마무리되고 분절화가 본격적으로 시작되는 분기점 역할



이 시기를 기점으로 미국으로의 직접투자가 빠르게 증가하기 시작했고 2020년 코로나 팬데믹으로 인한 연준의 두번째 양적완화 이후 미국의 대외 직접투자도 반등



팬데믹 국면 들어 미국의 비중이 가파르게 증가 ➡ 초기 유럽의 몫을 가져왔다면 최근에는 중국의 몫을 가져오는 중 ➡ 반도체법이나 중국에 대한 견제 등 정치적인 부분도 영향을 미쳤겠지만 본질적으로는 미국의 경쟁력 강화가 원인



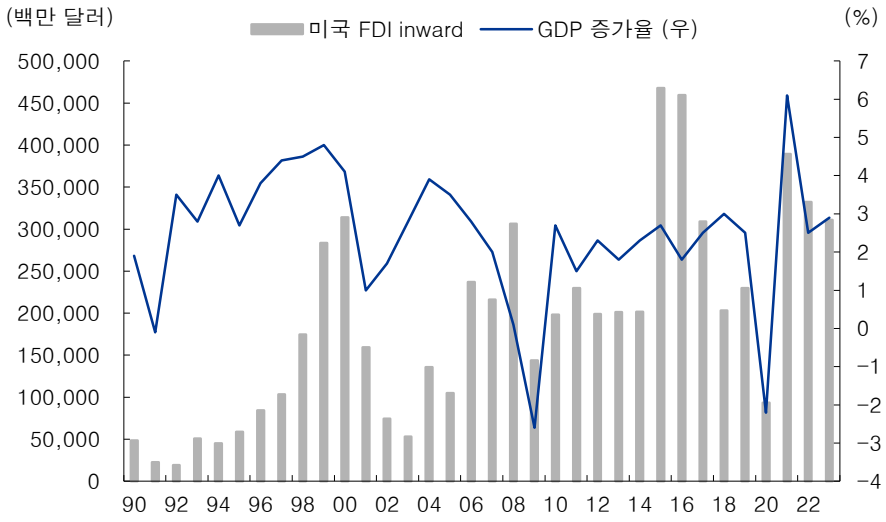
자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

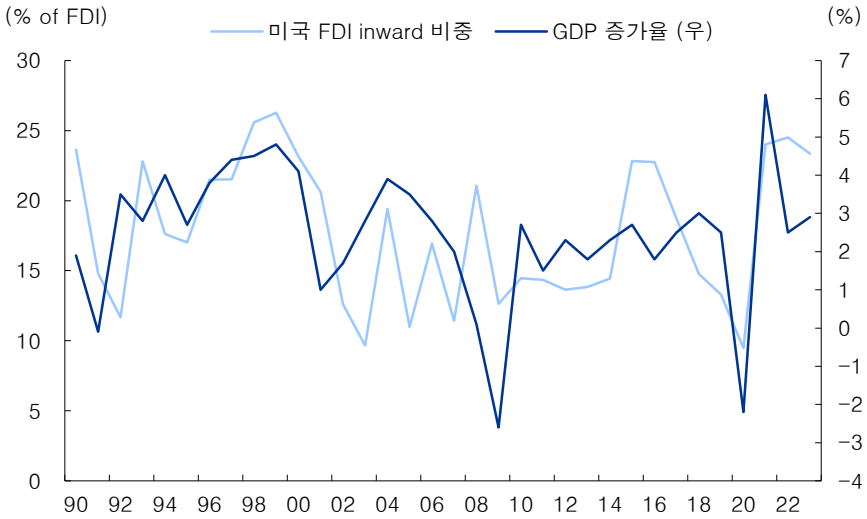
FDI는 GDP와 연동. 하지만 더 중요한 것은…

미국의 단기성장률에는 Inward FDI보다 Outward FDI이 더 중요하게 작용

늘 적자인 상품수지보다는 막대한 투자소득수지와 자본수지가 GDP 성장률에 기여도가 높기 때문

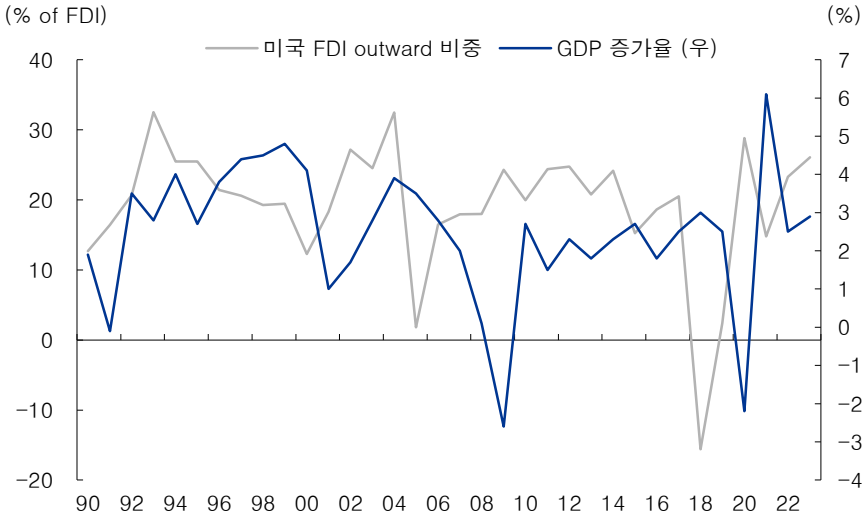
또한 투자비중보다 소비 비중이 월등히 높다는 점도 영향





GDP 미국은 대외 투자가 중요한 나라

투자소득수지와 자본수지 비중이 크고 잘 갖춰진 금융여건으로 인해 투자 수지가 소비로 연결되는 통로도 다양

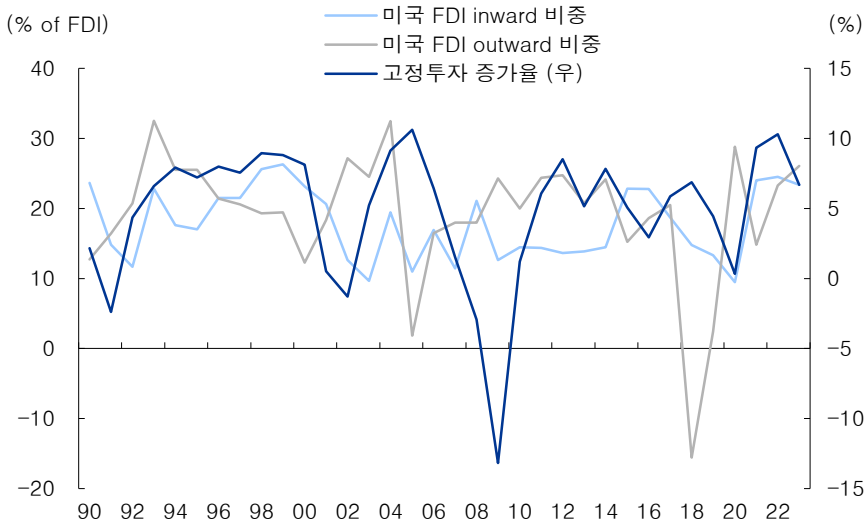


자료: Bloomberg, UNCTAD, OECD, IBK투자증권

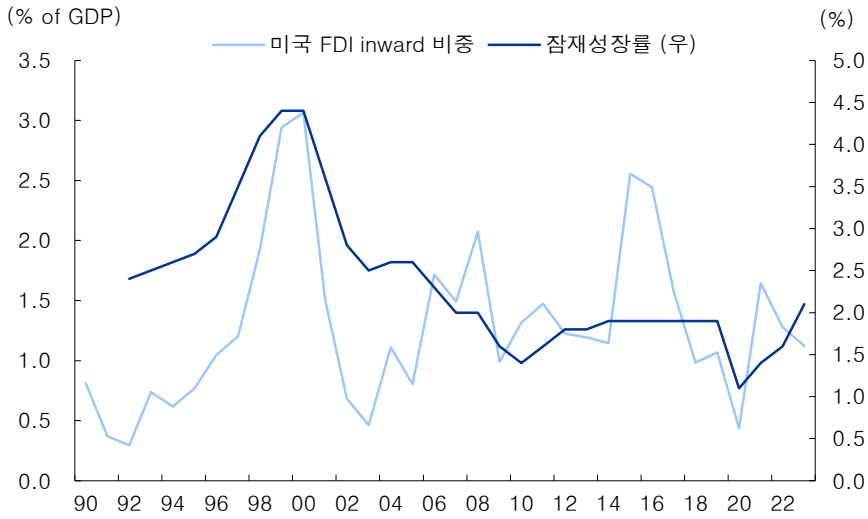
고정투자를 거쳐 결국 잠재성장률과 연결

세계 최대의 투자국이자 선진국인 미국도 FDI 증가는 높은 고정투자 증가율과 연결됨

결국 FDI는 미국에서도 성장 잠재력에 영향을 미침

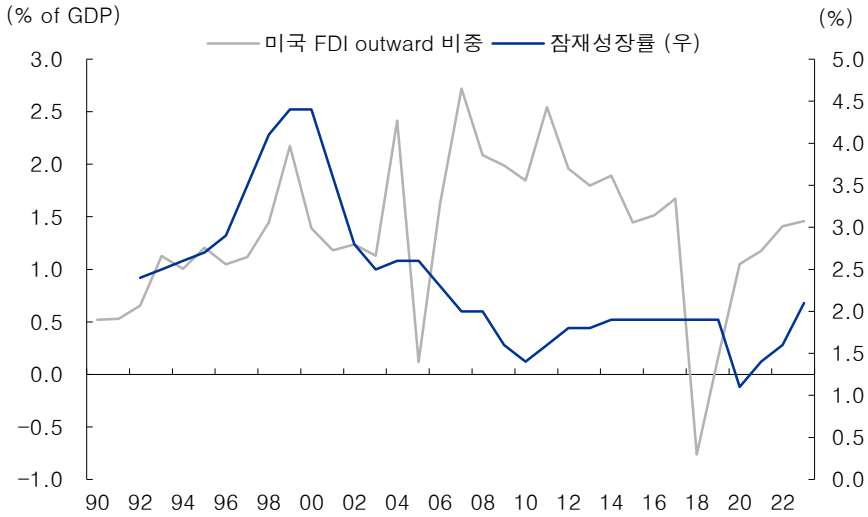


소비와 투자소득수지의 비중이 높은 만큼 대외 직접투자가 단기적인 경제성장률에 더 영향을 많이 미치지만 비중은 적더라도 미국 내에 고정자산이 축적되는 Greenfield 중심의 FDI는 장기간 누적적으로 미국 경제에 영향을 미친다는 의미



Outward FDI 투자는 단기 경제성장률과 달리 잠재성장률과는 별 관계를 형성하지 못함

2017년 이후 미국 투자 정책이 대대적으로 투자 유치 쪽으로 바뀌게 된 이유



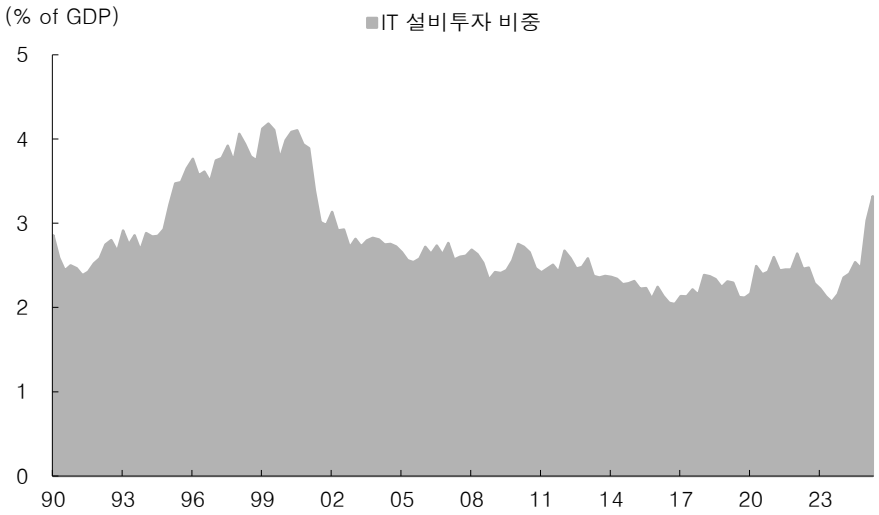
자료: Bloomberg, UNCTAD, OECD, IBK투자증권

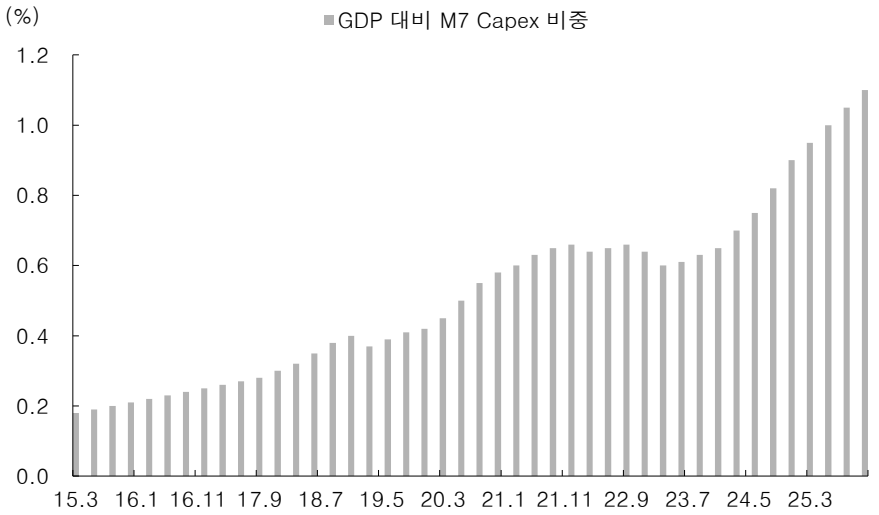
적극적인 정부 지원 맞물림

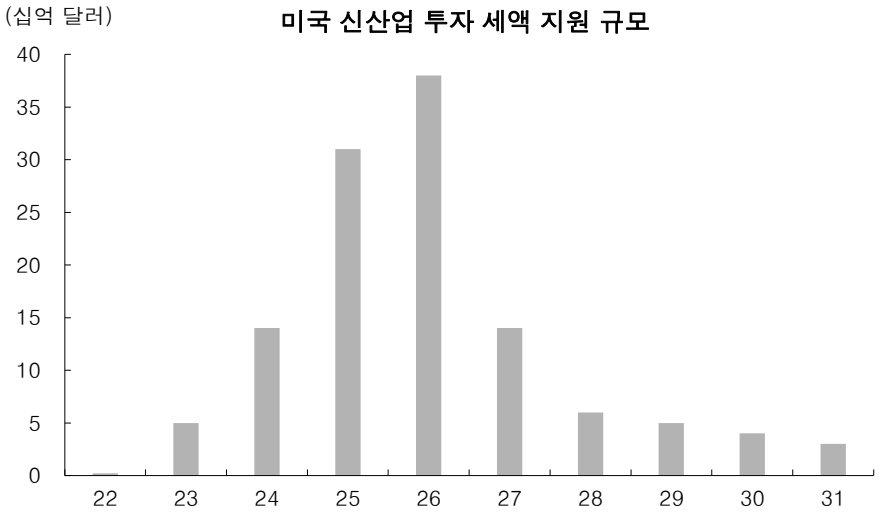
관련 기업들의 투자가 전체 투자를 견인하고 있지만 그 배경은 미국 정부의 적극적인 지원

미래의 먹거리라는 경제적인 동인이 가장 크겠지만 중국과의 헤게모니 경쟁과 같은 정치적 동기도 작용 중으로 볼 수 있음

세계화 기간 지속적으로 줄어들던 미국의 투자 비중은 분절화 이후 가파르게 증가



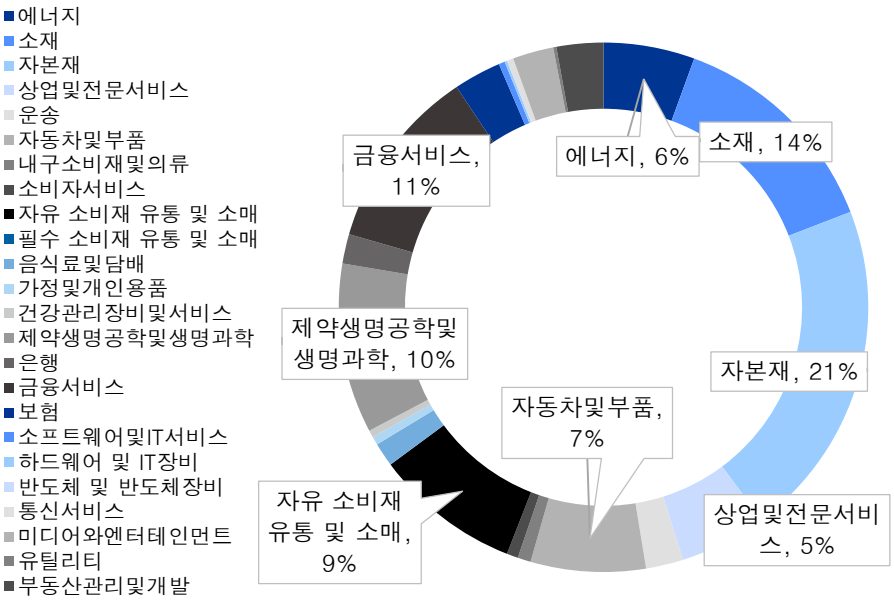




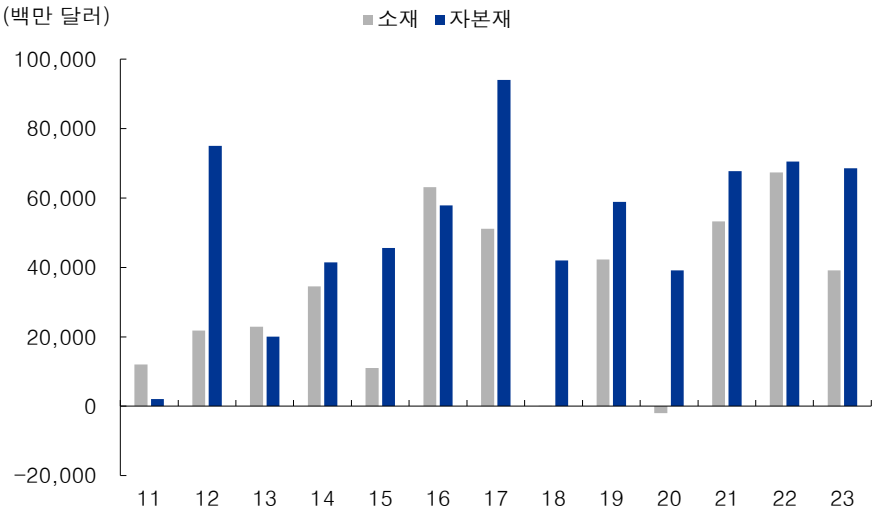
자료: Bloomberg BEA,, IBK투자증권

미국 정부는 어디에 투자하고 싶어 하나?

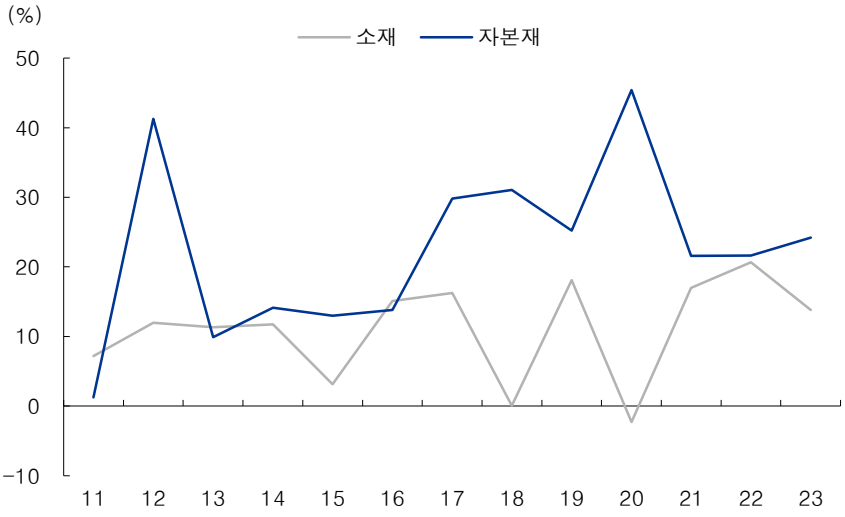
지난 5년(2019~2023) 미국에 대한 직접투자 업종별 비중(OECD)



주요 제조업에 대한 미국의 필요와 미국을 시장으로 필요로 하는 기업들의 이해



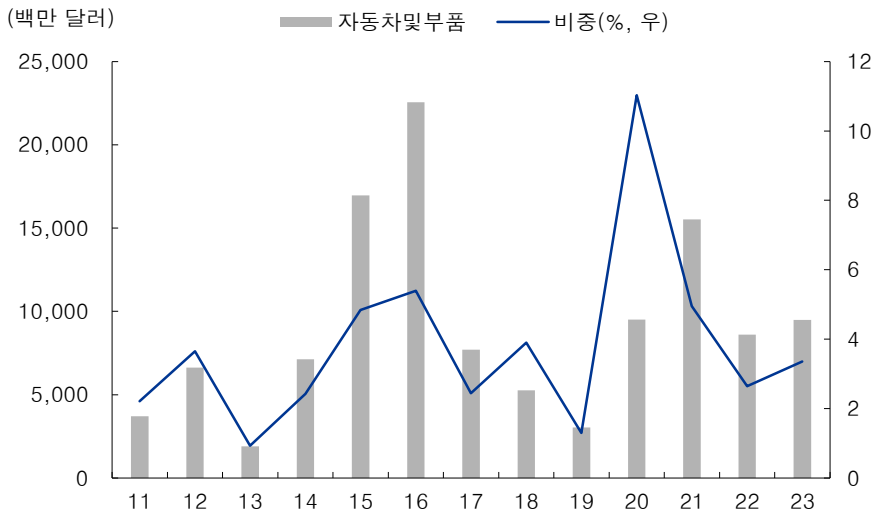
미국 자본재 산업에 대한 투자 규모 크고 꾸준한 비중 유지



자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

자본집약적인 산업에 대한 투자

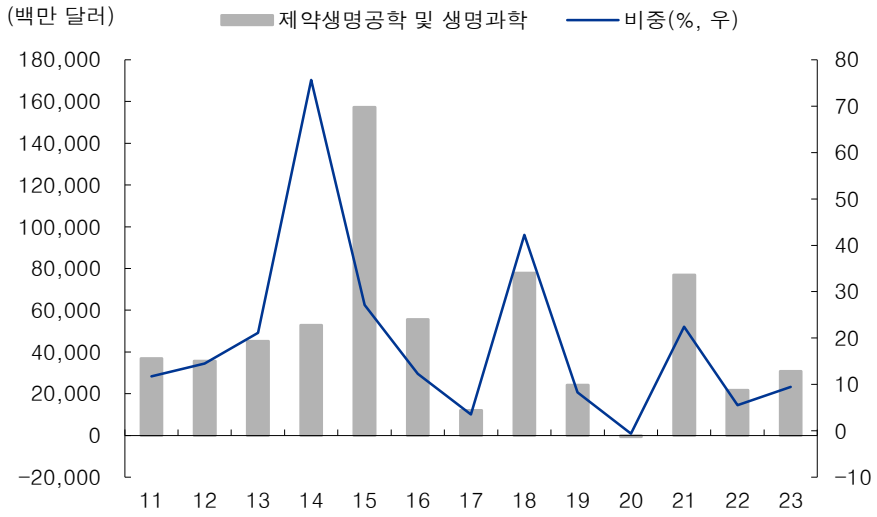
자본재와 소재 뒤를 이어 바이오와 자동차에 대한 투자 유치 집중



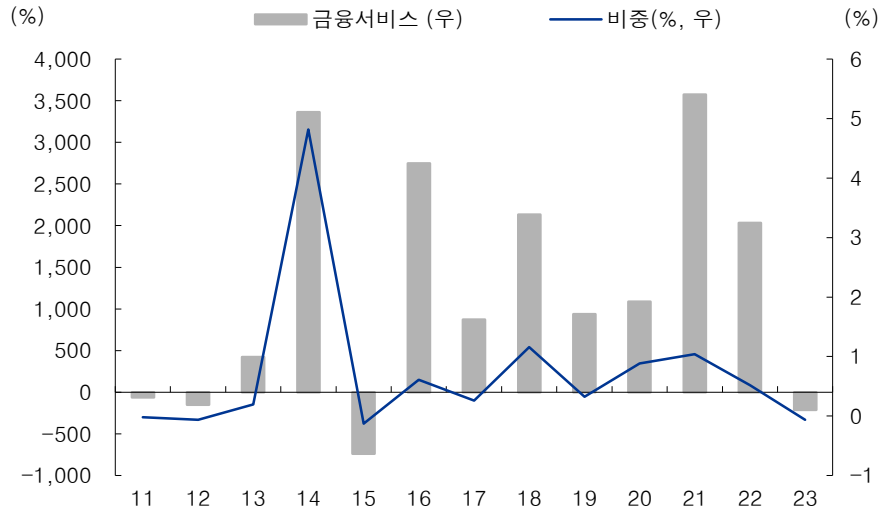
이들 산업의 공통점은 자본집약적인 산업이라는 점

반면 고용창출력은 상대적으로 적은 산업들

고용을 위해 투자를 유치한다는 트럼프 말을 어디까지 믿어야 할까?



미국은 노동비용으로 승부 볼 수 없음을 알고 있다고 생각함. 미국이 그리는 산업 정책은 자본집약적인 투자를 유치해 이를 통한 생산성 증가로 전체 경제 성장률을 이끄는 것임



자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

1-4

기술변화가 지식자본 중심으로 이동하며 투자가 고용과 소비를 견인하지 못하는 경제

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

➡ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제

➡ 투자와 경쟁에 집중하는 이유

➡ 가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제

➡ 고용 없는 과열된 경기

➡ 한국형 'K 경기'

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

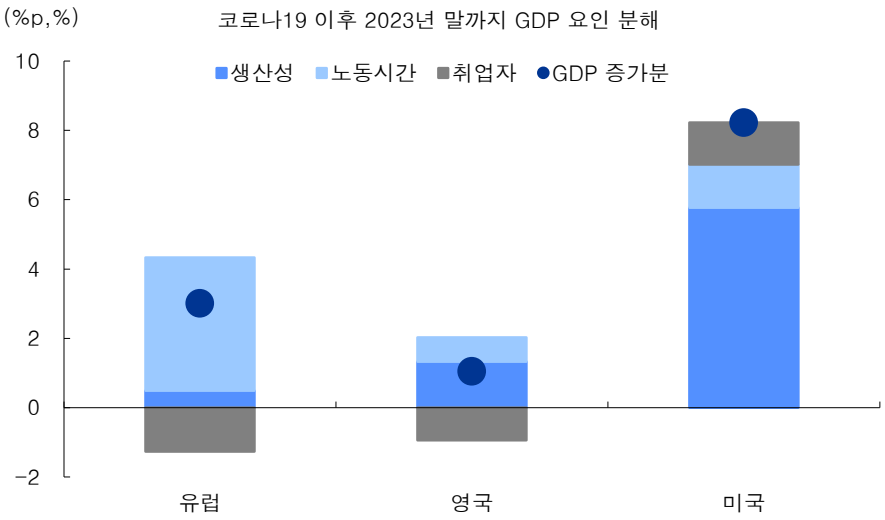
III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

투자가 기술과 생산성 격차로 연결

팬데믹 국면에서 미국과 유럽의 GDP 변동요인 분해

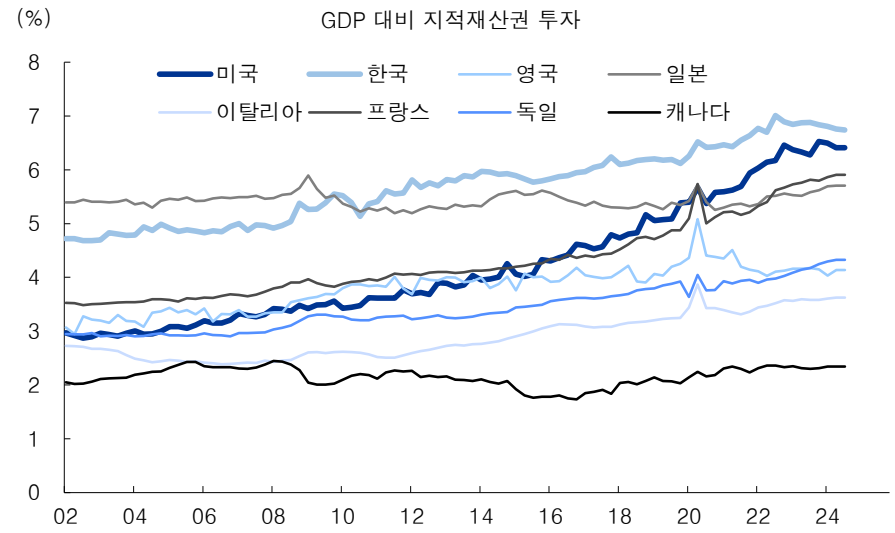
미국과 유럽 모두 팬데믹 기간 대규모 양적완화 및 적극적인 재정확대를 시행했으나 경제 성과에서 큰 차이를 보인 가장 중요한 원인은 생산성 격차



이 생산성 격차는 어디서 왔을까?

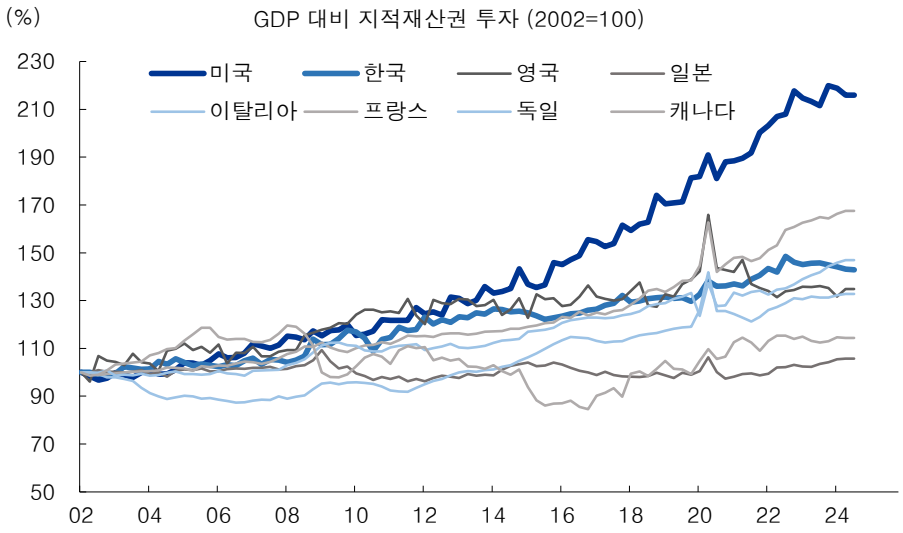
미국의 GDP 대비 지적재산에 대한 투자 비중은 세계 최고 수준

(미국보다 비중이 높은 나라는 거의 우리나라가 유일)



비중이 증가하는 속도를 보면 미국의 증가 속도는 다른 나라의 접근을 허락하지 않는 모습

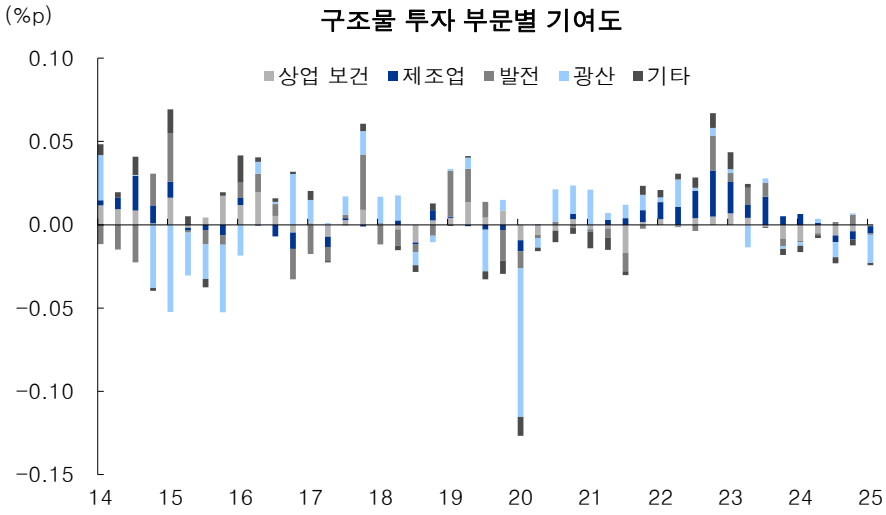
이 투자의 결과가 AI나 바이오 등 첨단기술의 최전선



자료: The future of European competitiveness(KDB 자료 재인용), IMF, IBK투자증권

특히 무형자산투자에 주목 ➡ AI 및 미래 기술투자

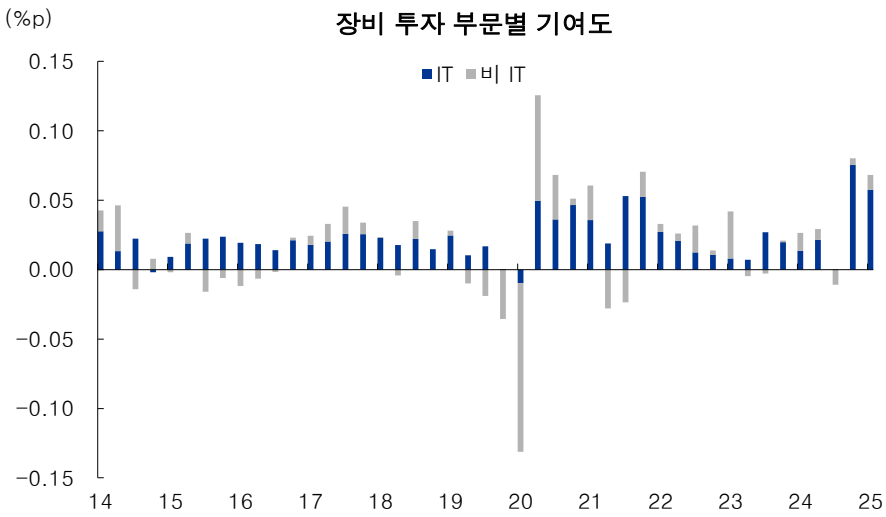
IT 및 소프트웨어와 같은 전략적 투자가 견인

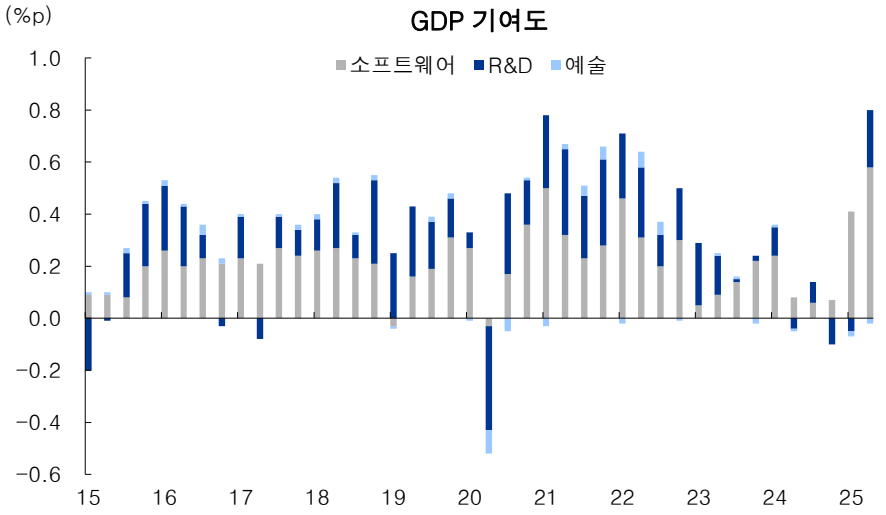


팬데믹 이후 구조물 관련된 투자가 부진한 상황이었지만 IT와 소프트웨어 관련 투자는 증가율과 기여도 모두 가파르게 상승하는 흐름

결국 AI 투자 붐 반영

이를 통한 생산성 증가

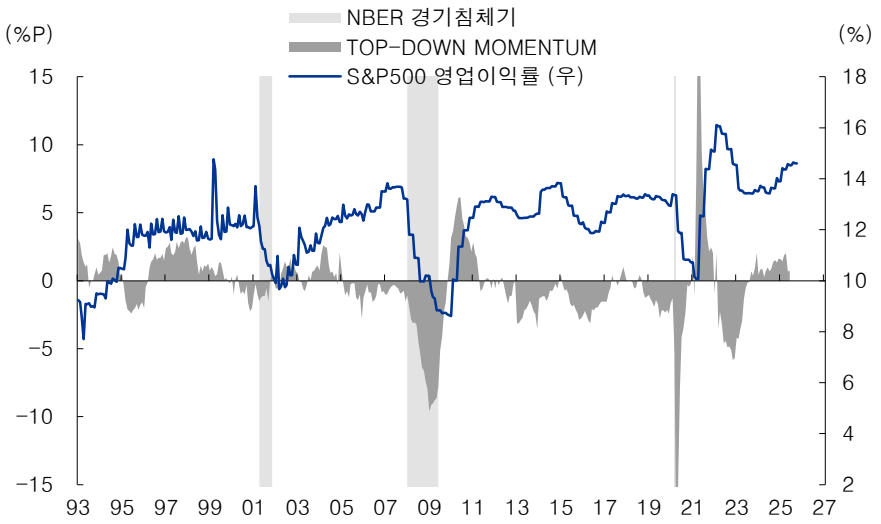




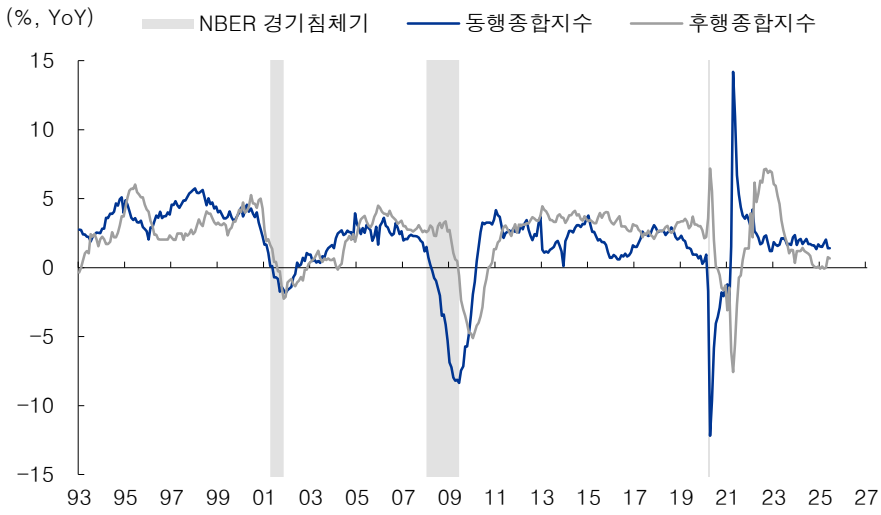
자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

생산성과 연관된 기업이익 ➡ 투자수익에 대한 기대

생산성과 기술 우위에 기반해 양호한 기업이익이 지속되고 있다는 점도 투자를 자극하는 요인



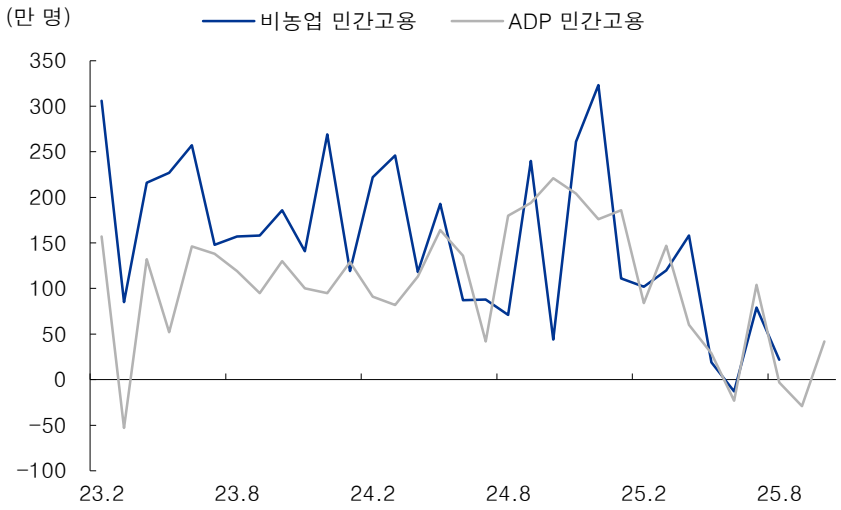
이는 다시 Greenfield 투자 뿐 아니라 Brownfield 투자를 유치하는 요인으로 작용하면서 선순환 구조가 만들어지는 모습



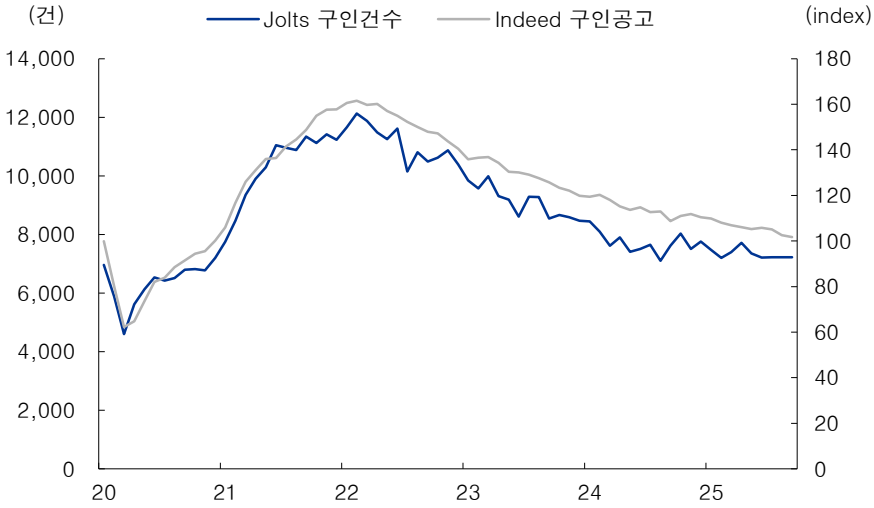
자료: Fed, US BEA, Bloomberg, IBK투자증권

하지만 투자 붐과 대비되는 고용지표 악화

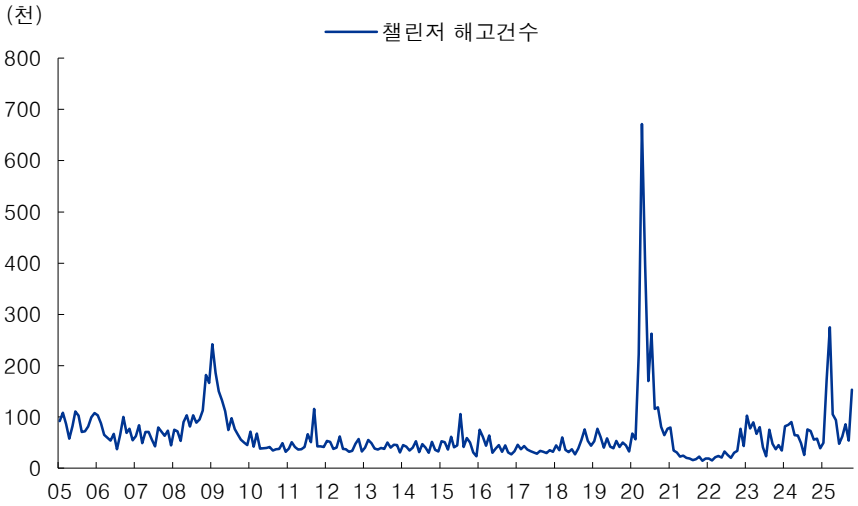
민간 고용이 최근 마이너스를 보인 것처럼 최근 미국 고용시장은 둔화가 뚜렷하게 나타남



S&P500 기업실적이 사상 최고치를 기록하고 있음에도 불구하고 구인건수는 줄어들고 있는 현실



반면 해고 건수(예고)는 급증하며 심리를 위축 시키고 있음

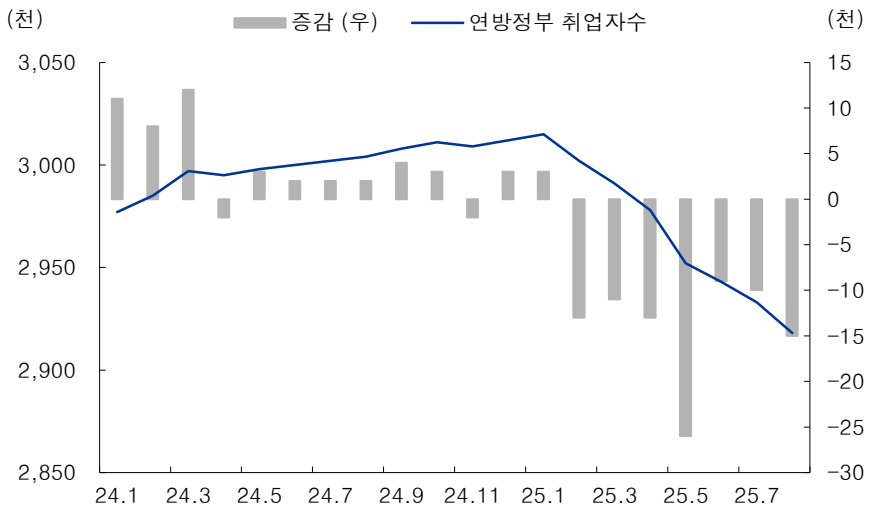


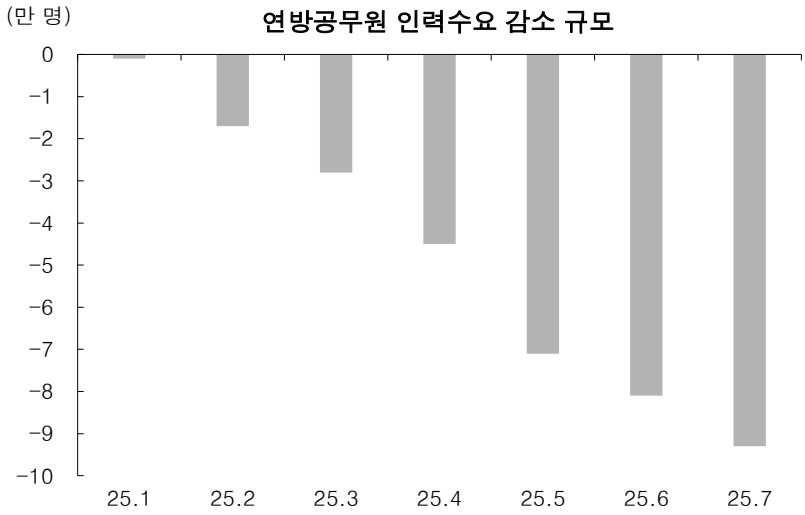
자료: Bloomberg, BLS, IBK투자증권

연방공무원 해고나 반이민 정책 등도 영향을 미침

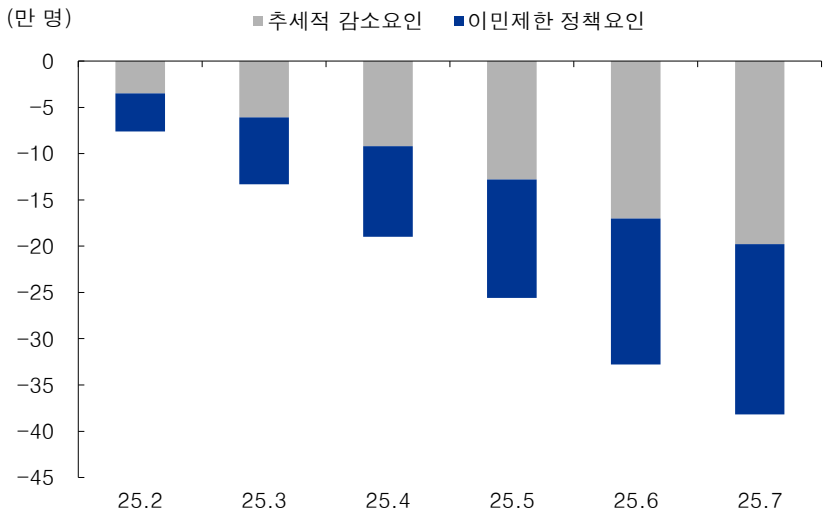
트럼프 정부 들어 적극적으로 추진하고 있는 정부 효율화 여파로 인한 공무원 감축이 고용지표에 반영되고 있음

특히 최근 셧다운 장기화가 추가적인 공무원 감축으로 연결되는 분위기





여기에 트럼프의 강력한 반이민 정책도 빠르게 영향을 미치기 시작

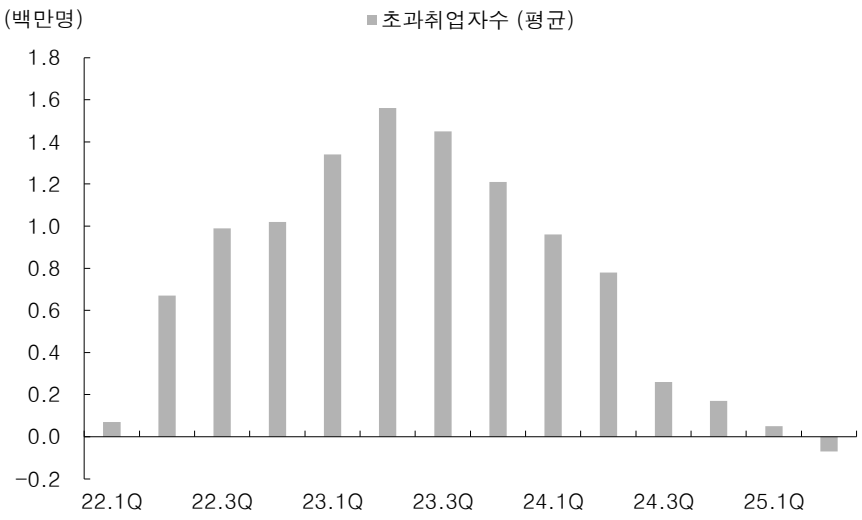


자료: Bloomberg, BLS, 한국은행, IBK투자증권

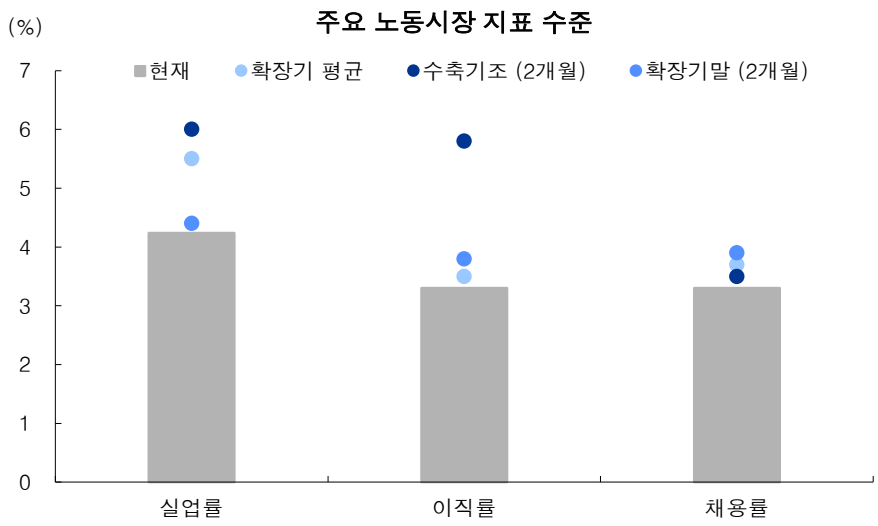
노동 상황에 대한 평가보다 왜 이런 현상이 나타나는가? 에 더 집중

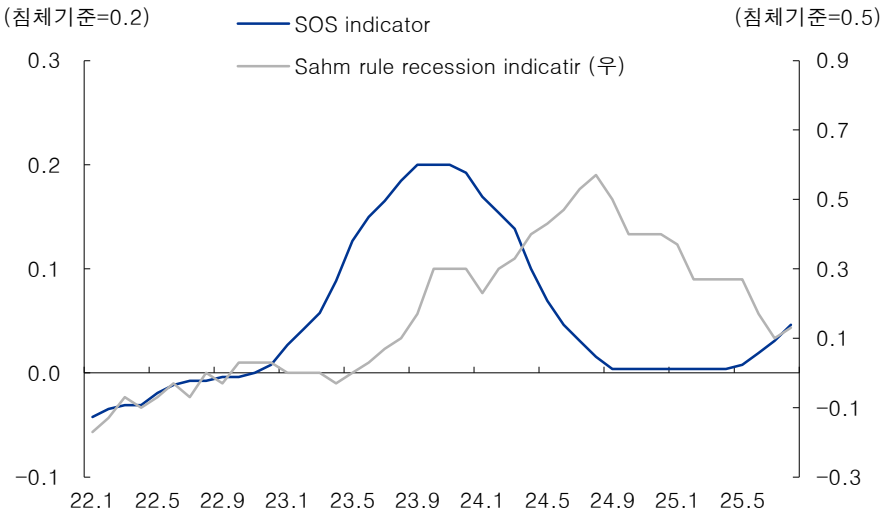
지금 미국 노동 상황이 당장 침체로 연결 지을 상황은 아님

하지만 취업자수가 감소로 전환되는 시점에 와 있고 과거 주요 국면과 비교해 볼 때, 점차 임계점에 접근해 가고 있는 것은 분명해 보임



향후 추이와 관련해 주목할 필요가 있는 것은 **'경제나 자산시장이 호황임에도 왜 이런 현상이 나타나는가?'**에 대한 것임

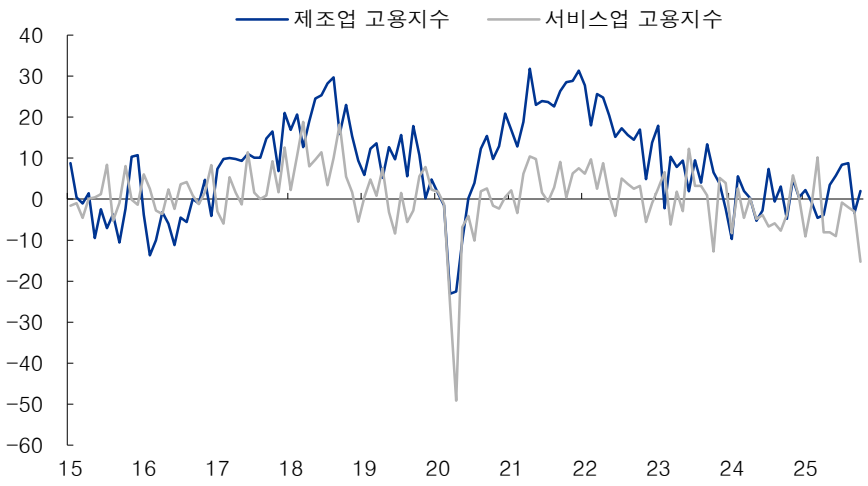




자료: Bloomberg, BLS, 한국은행, IBK투자증권

기술과 부가가치에 따른 노동시장의 양극화

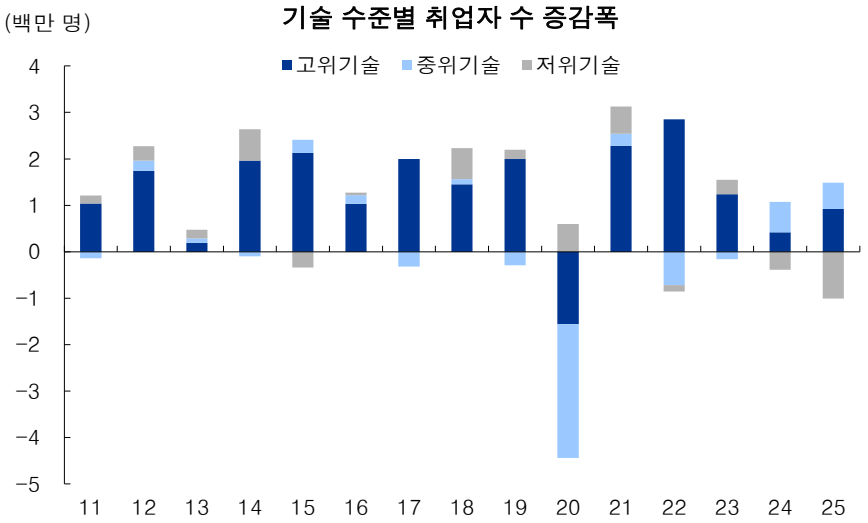
제조업보다는 부가가치와 숙련도가 떨어지는 서비스업의 고용이 더 크게 악화되는 모습



기술 수준별 취업자 수는 이를 더 직접적으로 보여줌

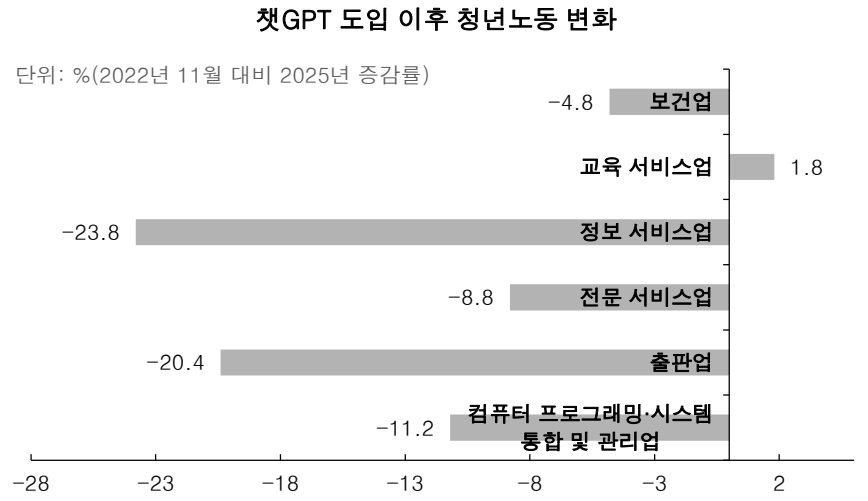
중위기술 이상의 고용은 여전히 증가하고 있지만 저위기술은 해고되고 있는 현실

팬데믹 이후 양극화 더 심해지는 흐름



아직 본격화되지는 않았지만 인공지능이 고용을 대체할 것이라는 우려는 팽배해지는 상황

➡ 노동의 몫을 줄이고 양극화 확대를 가속화하는 요인



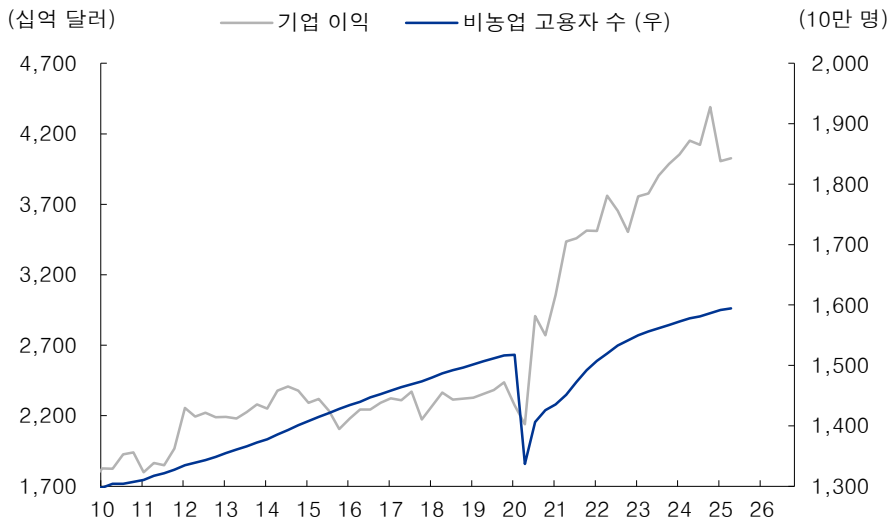
자료: Bloomberg, IBK투자증권

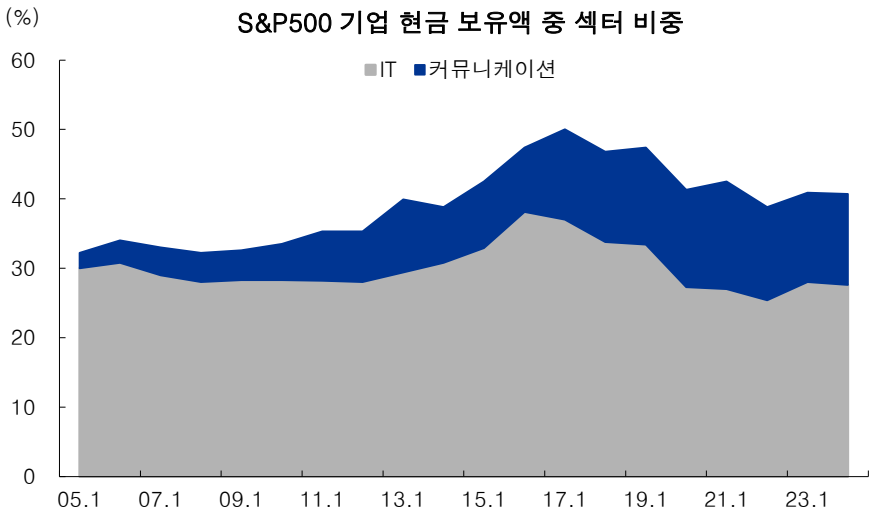
기업이익과 괴리를 보이는 소비경기
➡ 두드러진 양극화

이미 이런 흐름은
지표로 나타나고 있음

팬데믹 이후 미국 기업
이익과 GDP는 과거
추세보다 훨씬 가팔라
졌지만 고용 추세는
그렇지 못한 모습

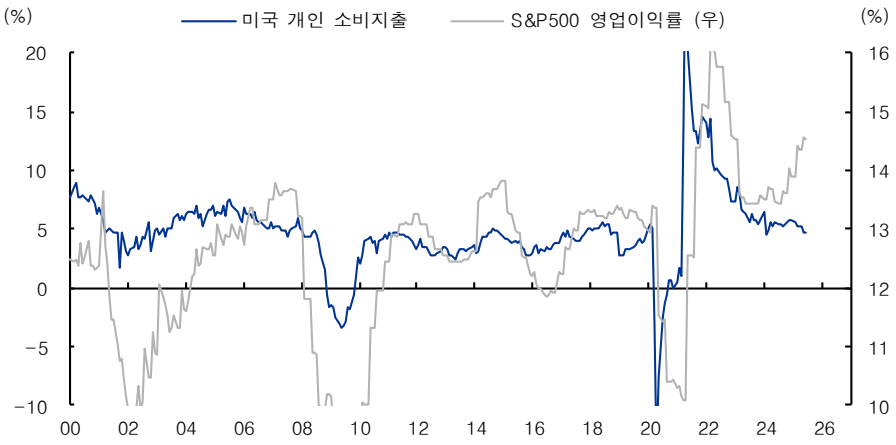
미국 경제는 노동이 아닌
자본과 생산성이 견인





노동과 경제부가가치의
괴리가 커짐에 따라
과거와 달리 기업이익과
소비와 같은 경제지표와의
관계도 약화되고 있음

결국 가계 소비와 소득의
양극화 심화



자료: US BEA, Bloomberg, IBK투자증권

1-5

점점 더 소수의 수출 대기업에 집중되는 경제
➡만성화되는 수출과 내수, 기업 규모간 양극화

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

- ➡ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➡ 투자와 경쟁에 집중하는 이유
- ➡ 가장 전형적인 사례를 보여주는 미국 경제
- ➡ 고용 없는 과열된 경기
- ➡ 한국형 'K 경기'

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

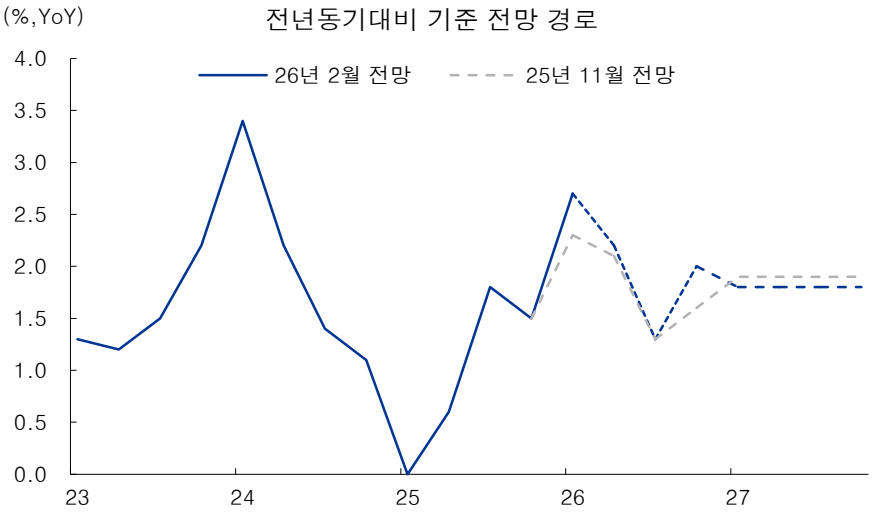
III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

2025년보다 크게 높은 2026년 성장률 기대치

2025년 1.0%

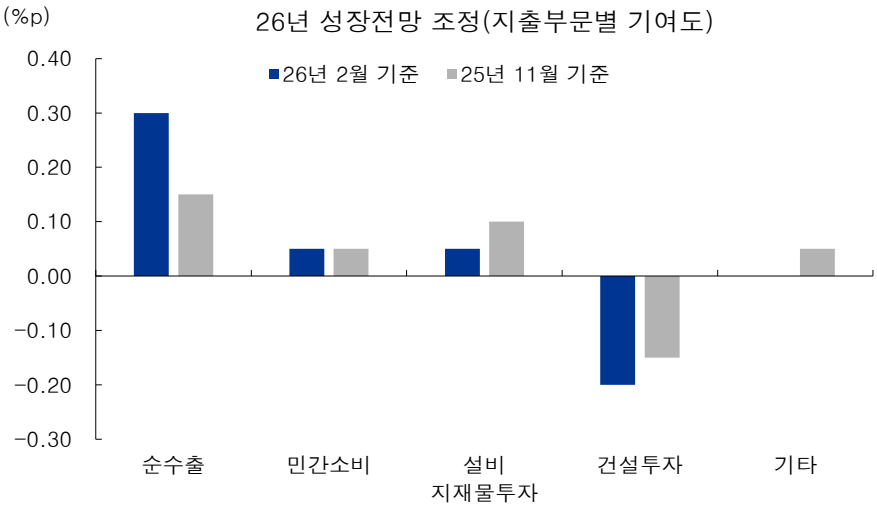
➡ 2026년 2.0%

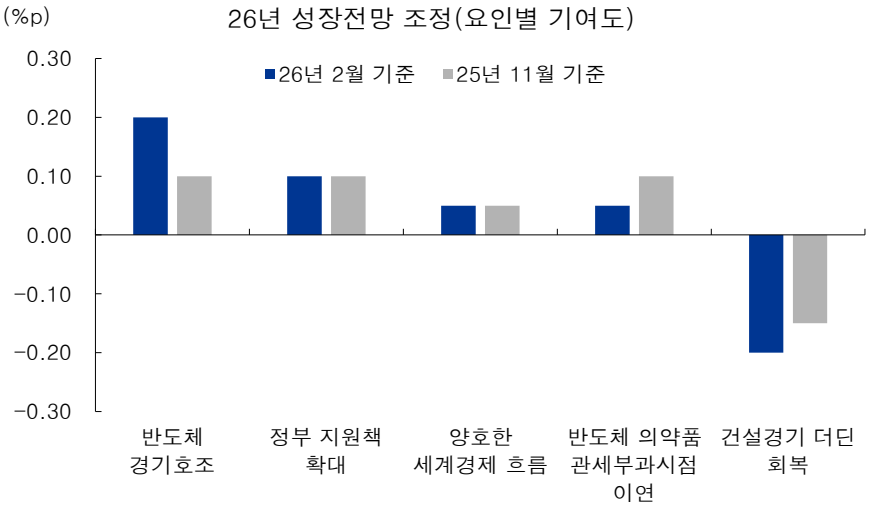


2026년 경제성장률 반등의 조건

➡ 반도체 호황 지속

➡ 적극적인 재정정책 지속

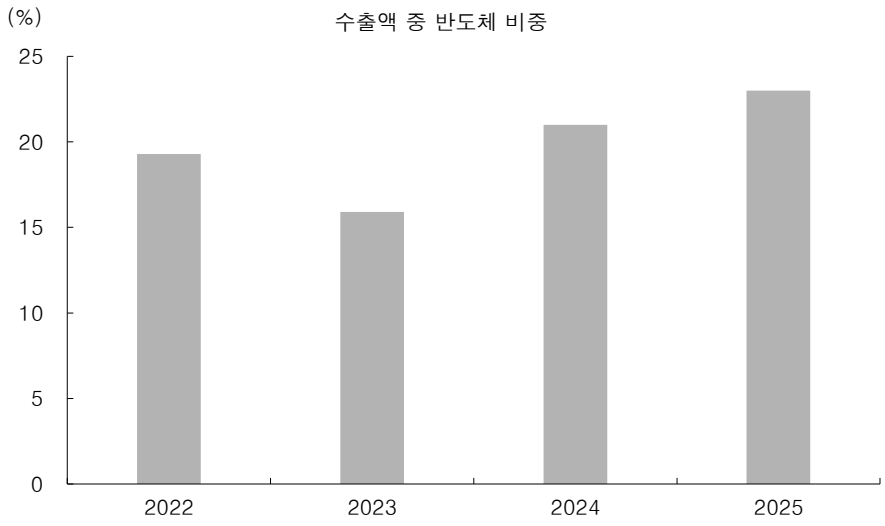




자료: 한국은행, IBK투자증권

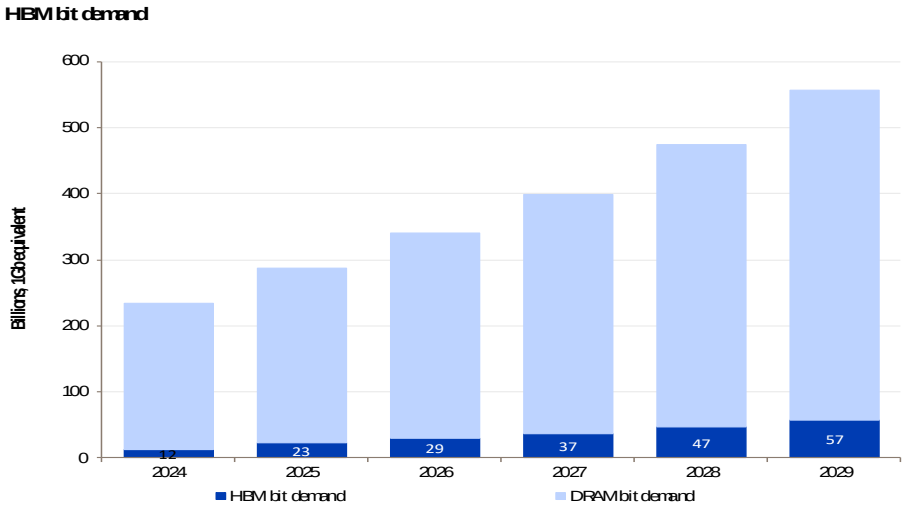
반도체 호황이 전체 성장률을 견인하는 국면

크게 높아진 반도체 비중

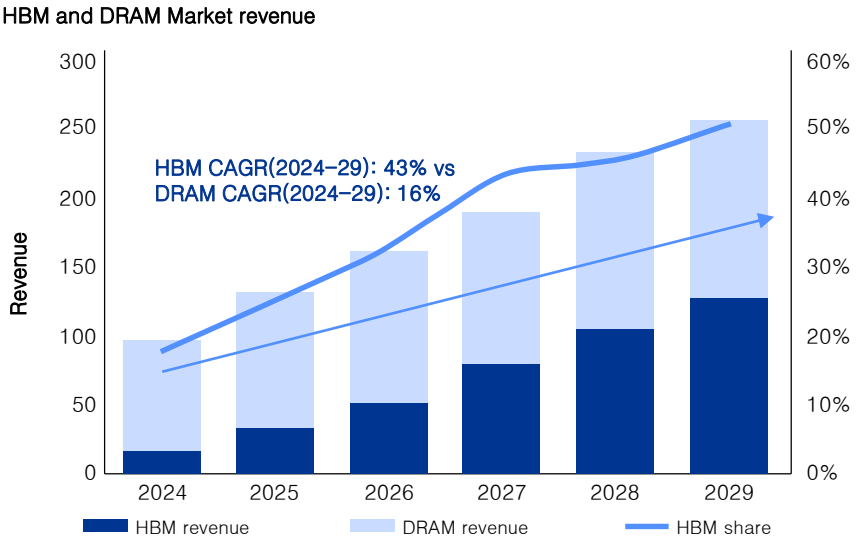


경쟁적인 AI투자로 과거와 달리 반도체 호황이 장기간 이어질 수 있다는 전망이 주류

HBM 수요 전망



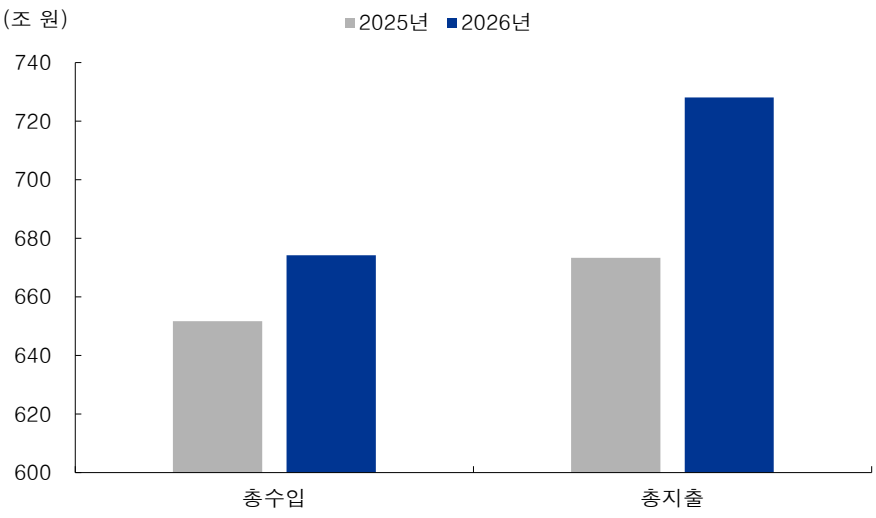
HBM 시장 규모 전망

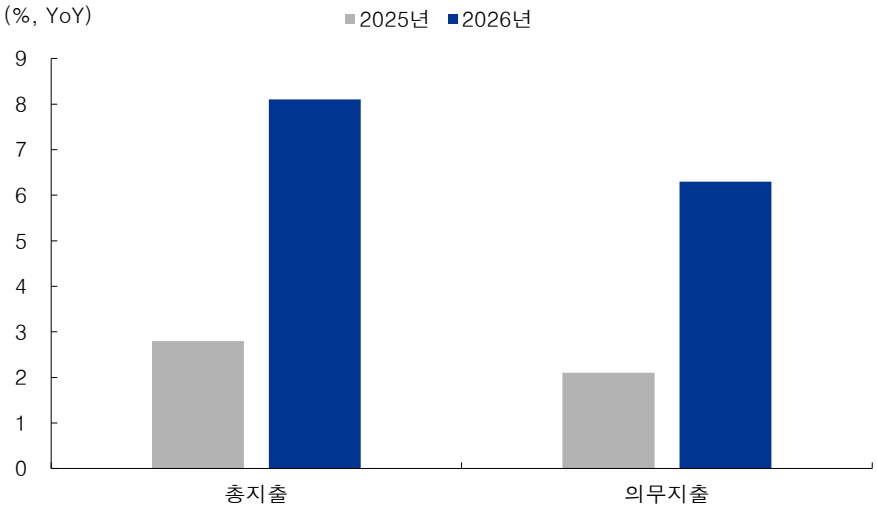


자료: 한국무역협회, OMDIA, IBK투자증권

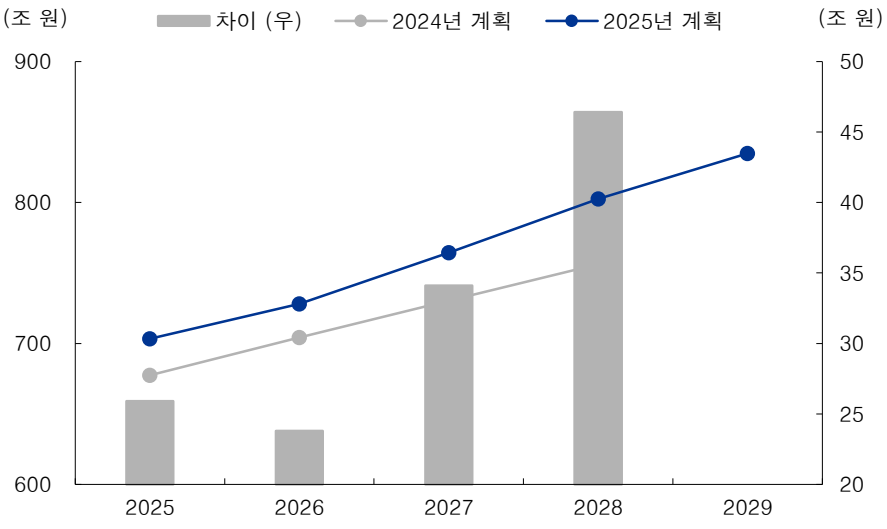
2026년 적극적인 재정 정책 천명

2026년은
명목성장률을 크게 웃도는
8%의 예산지출 증가율





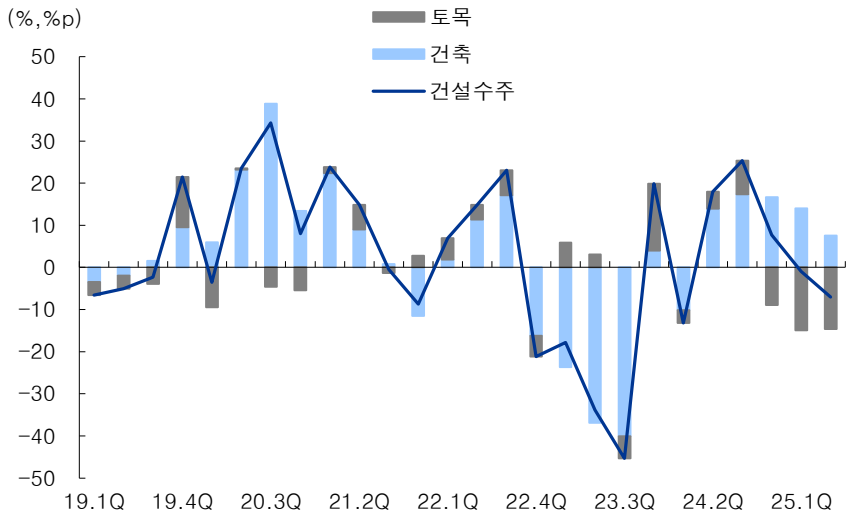
중기적으로 봐도
지난 정부와 크게 달라진
현 정부의 재정정책 기조



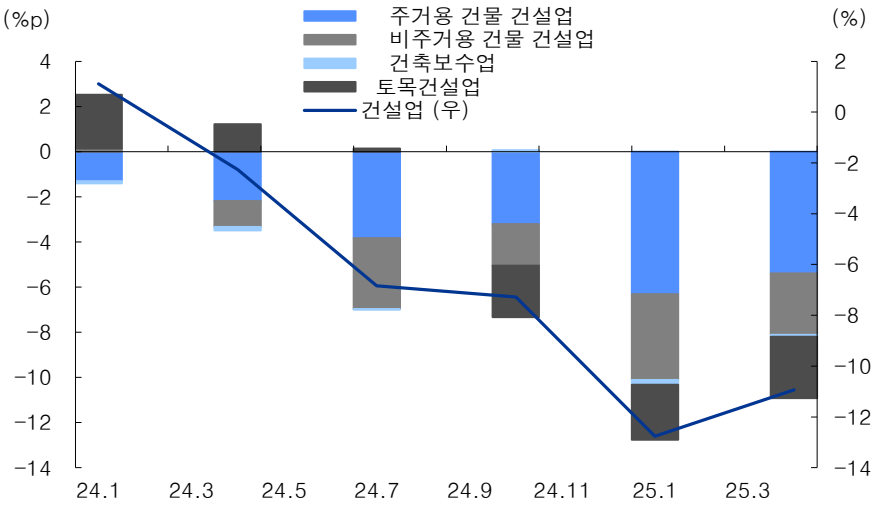
자료: 기획재정부, IBK투자증권

하지만 여전히 크게 위축된 건설 경기

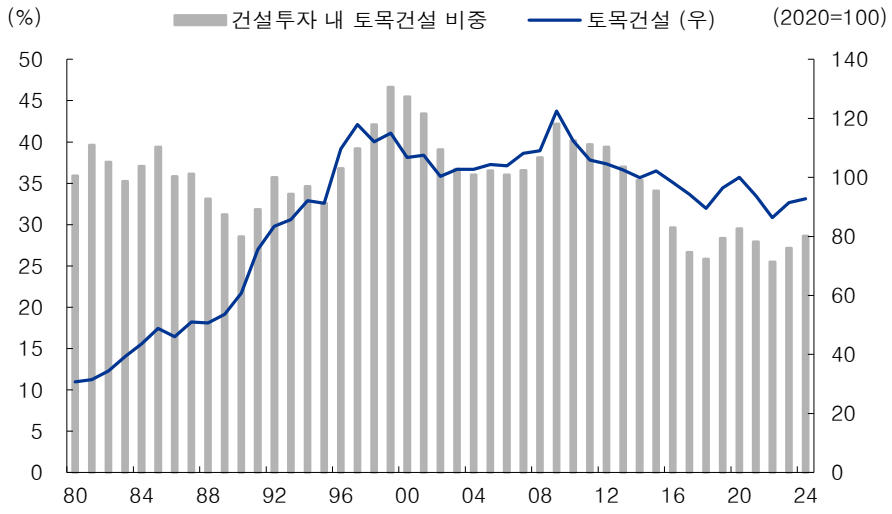
선행지표인 건설수주는 건축과 토목 모두 위축



건설투자 증가율 기여도 ➡ 주거용 건설투자가 가장 부진



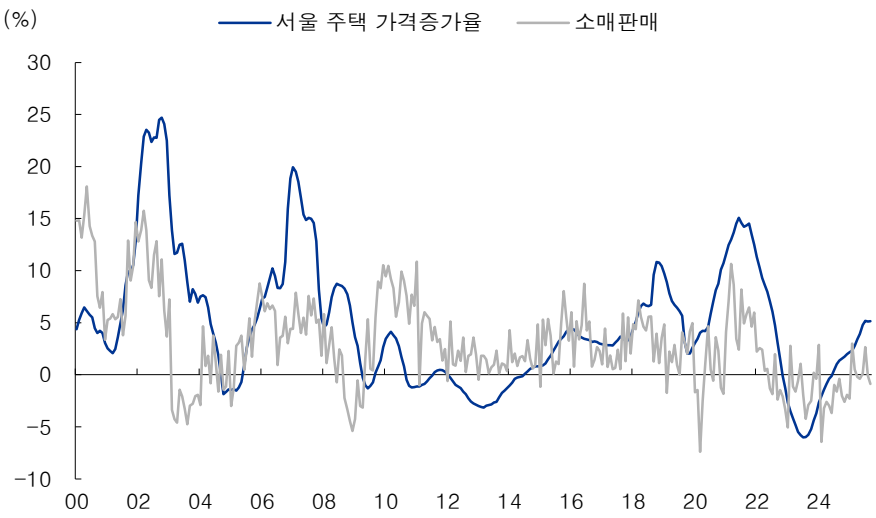
정부지출이 큰 영향을 미치는 토목도 하락 추세 지속 중



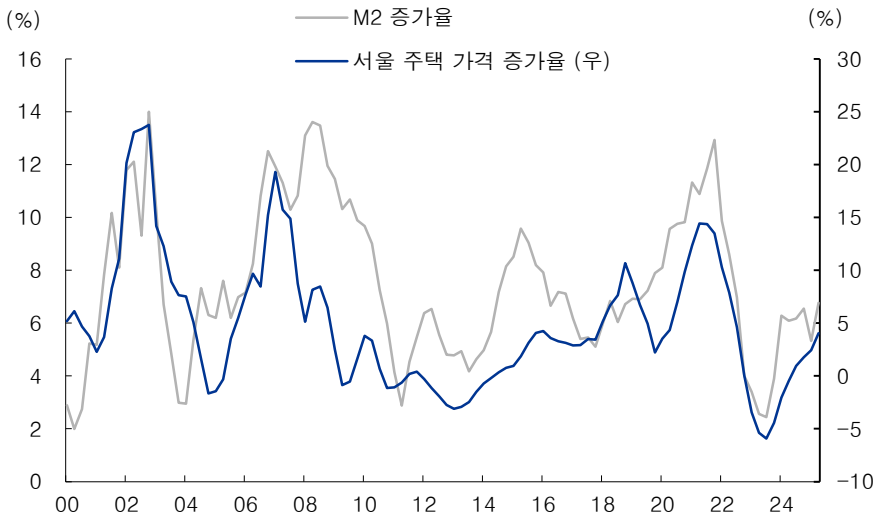
자료: 통계청, IBK투자증권

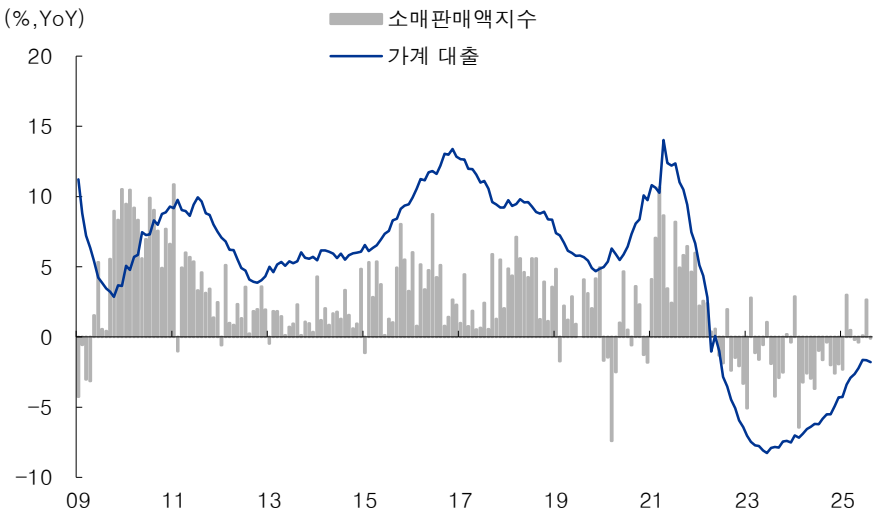
부동산 정책이 쉽지 않은 이유

집값은 Wealth effect를 통해 소비와 연결되어 있고 이를 통해 전반적인 경제성장률과 이어짐
➡ 급등도 바라지 않지만 가격 하락도 쉽게 유도할 수 없는 이유



통화 공급 및 가계 대출 문제도 마찬가지

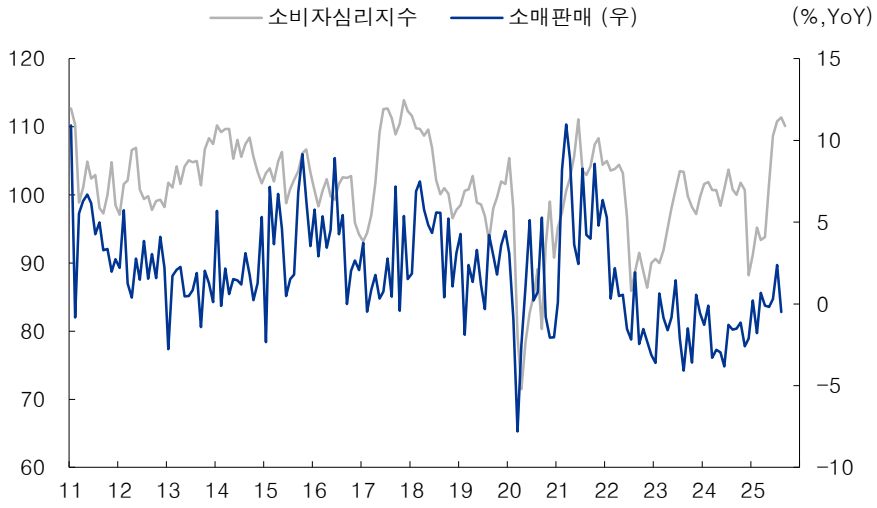




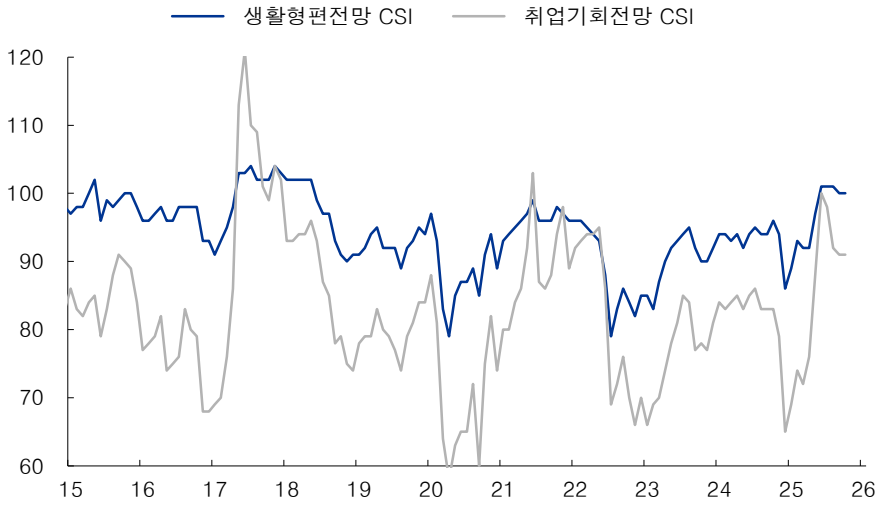
자료: 한국은행, 국토교통부, IBK투자증권

분위기는 좋아졌지만 추세적인 소비 회복은 쉽지 않은 이유

큰 폭으로 개선된 소비심리 하지만 신중하게 따라가는 실제 소비



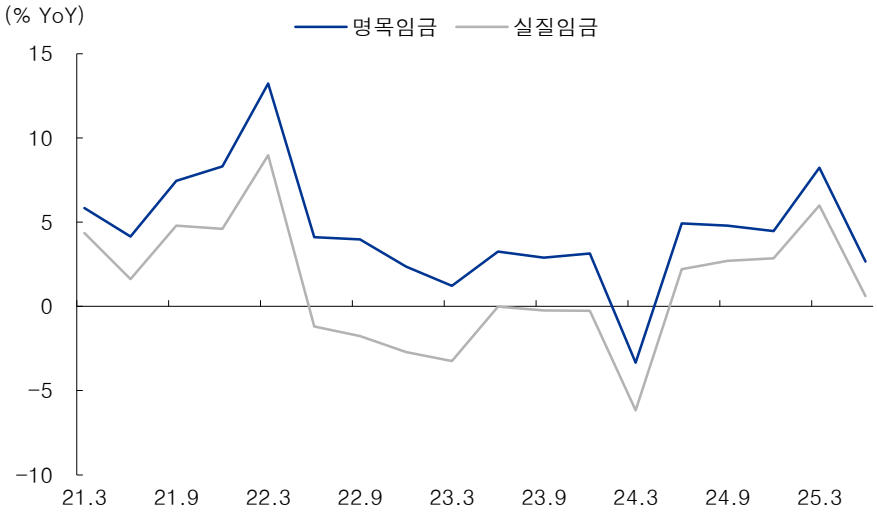
소비 여력에 대한 우려가 가장 중요한 이유



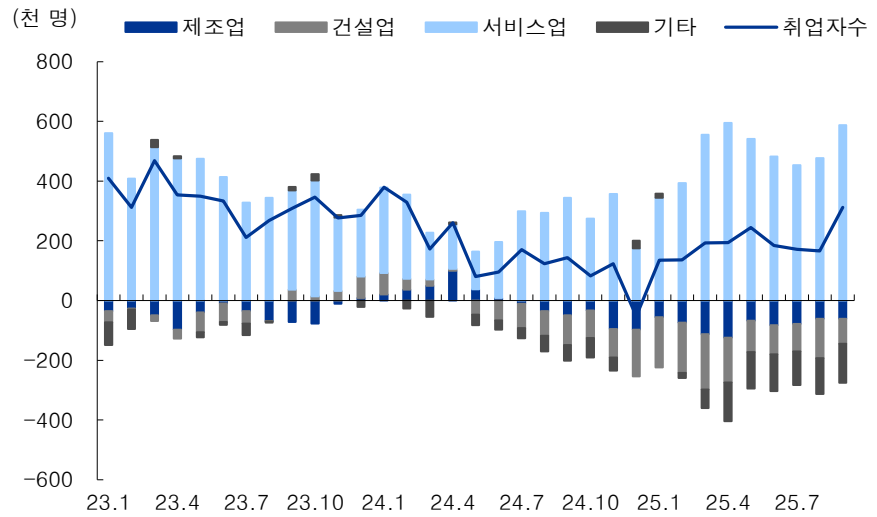
자료: 한국은행, IBK투자증권

고용시장 빡빡하고 임금 상승률 둔화되고…

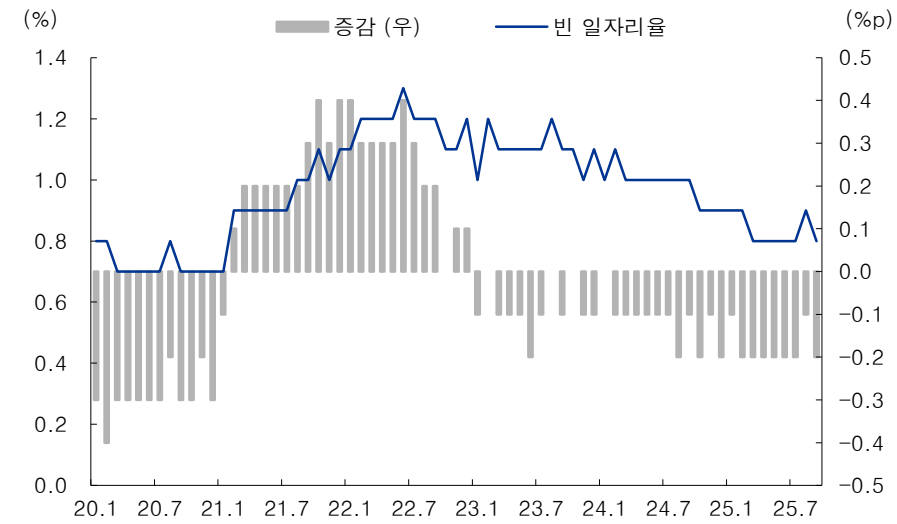
임금 상승률은
다시 하락하는 흐름



서비스업 취업자 중심으로
전체 취업자수 증가하지만
제조업 및 건설 부문
고용은 큰 폭으로 감소 중



빈 일자리수도 마이너스
로 전환되어 있음
➡ 일자리 줄어들고 있음
의미



자료: 한국은행, 통계청, IBK투자증권

2

하위에 누적된 부담이 경기와 시장의 발걸음을 늦추고 결국 주저앉게 만듦

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

2-1

추세적으로 확대되고 있고 주목할 필요가 있는 것은 노동과 자본의 양극화

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

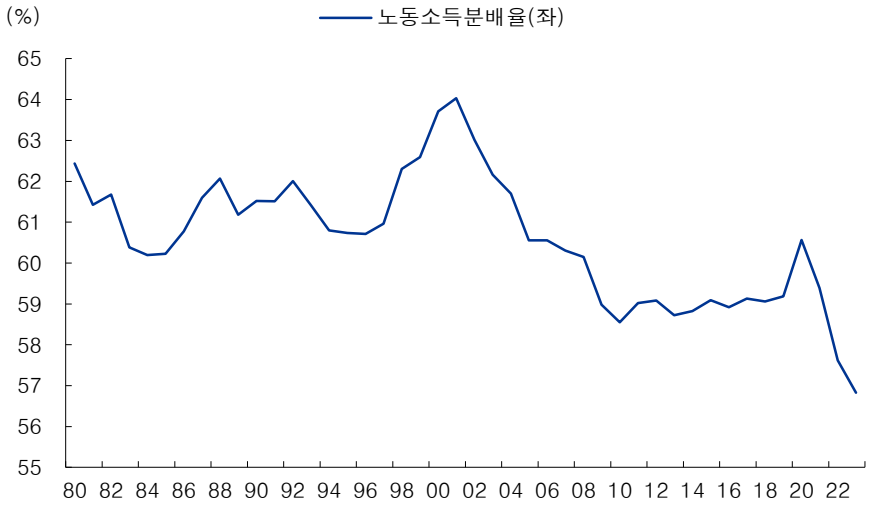
- ➡ 자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본
- ➡ 양극화와 경기사이클 그리고 체감경기
- ➡ 양극화와 자산시장
- ➡ 양극화와 유동성 공급 및 금리

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

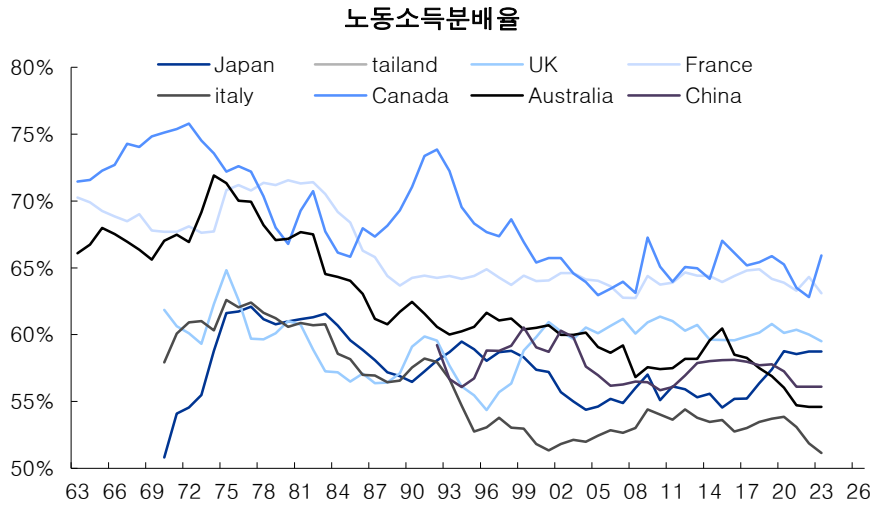
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

팬데믹 이후 자본과 노동의 양극화 가속

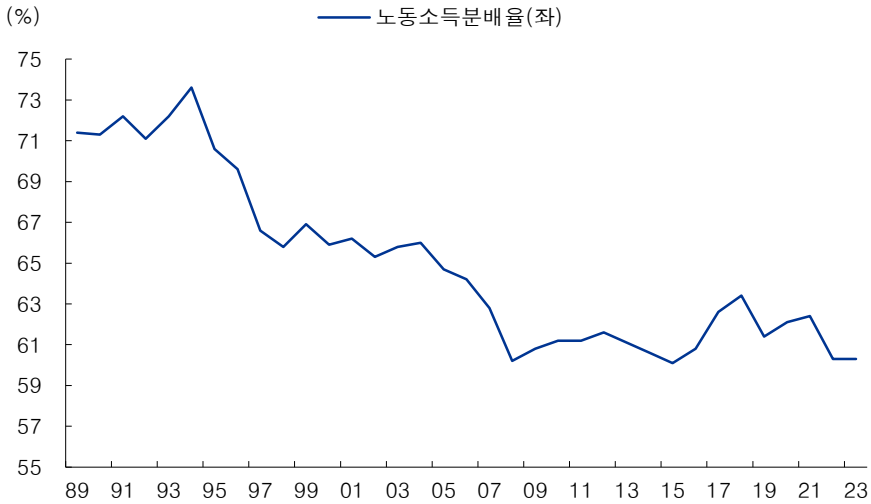
미국으로의 투자자금
유입 가속에 비례해
미국의 노동소득분배율은
가파르게 하락하는 상황



미국보다는 덜 하지만
세계화 기간 동안
주요국들의 노동소득
분배율은 하락하는 흐름
➡세계화는 비용 효율성을
중시함으로써 자본과 노동의
양극화를 확대



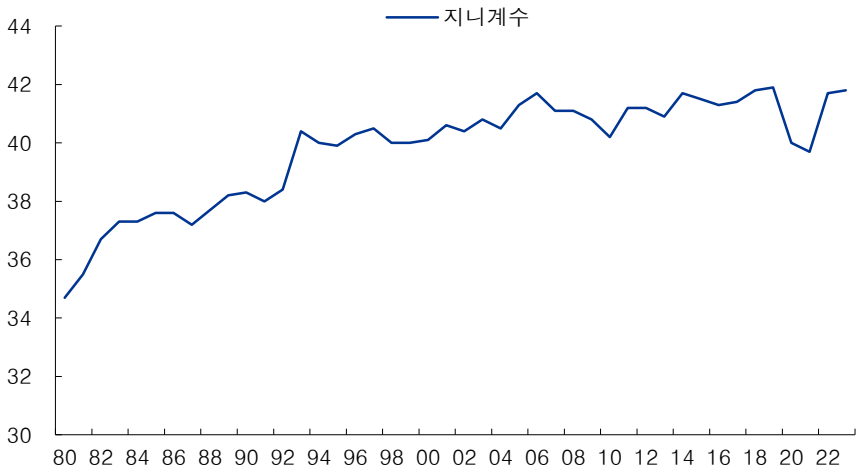
우리나라는
'소득주도성장'을 내건
문재인정부 시기 잠시
반등하기도 했지만
추세적으로
노동소득분배율은
하락 중

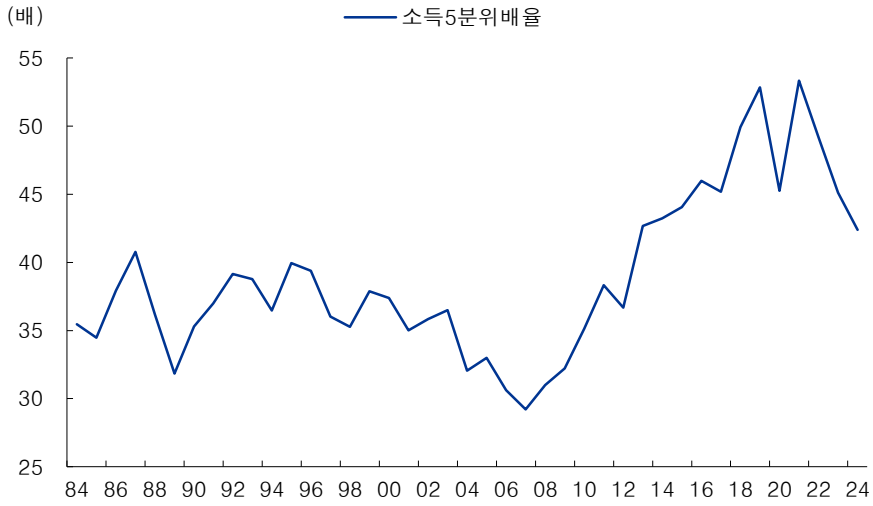


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

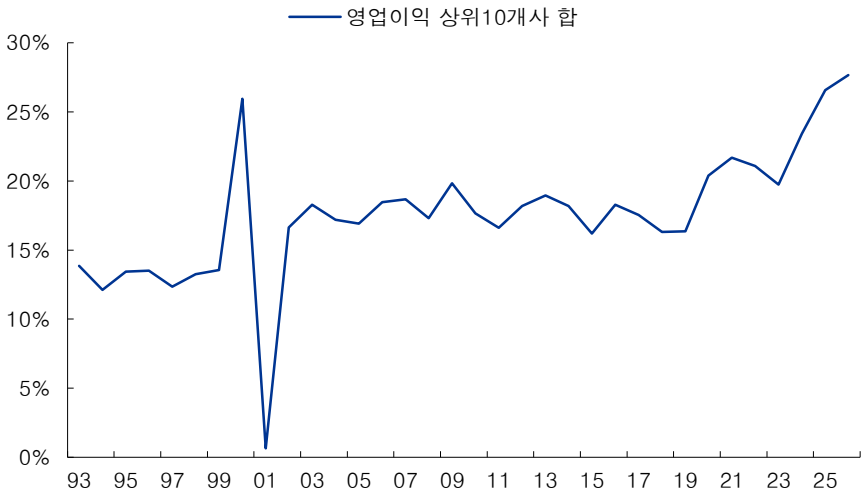
팬데믹을 지나며 미국 양극화 가파르게 진행

가계부문의 소득격차를
보여주는 지니계수나
소득5분위배율 모두
상향 추세에 있음





가계 부문의 격차 확대도
나타나고 있지만
자본 내에서 승자독식에
의한 양극화가
매우 가파르게 진행

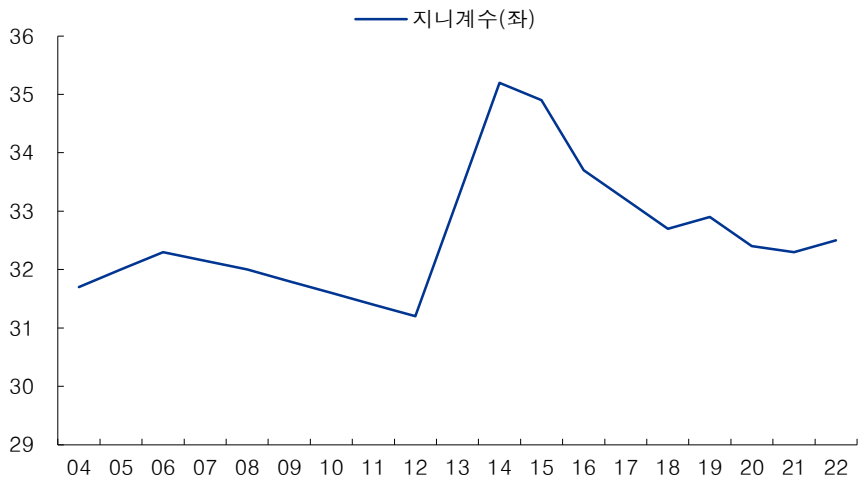


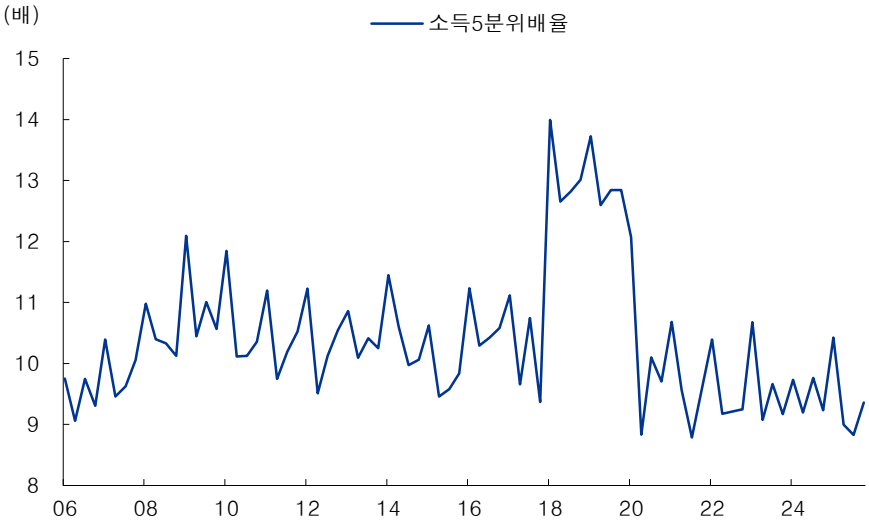
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

한국도 최근 경기 둔화기를 지나며 양극화 지표 상승 조짐

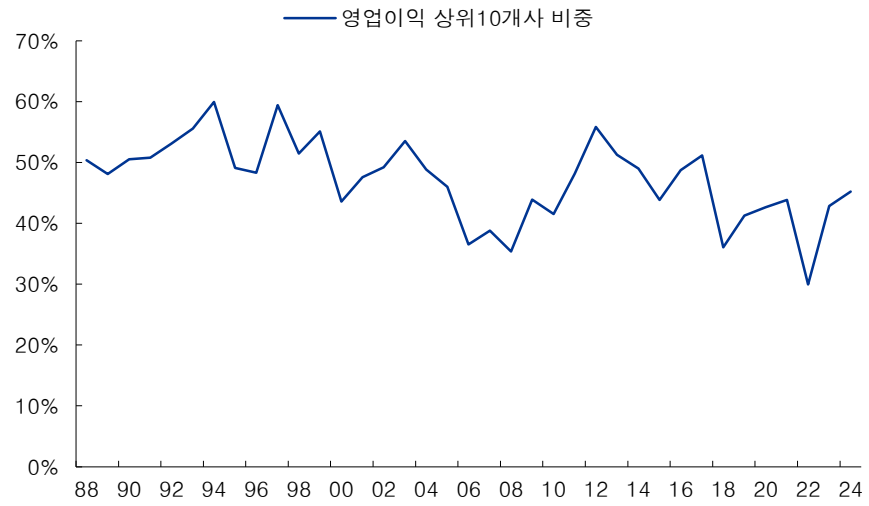
소득주도성장기 축소되던 가계부문 소득 격차는 팬데믹 이후 다시 확대되는 흐름으로 전환

우리나라의 경우 자산에서 부동산이 차지하는 비중이 높고 소득 여건이 비교적 균일한 상황임을 감안하며 자산 간 격차는 훨씬 커졌을 것이라는 추측 가능





글로벌 교역 환경 어려움과 중국 경제의 둔화 등으로 중국 및 수출 의존이 높은 우리나라 기업 수익은 위축되며 격차도 줄어드는 흐름. 하지만 지난해 이후 반도체 호황은 이 격차를 다시 크게 높였을 것으로 추측됨



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

2-2

양극화 심화는 체감경기를 악화시키고 순환적인 경기의 변곡점을 형성

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

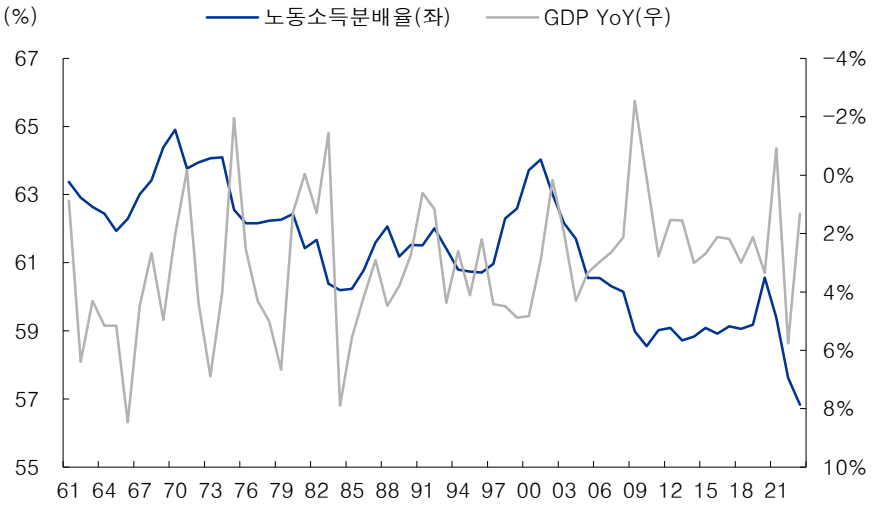
- ➡ 자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본
- ➡ 양극화와 경기사이클 그리고 체감경기
- ➡ 양극화와 자산시장
- ➡ 양극화와 유동성 공급 및 금리

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

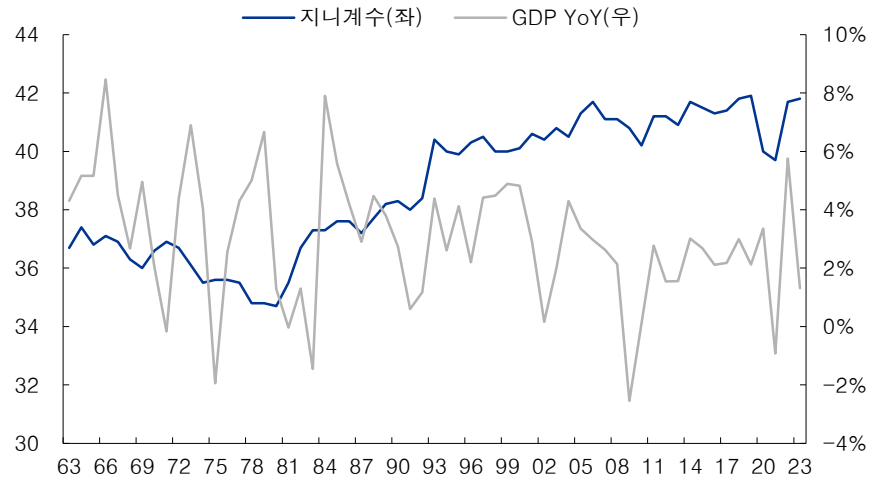
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

경제성장률과 양극화 지표는 단기적으로 역의 관계 형성

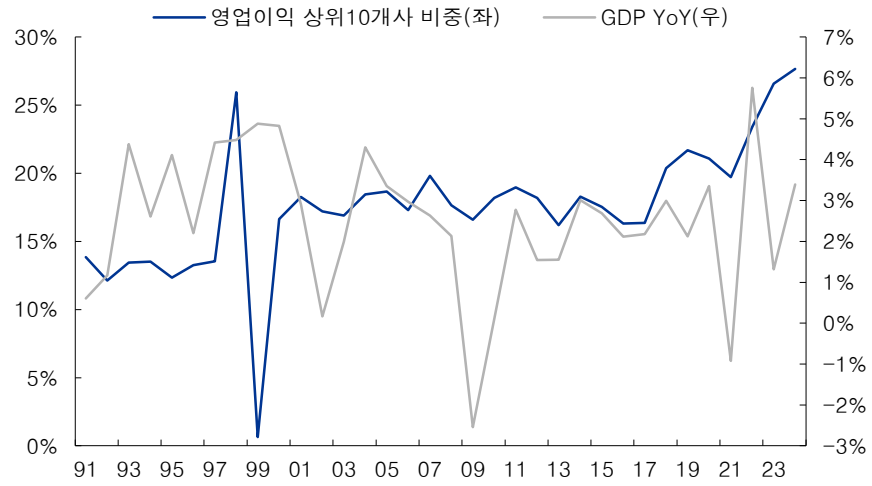
미국 노동분배율과 경제성장률의 장기추세는 같이 가지만 단기적으로는 반대로 움직임 ➡ 비용 절감과 투자 증가가 단기 성장률에 먼저 반영되기 때문 ➡ 최근에는 투자 기여도 높아지면 성장률과 격차 크게 확대



미국 경제성장이 둔화되는 시기 가계 소득 격차도 완만하게 확대



팬데믹 이후 몇몇의 초우량 기업이 미국 경제를 끌고 가고 있음을 보여줌

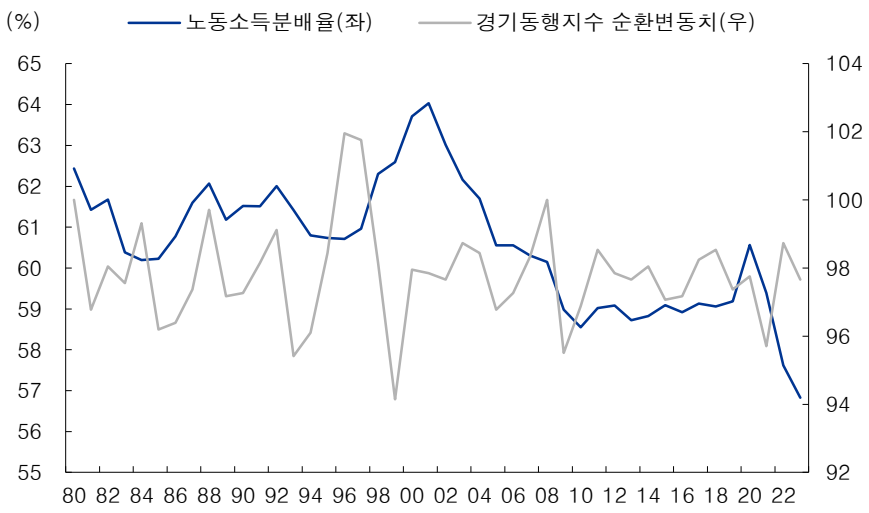


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

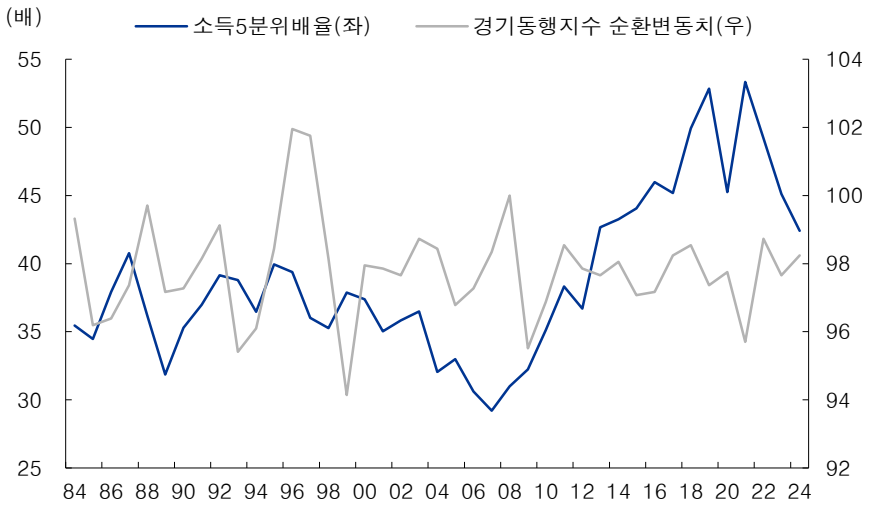
순환적인 경기사이클과 양극화 지표

노동소득분배율 정점과 경기순환 저점이 겹치는 모습

➡ 비용 모멘텀 〉 이익 모멘텀

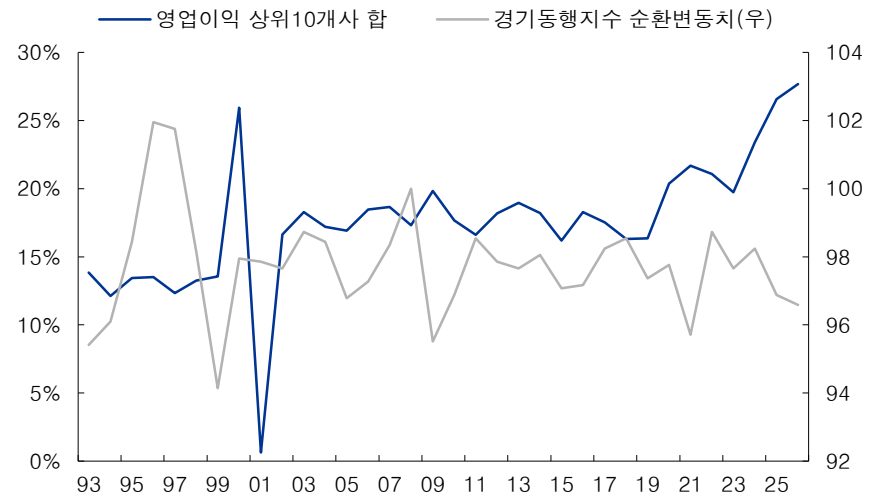


팬데믹 기간이라는 이례적인 구간을 제외하면 가계양극화 지표와 경기순환지표는 같은 흐름



반면, 기업 이익 쏠림을 보여주는 지표는 역의 상관성을 보이는데 특히 최근에는 더 확대되는 모습

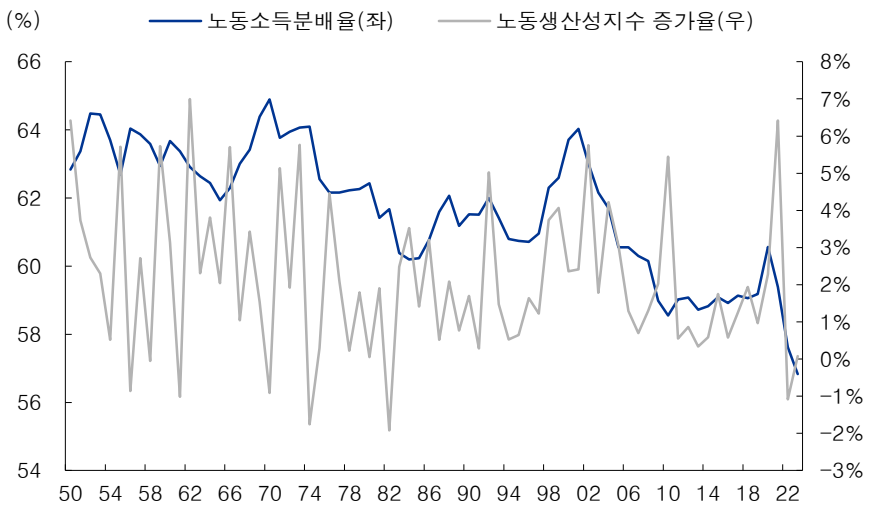
➡ 소수기업 중심으로 이익이 집중될 수록 경기 하방 압력 커질 수 있음



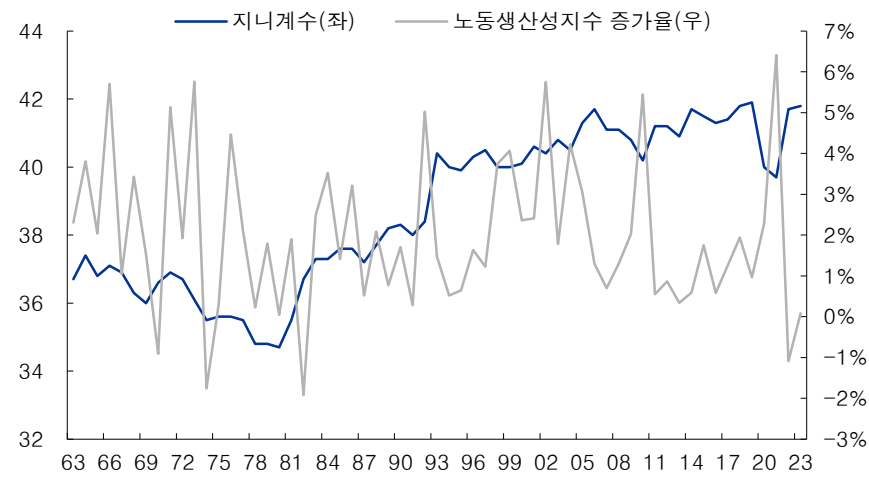
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

생산성 ➡ 노동소득 ➡ 양극화

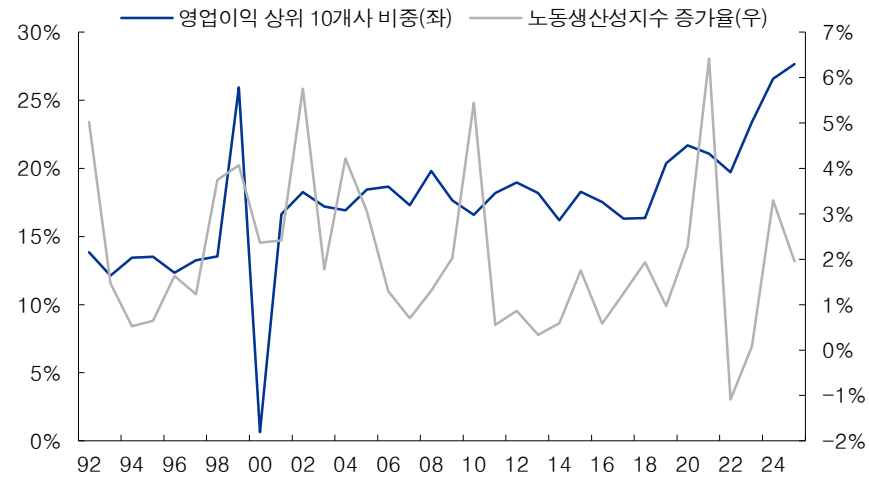
노동생산성은 시차를 두고 노동소득분배에 영향을 미침



노동생산성과 지니계수는 최근 상반된 흐름을 보여줌 ➡ 노동생산성이 임금 상승으로 반영되는 시기 지니계수 하락



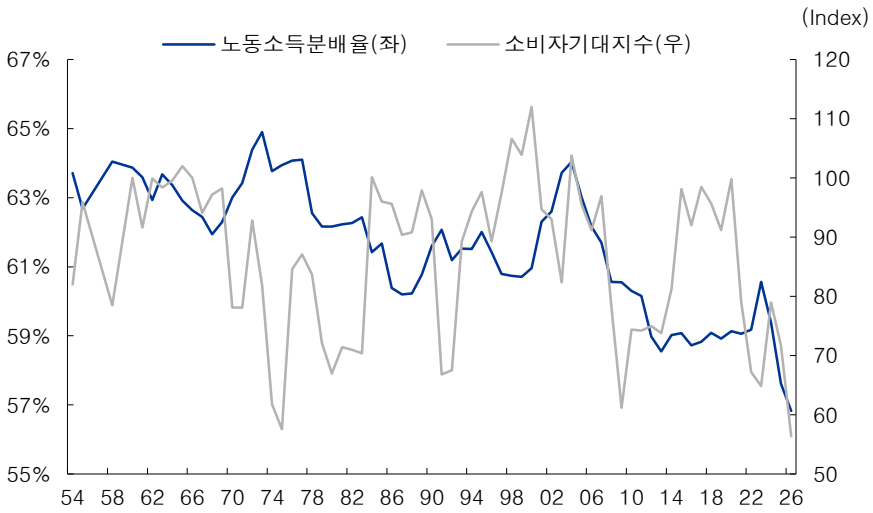
이익 쏠림과 생산성도 높지는 않지만 연동성을 보임. 영업이익 상위사들이 자본생산성 높은 IT 기업들인것과 연관

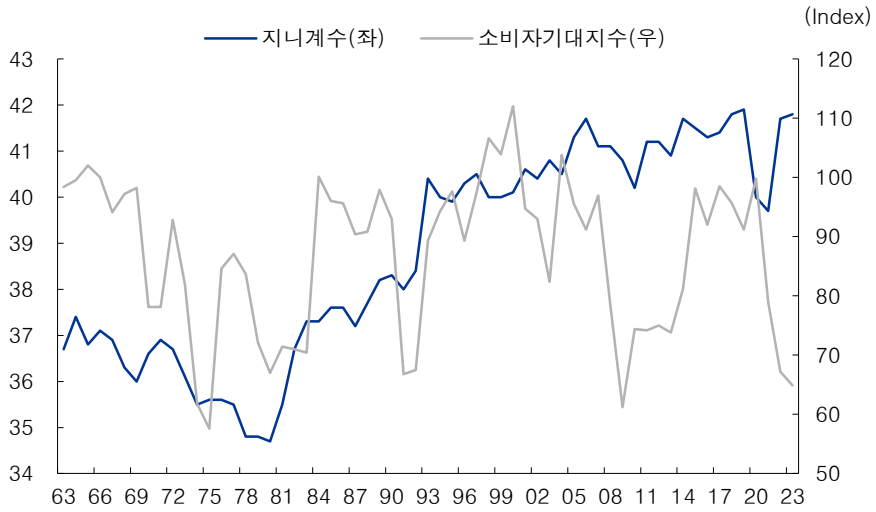


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

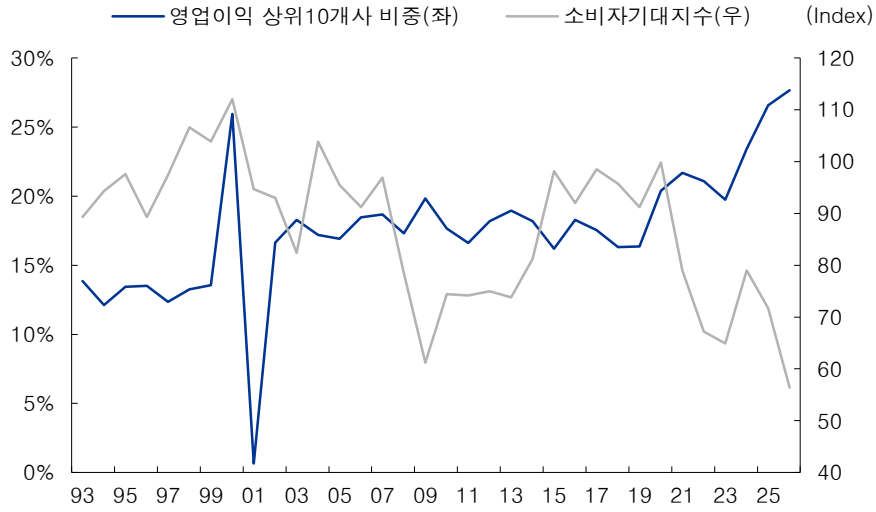
양극화 심화는 체감경기를 악화시킴

노동소득분배율의
추세적인 하락을 따라
미국 소비자기대지수
고점도 점차 하락





이익이 소수의 기업에
집중되고 나머지 기업들의
소외가 커지면 다수를
차지하는 근로자들의
임금이 약화되며
체감 경기는 하락



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

2-3

양극화 심화 기간과 자산가격 상승 국면은 겹침

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

➡ 자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본

➡ 양극화와 경기사이클 그리고 체감경기

➡ 양극화와 자산시장

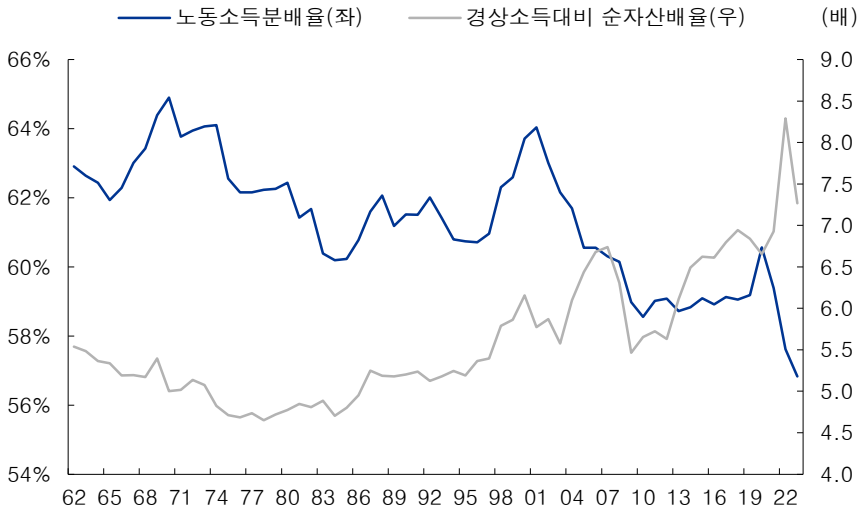
➡ 양극화와 유동성 공급 및 금리

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

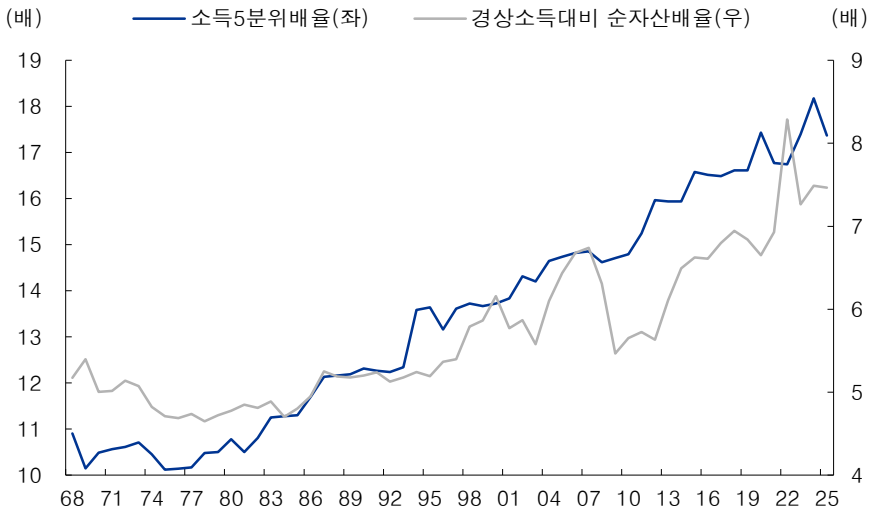
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

양극화는 경상소득보다는 자산소득에 더 긍정적

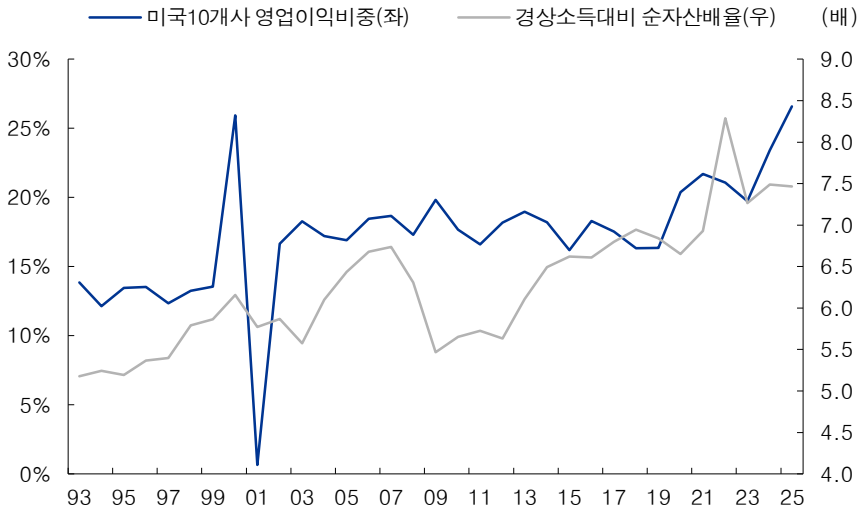
미국 노동소득분배율과 경상소득대비 순자산 배율은 1980년 이후 장기추세와 단기 순환 모두 역의 상관관계를 가짐



자산의 격차는 소득의 격차로 연결



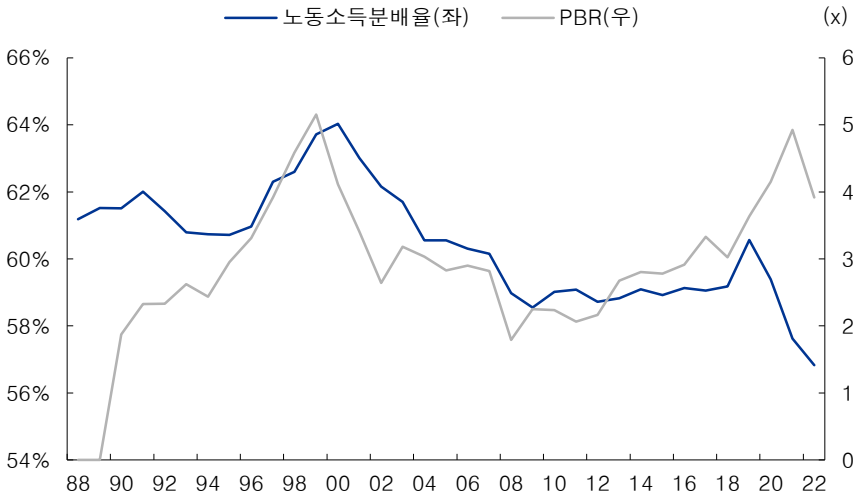
소수 기업에 집중된 기업 이익 역시 경상소득보다는 자산가치 상승에 더 기여

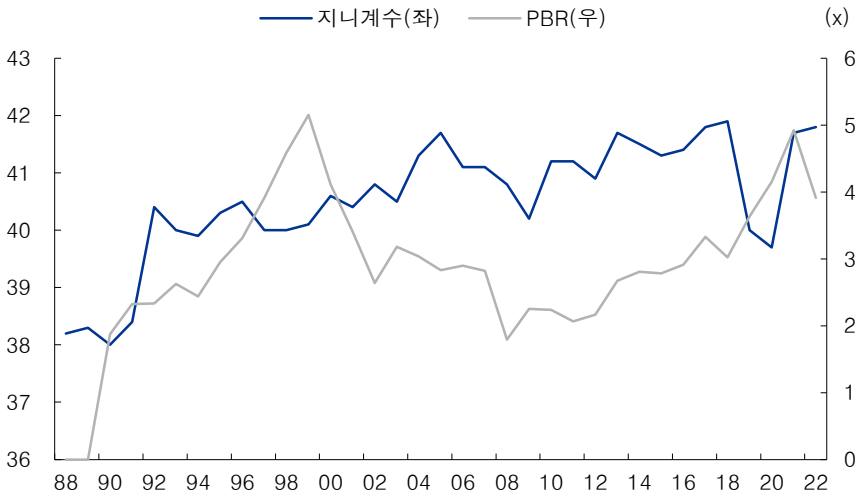


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

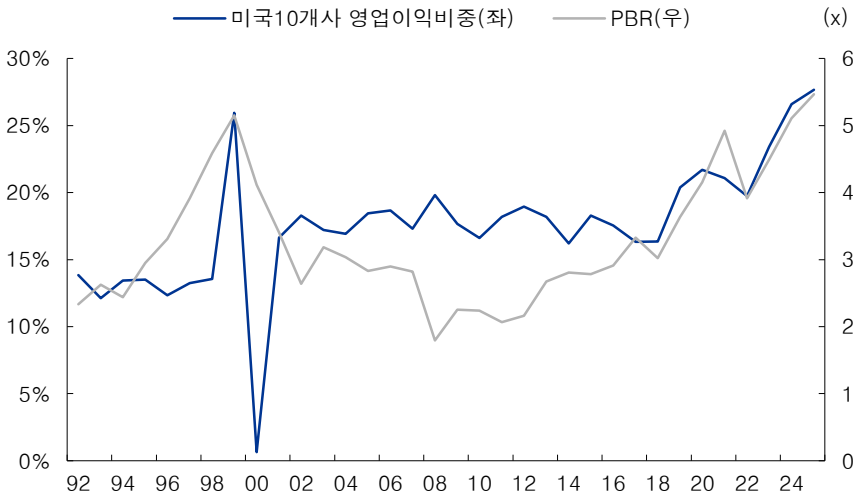
Value-up을 위해서는 양극화 심화가 필요?

노동소득분배율과 미국 시장 PBR은 팬데믹 이전까지는 같은 궤적으로 움직였으나 이후에는 반대방향으로 멀어짐





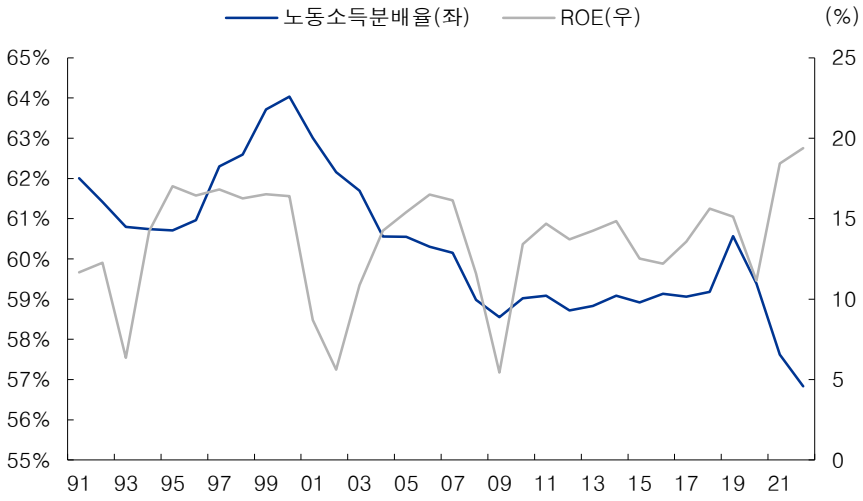
소수 기업에 집중된 이익이 전체 시장 배수를 끌고 올라가는 흐름



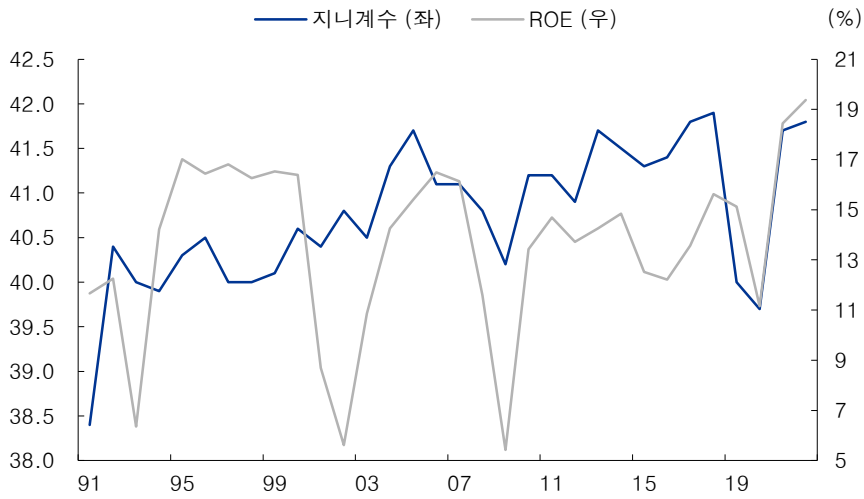
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

양극화 심화되는 기간 ROE도 상승

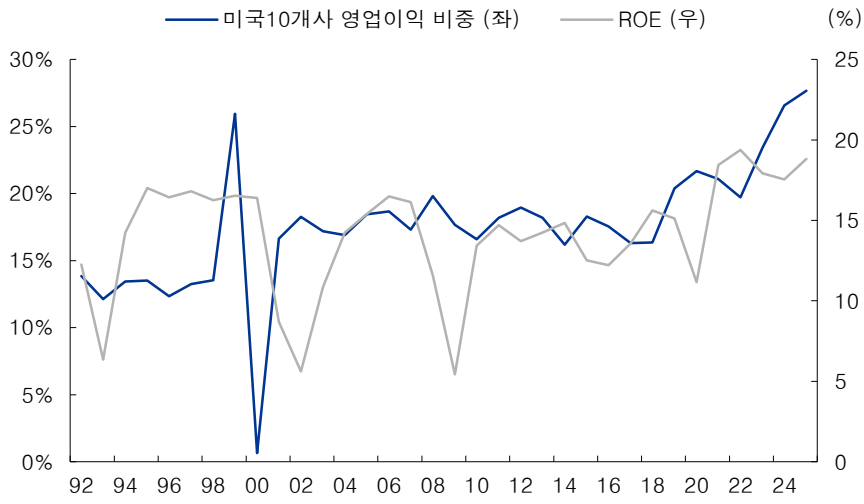
노동소득분배가 줄어들 때 기업 자기자본이익률 상승



가계 부문에서의 소득 격차와 ROE도 연동



엔비디아 등 소수 기업이익이 시장 ROE의 많은 부분을 점유



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

2-4

대규모 유동성 공급이 실물보다는 자산을 더 많이 자극하고 양극화도 더 확대 시키고 있음

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

➡ 자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본

➡ 양극화와 경기사이클 그리고 체감경기

➡ 양극화와 자산시장

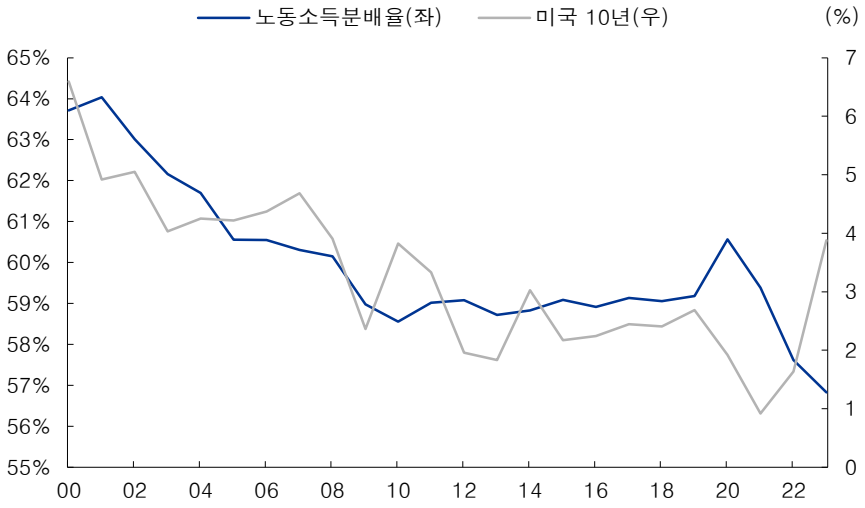
➡ **양극화와 유동성 공급 및 금리**

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

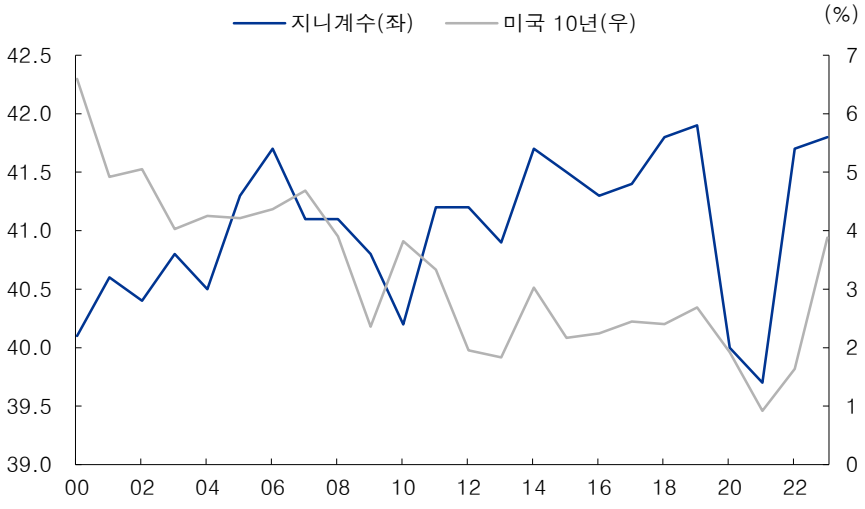
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

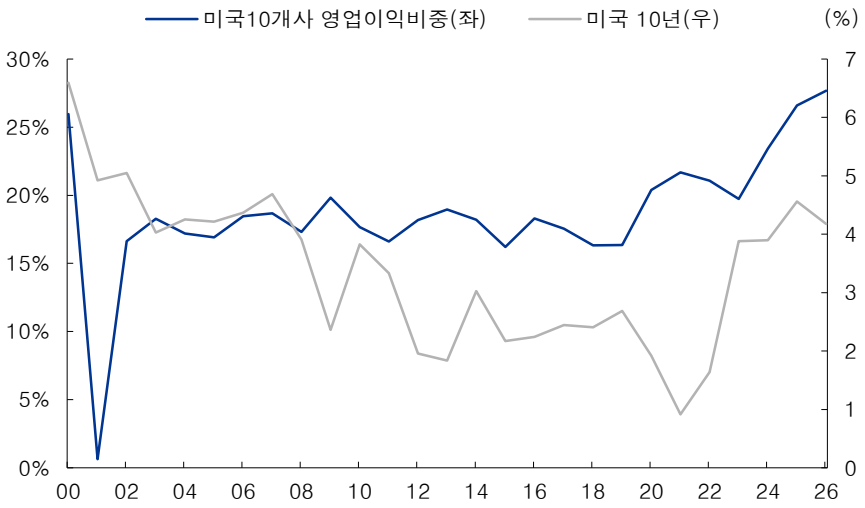
양적정책 도입으로 양극화 지표와 금리 관계 변함

낮은 금리는 자본 도입 비용은 낮게해 자본기여율을 높이고 노동소득분배율은 낮춰왔음. 하지만 최근에는 노동소득기여율이 크게 낮아지고 있음에도 불구하고 금리 상승 ➡ 양적완화로 인한 기조적인 인플레이션 압력



가계 부문과 기업부문 양극화 지표는 금리와 궤적을 같이 함

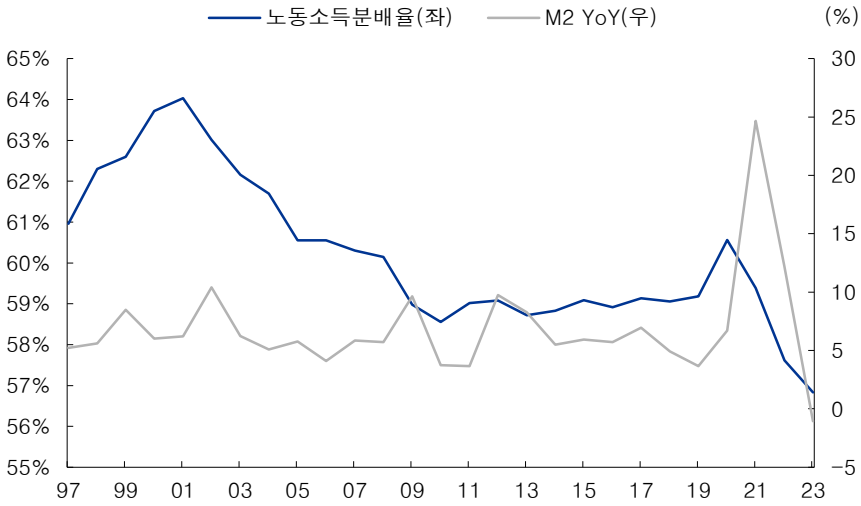




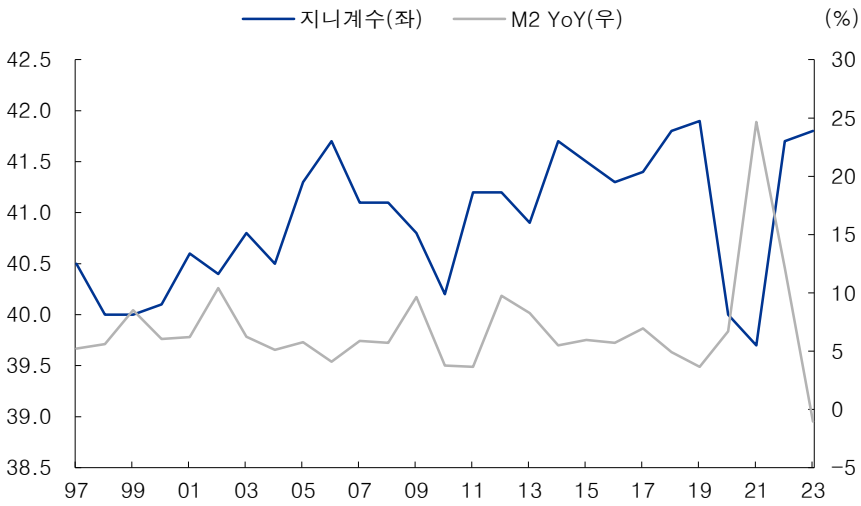
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

단순한 통화 증가율보다는 …

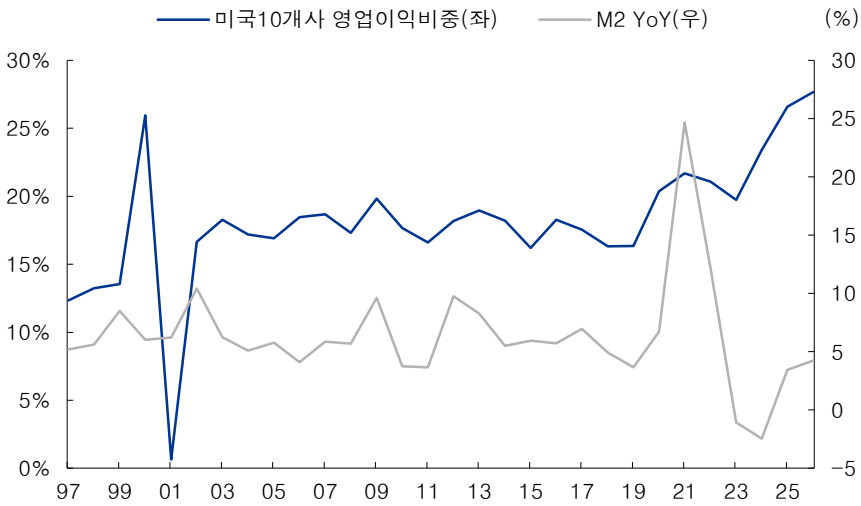
미국 노동소득분배율과 M2 증가율



미국 지니계수와 M2 증가율



미국 상위 10개사 영업이익 비중과 M2 증가율

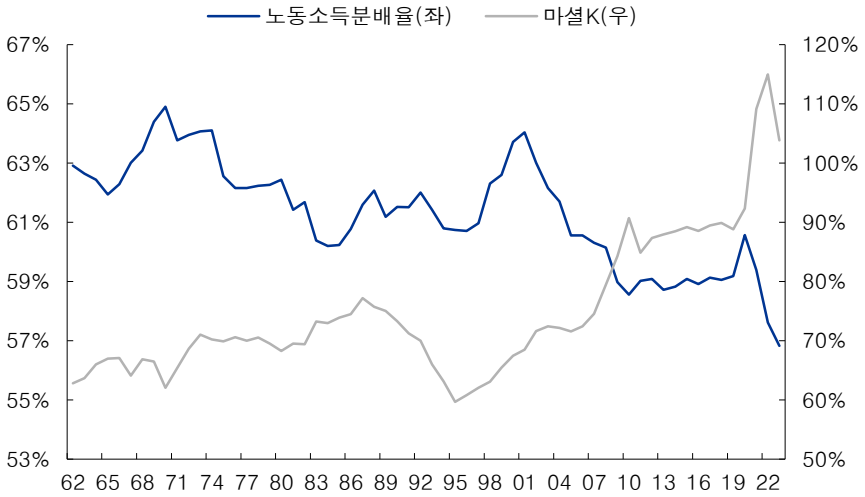


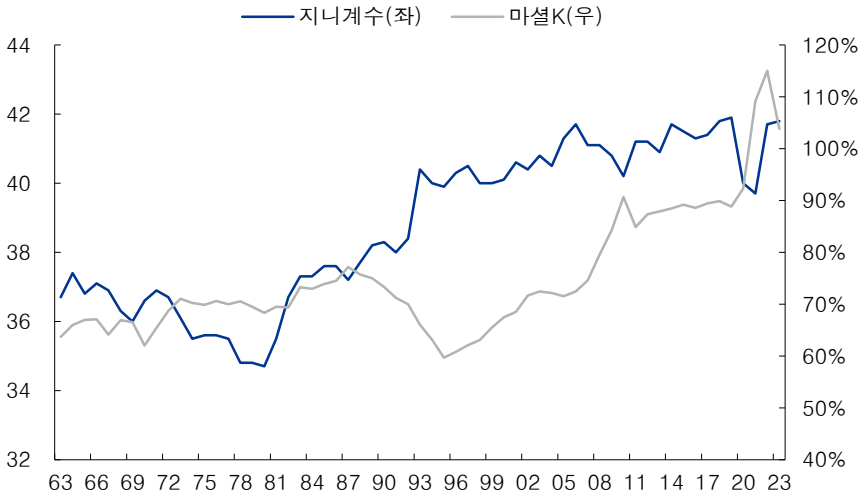
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

잉여유동성이 양극화 지표와 훨씬 밀접한 관계 형성

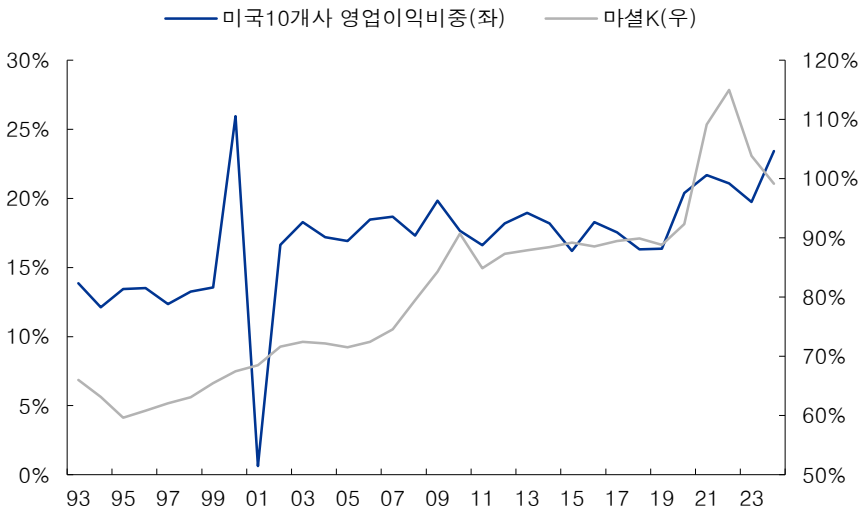
뚜렷한 역의 관계를 보여주는 마셜k와 노동소득분배율

실물 부문이 흡수할 수 있는 것 이상의 유동성이 자산시장으로 흘러 자산 가격을 상승 시키고 자산 가격 상승의 수혜는 노동보다는 자본이 볼 뿐 아니라 노동 내에서의 격차도 확대 시킴





잉여유동성의 수혜도 '승자독식'



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

3

가장 중요한 경로는 양극화 확대로 인한 신용위험 점증 ➡ 사모대출 문제도 그 연장선

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

3-1

빠르게 증가한 규모와 눈에 띄게 늘어나는 부실은 과거 신용위기의 기억을 자극

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

➡ 불안을 키우는 미국 사모 대출 우려

➡ 미국 사모 대출 문제의 출발점은?

➡ 2008? or 2023?

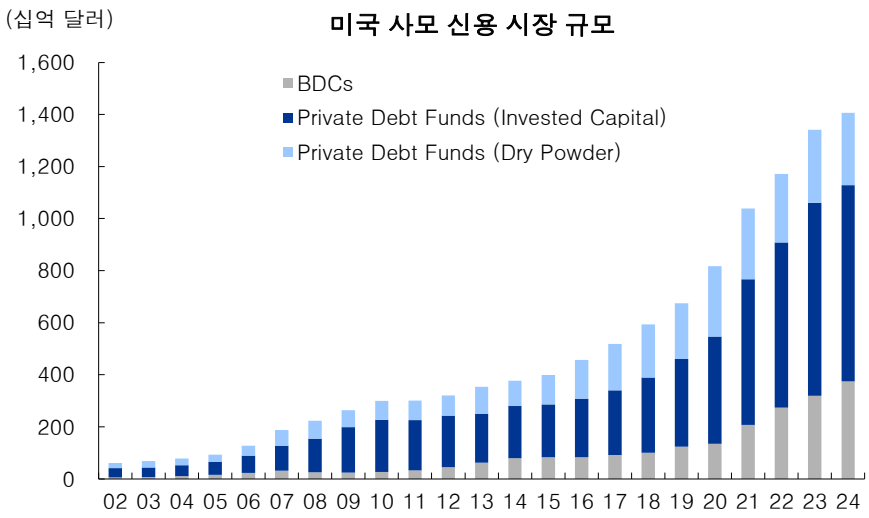
➡ 우리 경제에도 약한 고리로 작용하는 만성화된 양극화

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

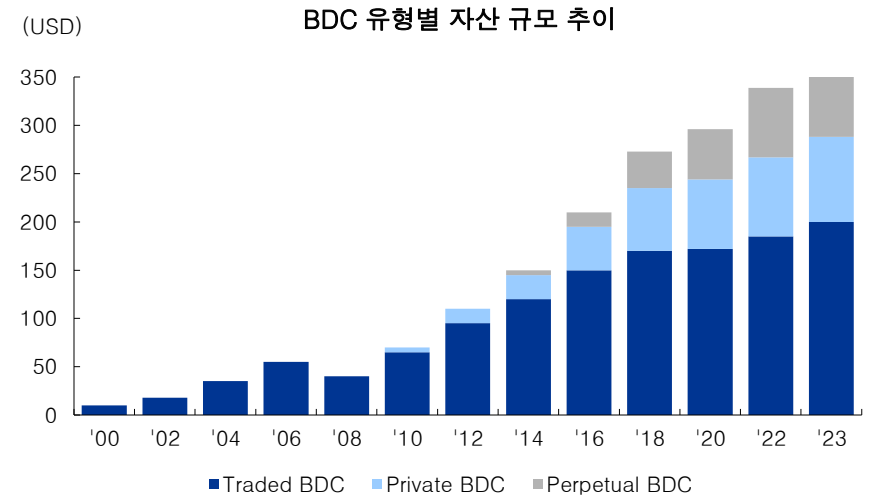
문제는 이 시장 규모가 빠르게 늘고 있다는 사실

여러가지 우려에도 불구하고 사모시장은 빠르게 성장 중 ➡ 자산 시장 호황 바탕으로 점점 더 고수익을 추구하는 경향과 맞닿아 있음

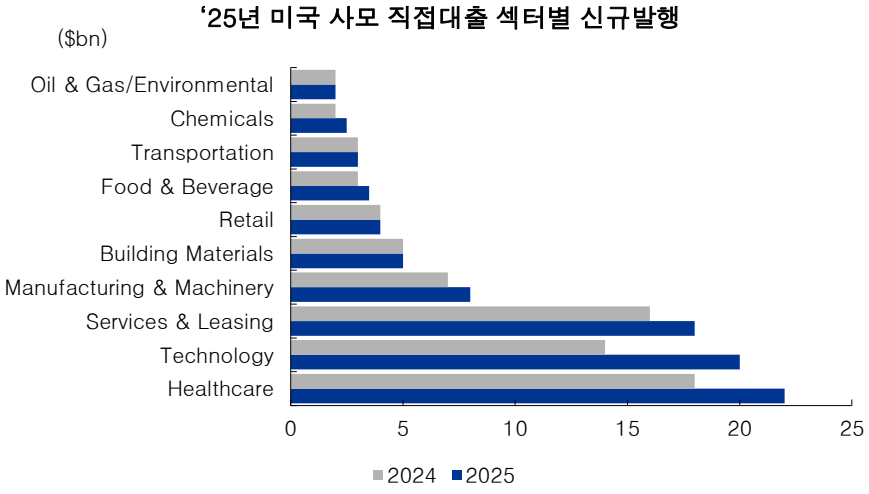
하지만 향후 부실화 될 수 있는 규모도 그만큼 커지고 있는 것은 아닐까?



투자가들의 접근성을 높인 기업성장집합투자기구(BDC) 등이 자금을 빠르게 흡수하며 사모대출 시장을 크게 확장



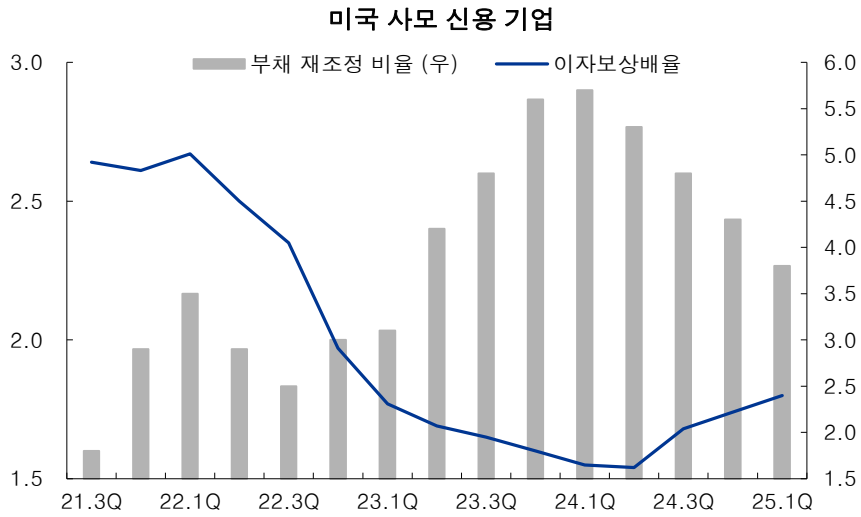
산업재나 제조업에서 최근에는 기술기업들이나 헬스케어 등 지식기반 기업들의 자금 조달 증가

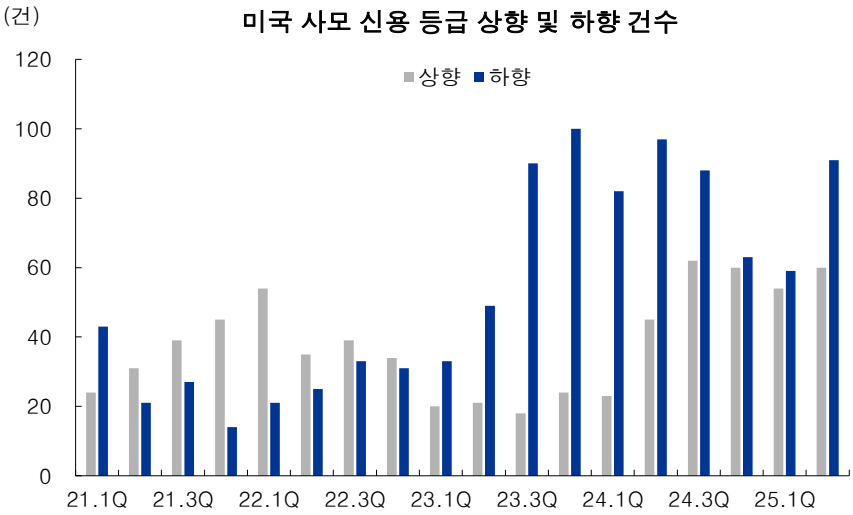


자료: Global Financial Stability Report(2024.04), IMF, Pitchbook, IBK투자증권

부담과 불안이 점증하는 사모신용 문제

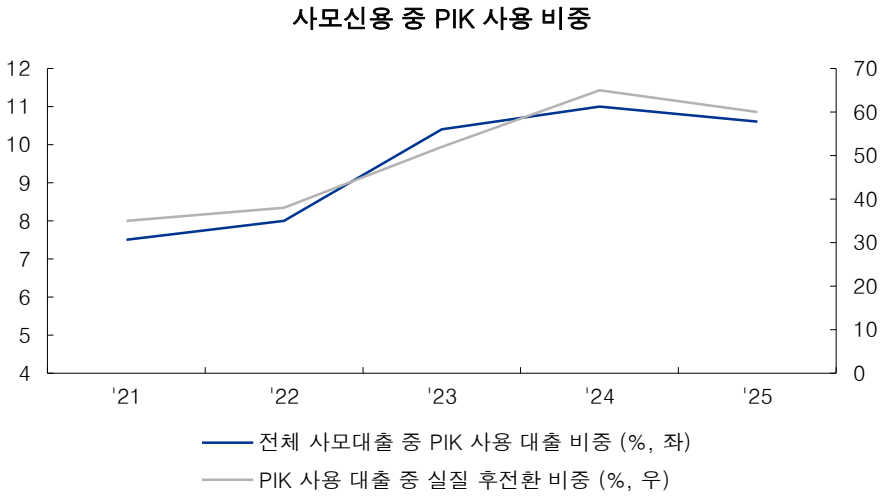
수익성 악화되고 있고
신용등급이 빠르게 하락
하고 있음





사모대출 시장에서
현금이 아닌 현물로
이자를 갚는
'PIK(Payment-in-Kind)
대출' 비중 상승

➡ 유동성 우려 부상

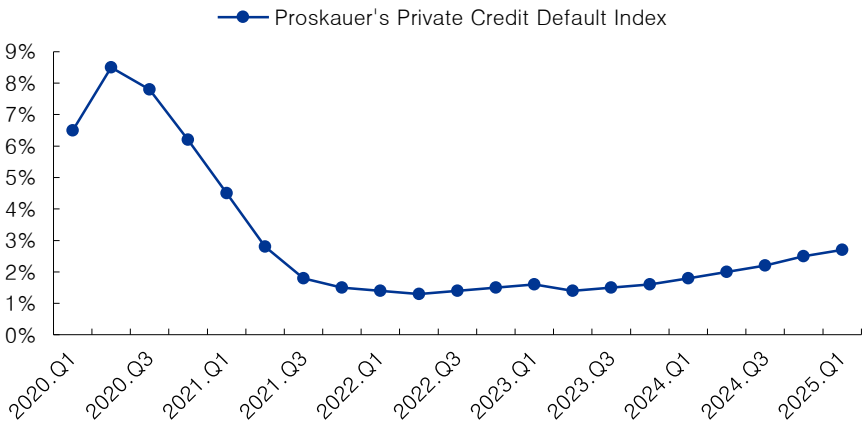


자료: Lincoln International, 국제금융센터, IBK투자증권

사모신용 문제는 이미 위험 수위에 다다르고 있다고 판단

부도율 증가

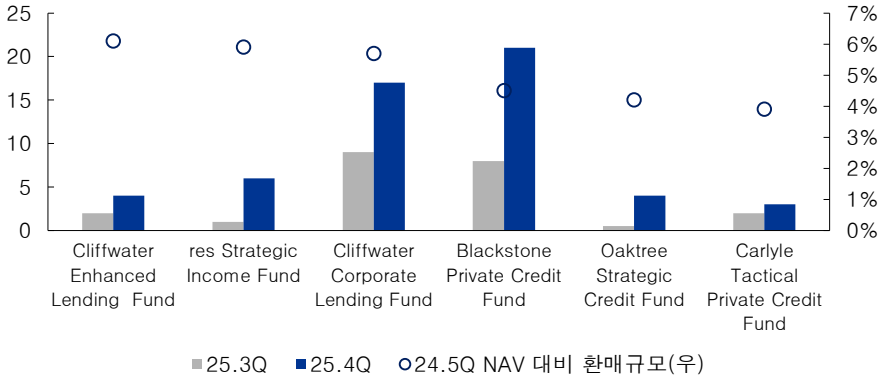
미국 사모대출 부도율 추이



빠르게 늘어나는 환매 수요

➡ 불안과 유동성 문제를 자극

주요 사모대출 BDC 환매(redemption) 규모



자료: Proskauer Rose LLP, Goldman Sachs, IBK투자증권

3-2

양극화로 인한 위험 증가 ➡ AI로의 투자자금 쏠림 ➡ 약한 고리부터 부도위험 상승

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

➡ 불안을 키우는 미국 사모 대출 우려

➡ 미국 사모 대출 문제의 출발점은?

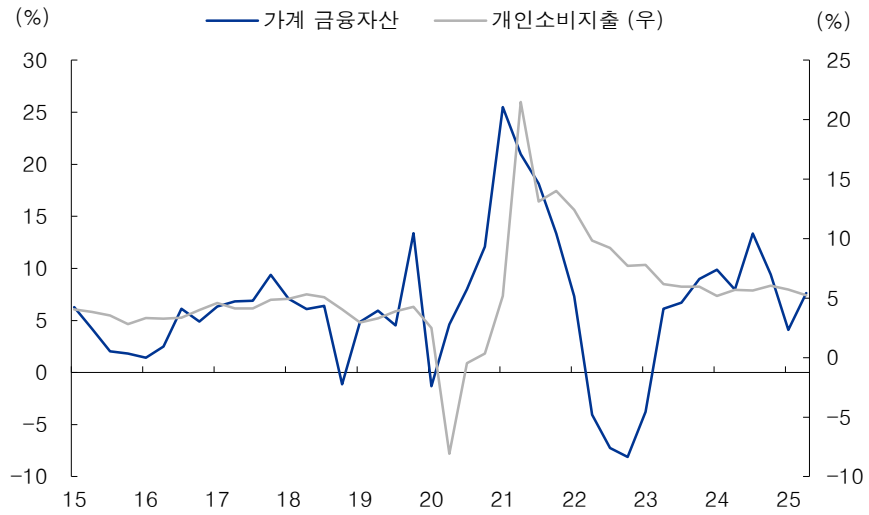
➡ 2008? or 2023?

➡ 우리 경제에도 약한 고리로 작용하는 만성화된 양극화

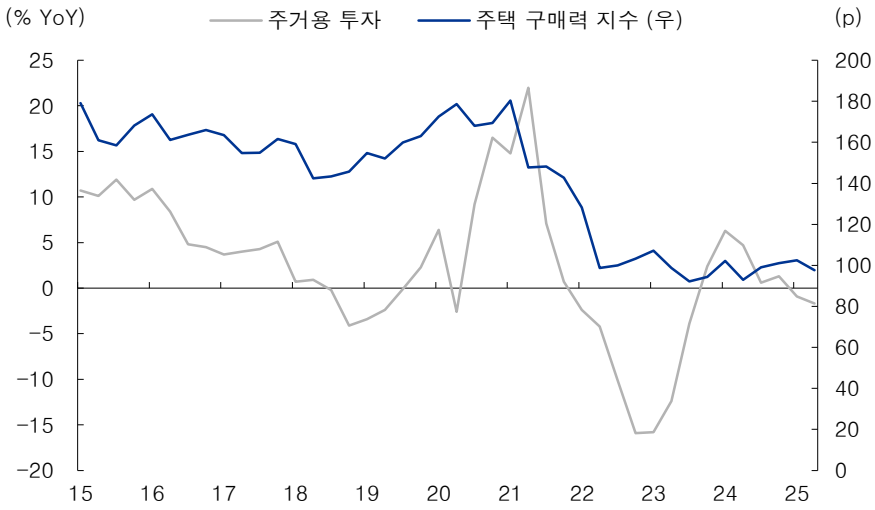
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

소득 약화는 자산 유지에 대한 부담 증가로 연결

경제 전체의 부가가치 상승 분을 따라가지 못하는 가계소득의 흐름은 높아진 자산 가격을 감당하지 못하는 흐름으로 연결



최근 주택구매력 지수 하락과 주거용 투자 감소는 이를 뒷받침 해주는 모습

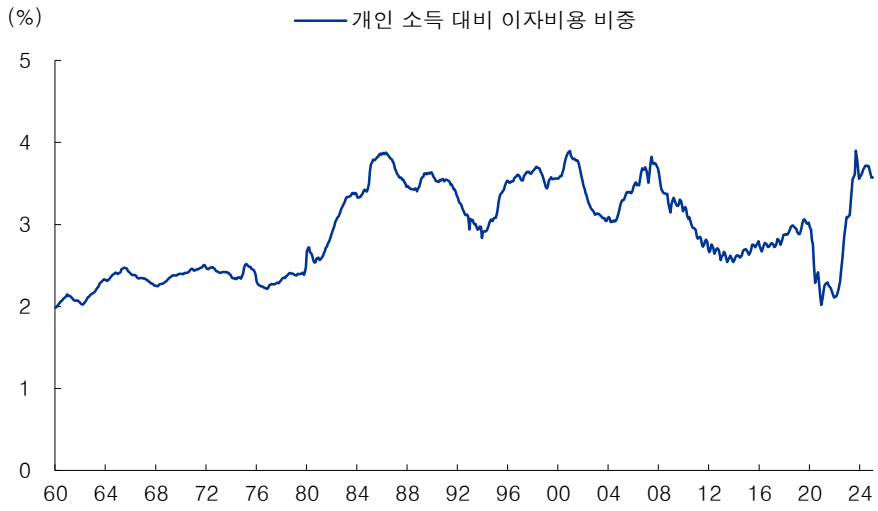


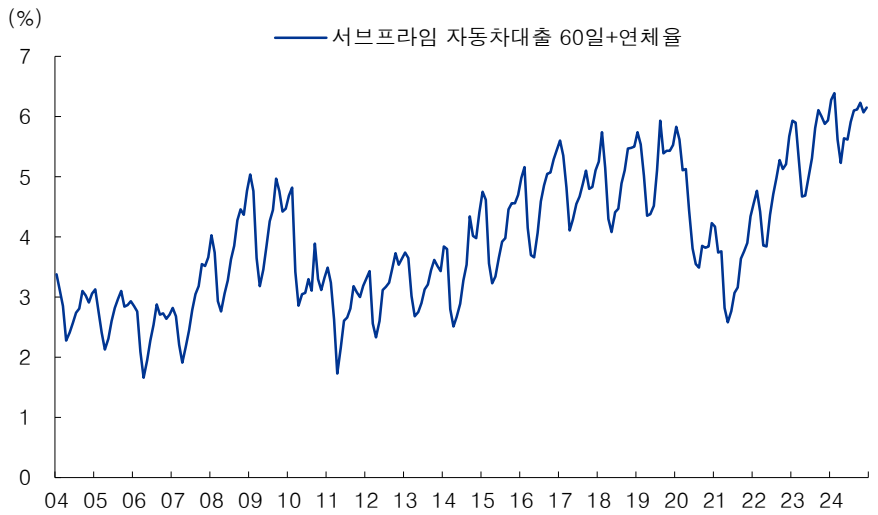
둔화되는 소득은 지속되는 고금리와 맞물려 금융비용 증가 부담으로 이어짐

자료: Bloomberg, IBK투자증권

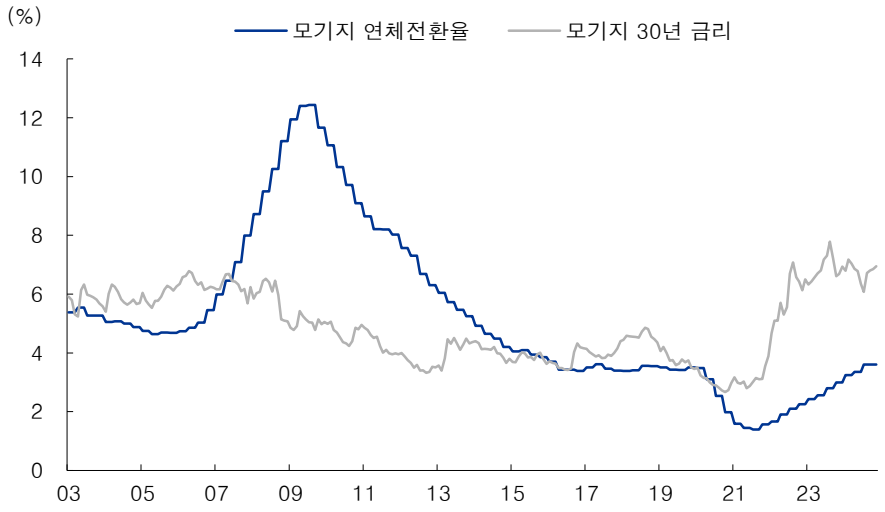
지속되는 고금리의 부담 ➡ 가계 건전성 약화

이자율이 빠르게 상승하며 소비성 대출의 연체율도 빠르게 상승





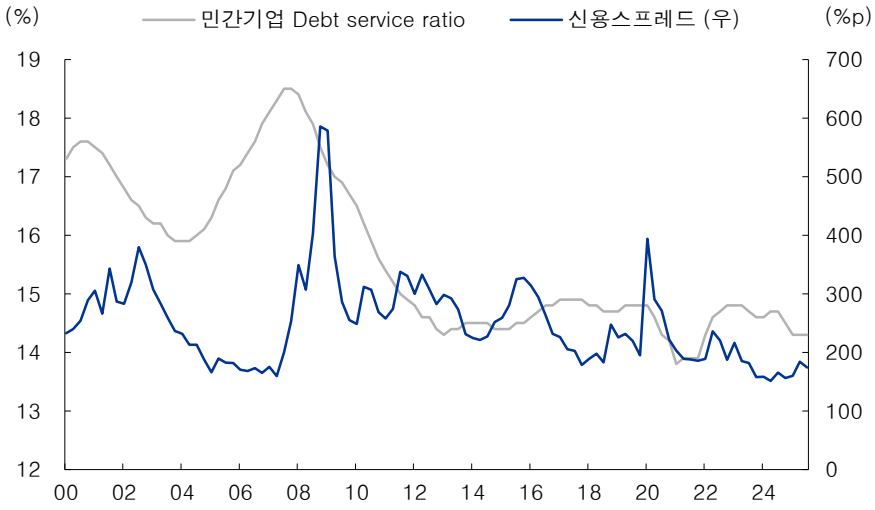
소비성 대출만큼은 아니지만 고금리는 주택관련 대출에도 부담을 주기 시작



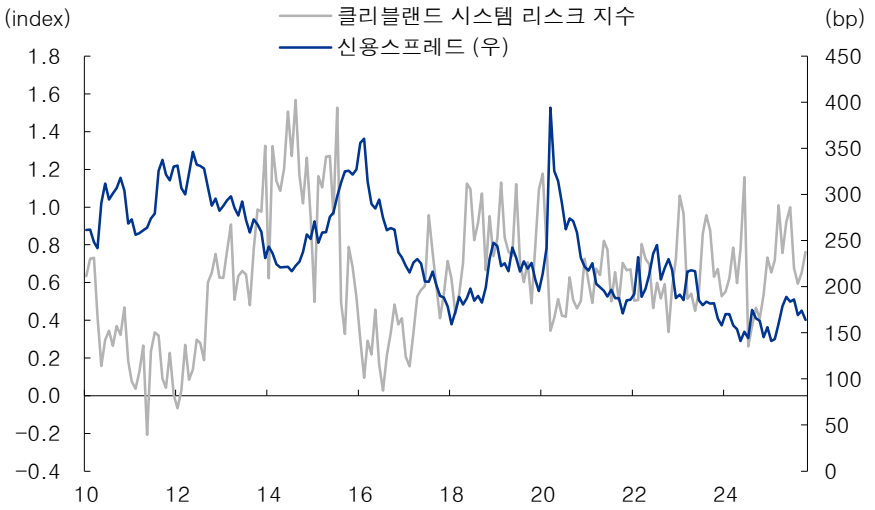
자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권

표면적으로 안정되어 있는 기업신용

여러 우려에도 불구하고 표면적으로 미국 금융 시장과 신용시장은 안정적인 흐름을 유지 중



가장 중요한 요인은 막대한 잉여유동성과 아직은 상승 중인 자산 가격에 기인

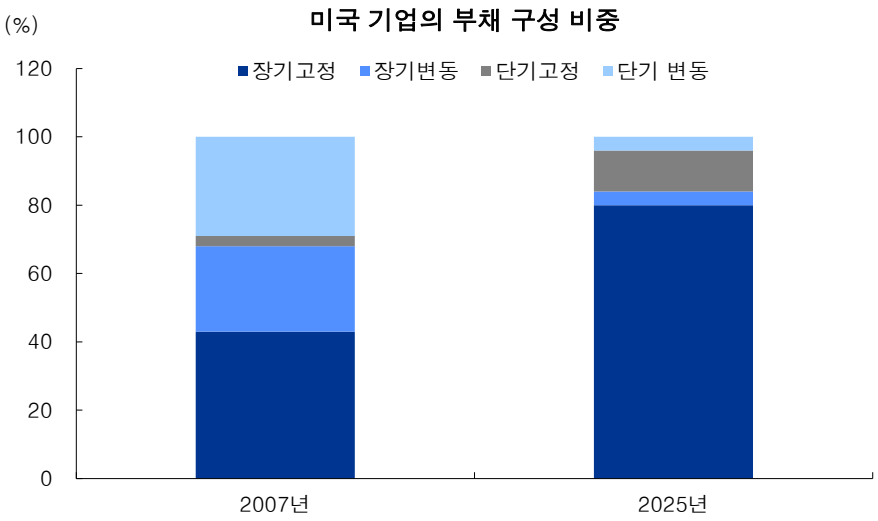


하지만 수면 아래에서는 몇 년 안에 임계점에 도달할 수도 있는 불안 요인들이 내재되어 있음

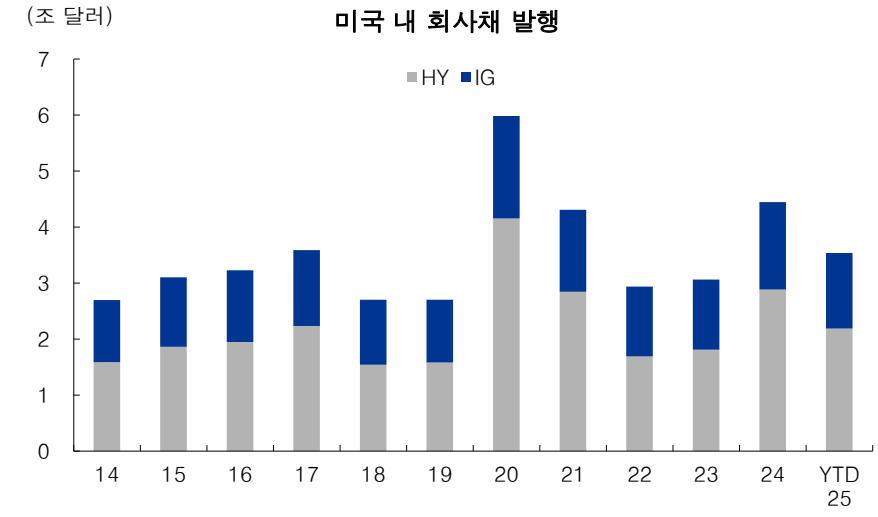
자료: Bloomberg, IBK투자증권

장기 고정 부담이 높아진 기업 부채

과거에 비해 장기 고정 부채가 매우 큰 비중을 차지 ➡ 지나치게 변동 부채 비중이 높았던 금융위기의 교훈이지만 기업들이 지금의 높은 금리에 장기간 노출될 수 있음을 의미

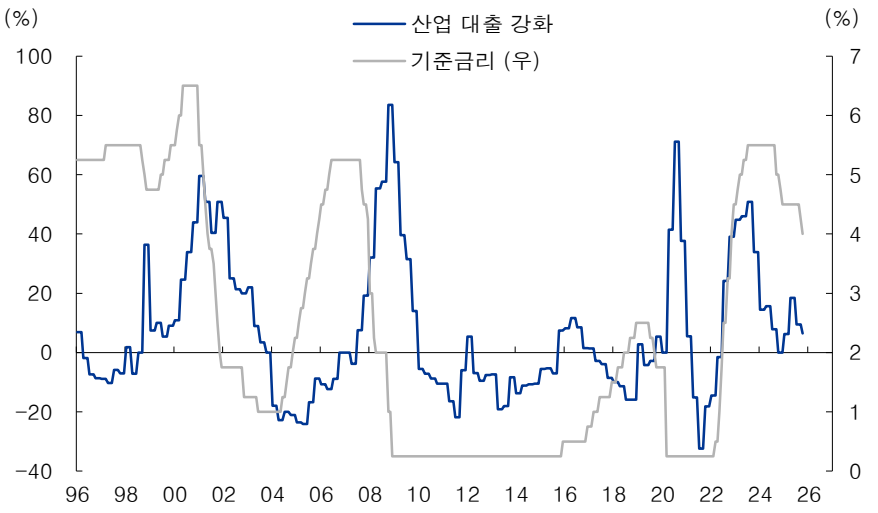


하이일드 채권 비중이 지속적으로 증가 ➡ 지금은 잉여 유동성 상황이지만 자금 상황이 바뀐다면?



산업용 대출에 대해 엄격해지는 분위기

AI 등이 자금을 대부분 흡수해감에 따라 소외된 산업의 자금 사정은 더 어려워지는 현실

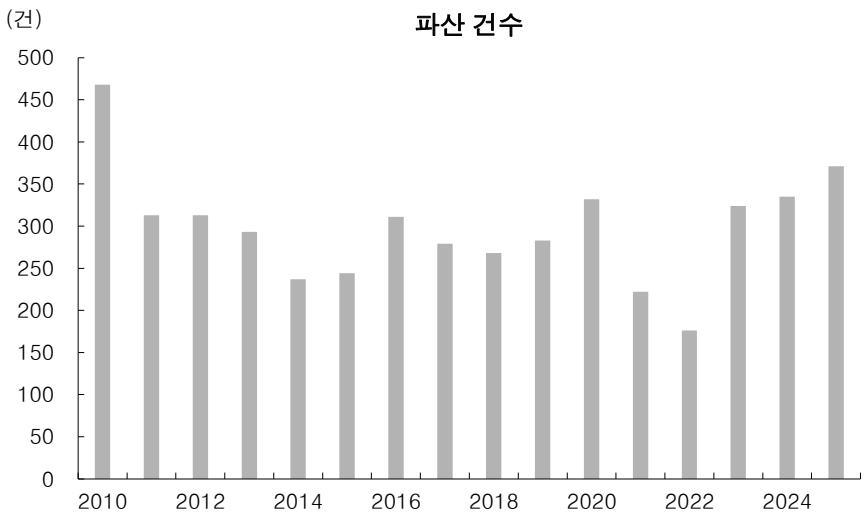


자료: Bloomberg, SIFMA, IBK투자증권

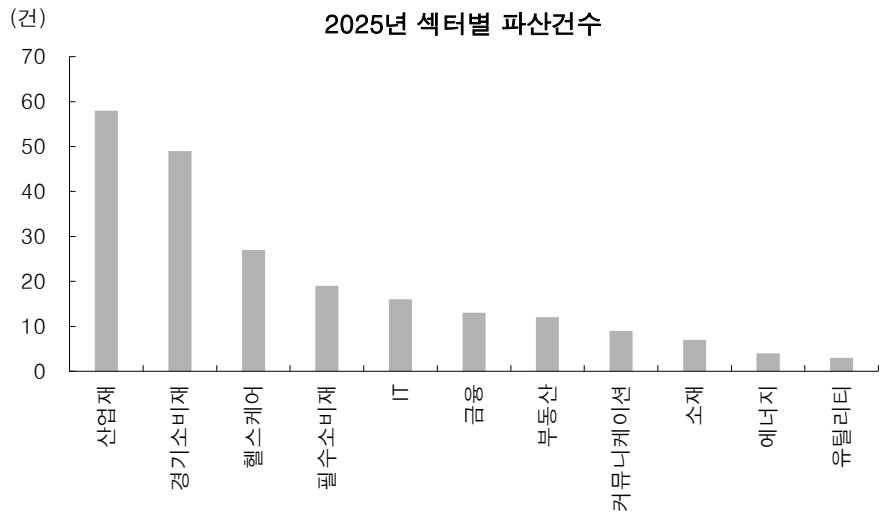
소리없이 증가하는 파산

주가지수 사상 최고치를 경신하고 있고 첨단 기업들의 이익 규모도 천문학적이지만 미국 기업들의 파산은 2022년 이후 늘고 있음

기업 양극화의 사례



산업별로는 산업재와 경기소비재에 몰려 있음



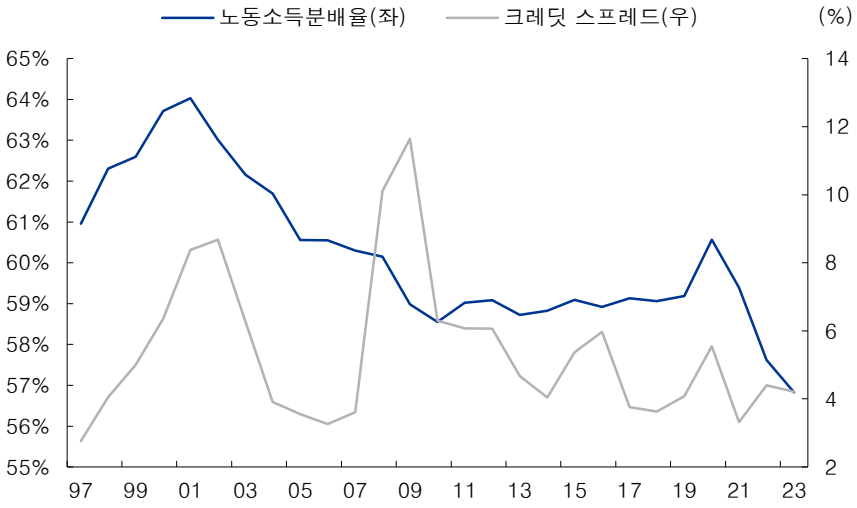
자료: S&P Global, IBK투자증권

사모신용의 구조적 취약성이 드러나기 시작한 것이 2025년 9월 서브프라임 중고차딜러십 및 할부 금융회사인 '트라이컬러 홀딩스'와 자동차애프터마켓 부품 제조 유통 회사인 '퍼스트 브랜드 그룹' 파산이라는 것을 생각해 볼 필요

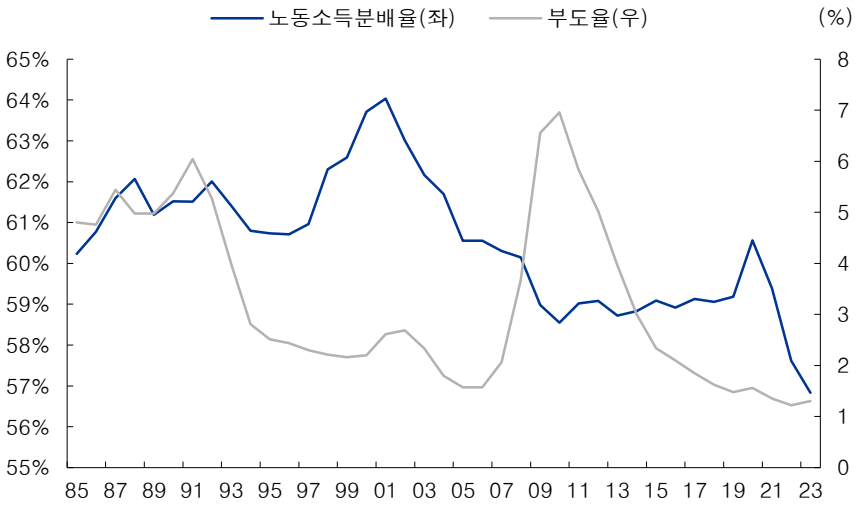
AI 투자로 인해 우려가 증폭되고 있으나 실제 파산은 양극화의 소외된 부분에서 발생하고 있고, 신용등급 하향도 미래에 대한 기대보다는 현재의 부실에 기반하고 있다는 점

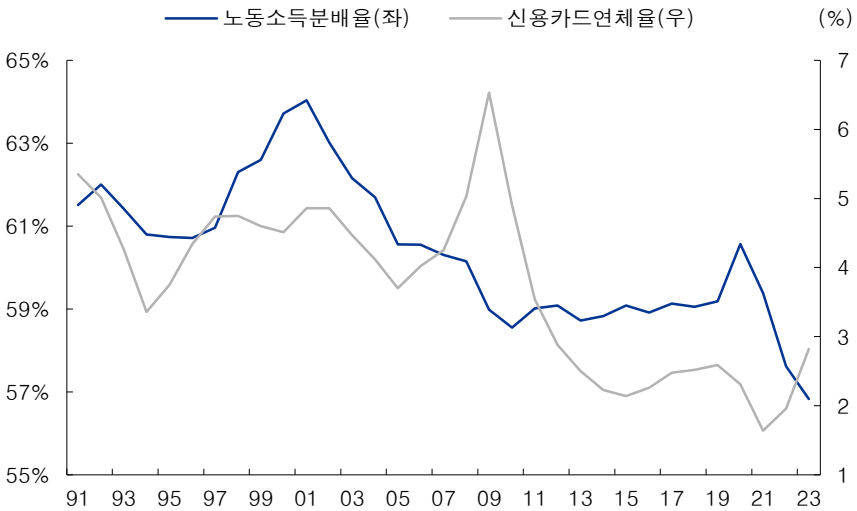
양극화와 신용위험 지표는 높은 역 상관관계 형성

노동소득분배율의 하락은 초기 신용스프레드 및 부도율 하락과 같이 움직이지만 일정 수준을 지난 계속 하락하면 갑작스러운 신용위험 현실화를 초래



자산 버블 및 자본 투자 규모 증가와 함께 경제에서 점점 더 탈락하는 경제주체들의 부담이 누적되다 임계 수준을 넘어서면 실제 부도로 이어지는 흐름

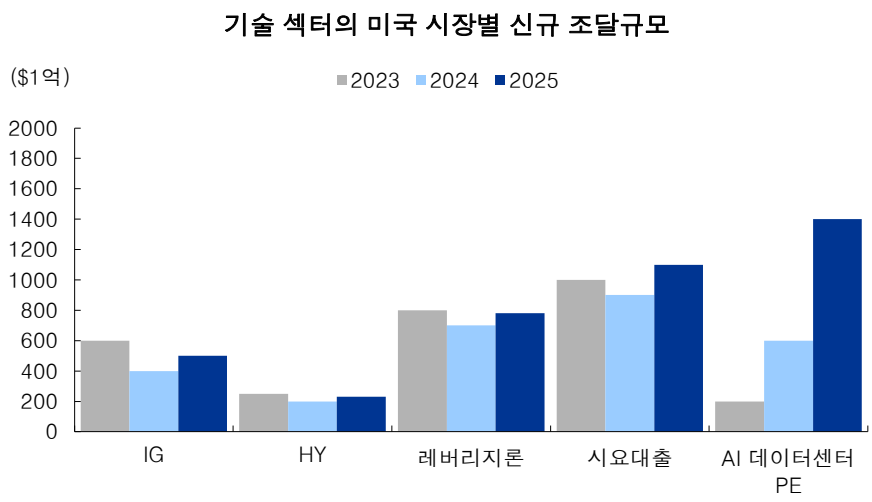




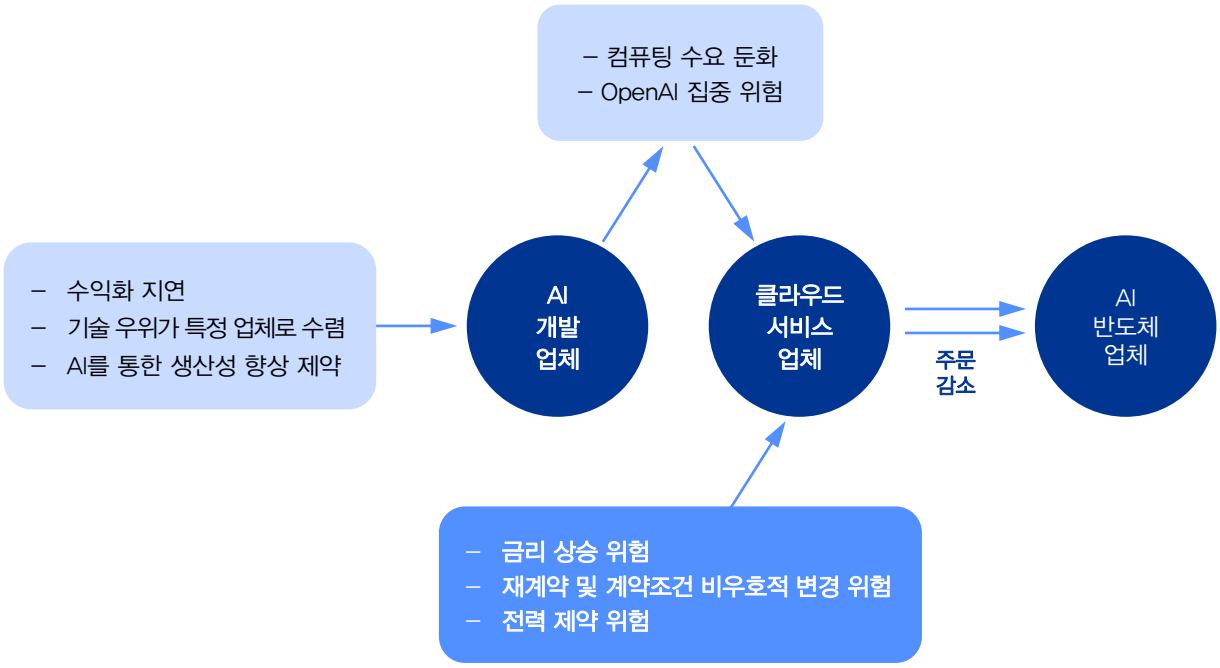
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

사모신용 불안을 더 자극하는 AI 투자에 대한 우려

이미 사모대출은 미 기술 기업들의 주요 자금 조달원으로 자리 잡음



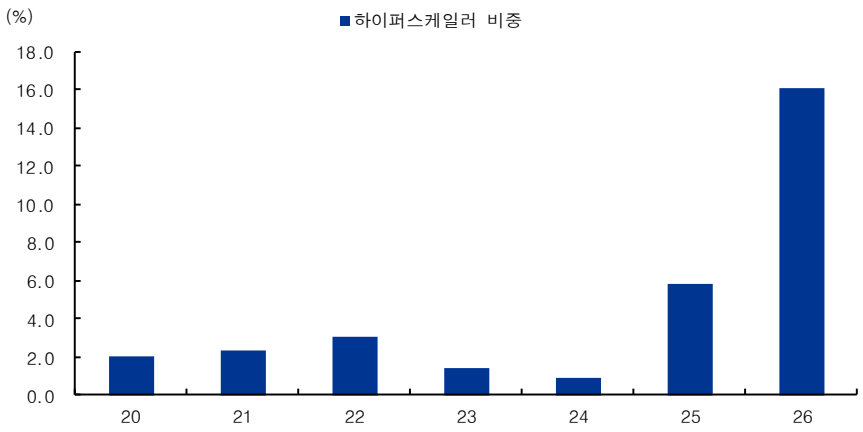
AI 생태계 위험 전이 경로 (한국신용평가 자료)



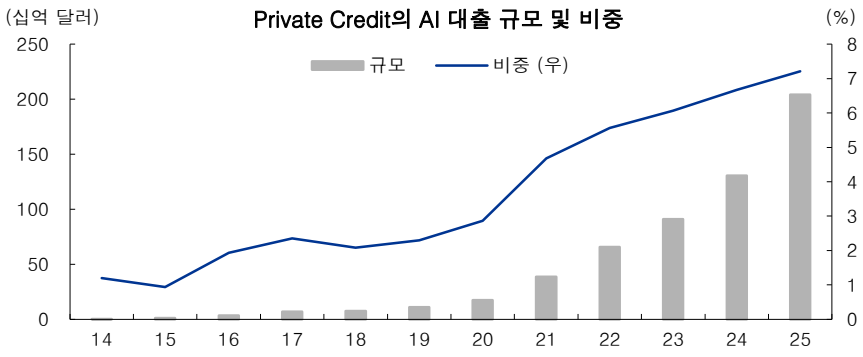
자료: UBS, 국제금융센터, 한국신용평가, IBK투자증권

외부자금 조달 규모가 급증하는 미국 AI 기업

투자 규모가 급증함에 따라 외부자금 조달 규모도 빠르게 커지고 자금조달 시장에서 차지하는 비중도 가파르게 증가



회사채 시장뿐 아니라 최근 부실 우려로 뉴스에 오르내리고 있는 사모대출 (Private Credit, PC) 시장에서도 AI기업 대출 규모와 비중은 빠르게 증가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

"AI 기업이 늘어난 투자를 감당할 수 있는가?"도 문제지만 한정된 유동성을 AI 기업이 차지함으로써 다른 산업에 속한 기업들의 자금 조달 경로는 실질적으로 좁아지는 문제에 더 집중

3-3

2008년 금융위기보다는 2023년 미 지방은행 사태와 비슷한 규모와 흐름으로 전개될 듯

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

➡ 불안을 키우는 미국 사모 대출 우려

➡ 미국 사모 대출 문제의 출발점은?

➡ 2008? or 2023?

➡ 우리 경제에도 약한 고리로 작용하는 만성화된 양극화

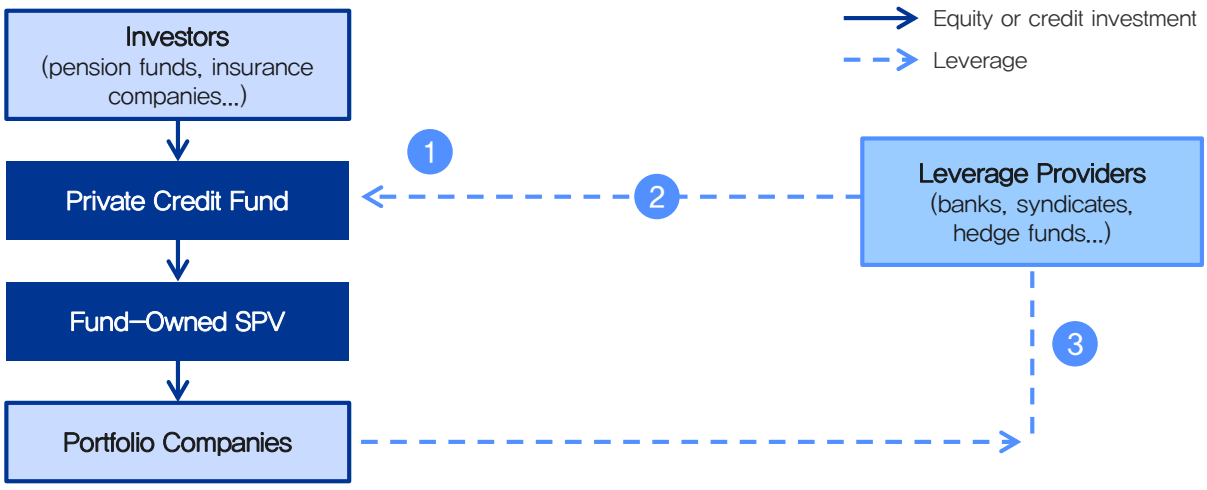
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

이해관계자가 광범위할 수 밖에 없는 사모신용 시장

사모신용 구조

단계	주요 player(요소)	일반적 특징
최종투자자 (End Investors)	· 연기금 (Pension Fund) · 보험사 (Insurance Corporations) · 국부펀드 (Sovereign Wealth Funds) · 개인투자자 (Retail)	· 장기 투자 경향 · 기관투자자 중심(초고액 투자자 포함)
※ 레버리지 공급	**· 은행 (Banks)**	**· 중개자에 레버리지(대출) 공급**
중개자 (Intermediaries)	· 폐쇄형 사모펀드 (Closed-end GP/LP) · 기업성장집합투자기구 (BDCs) · 대출채권담보부증권 (CLOs) · 준유동형 BDCs – Perpetual BDCs, Interval Funds	· 일반적으로는 조달 만기와 대출운용 만기가 크게 차이나지 않으나, 준유동형 구조에서는 만기불일치 리스크 확대
※ 대출조건	**· 변동금리 대출 (Floating · Rate Loans)**	**· 강도높은 특약조건 (Covenant Heavy)** **· 소수의 대주단, 맞춤형 대출 및 기업 통제권 조약 등**
차입자 (Borrowers)	· 중견기업군 (Middle-market Firms)	· 통상 연매출 1억달러~10억달러 사이의 기업 · 공모 채권시장에 접근하기는 규모가 작으나 일반적인 은행대출만으로는 사업 확장이나 M&A 자금을 충당하기 어려운 기업

사모신용의 다층적 레버리지 구조

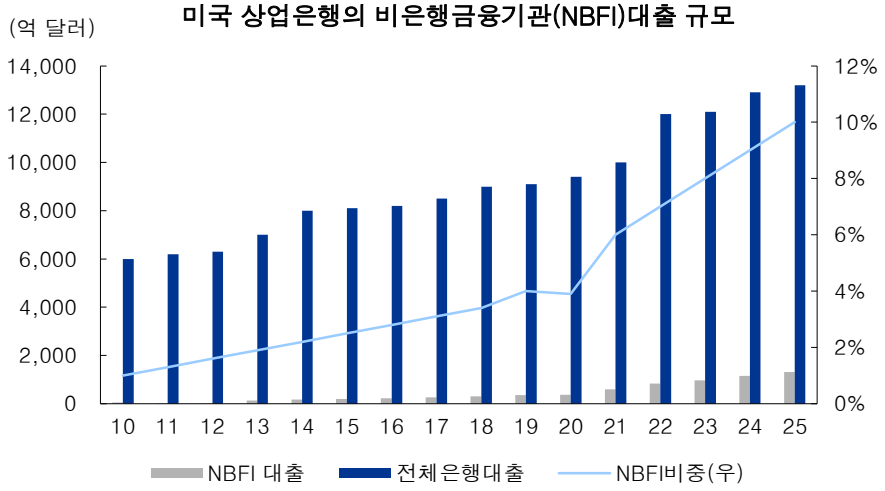


자료:NICE신용평가, Global Financial Stability Report(2024.04), IBK투자증권

사모신용시장 커지는 것에 비례해 미 은행의 NBFI 대출 규모도 빠르게 증가

코로나 팬데믹을 계기로 NBFI 대출 증가 가속

미국 상업은행의 비은행금융기관(NBFI)대출 규모

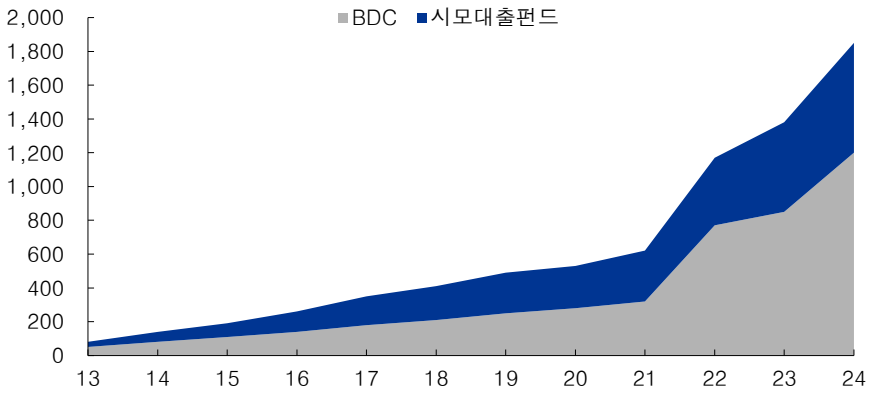


은행 위기로 전망?

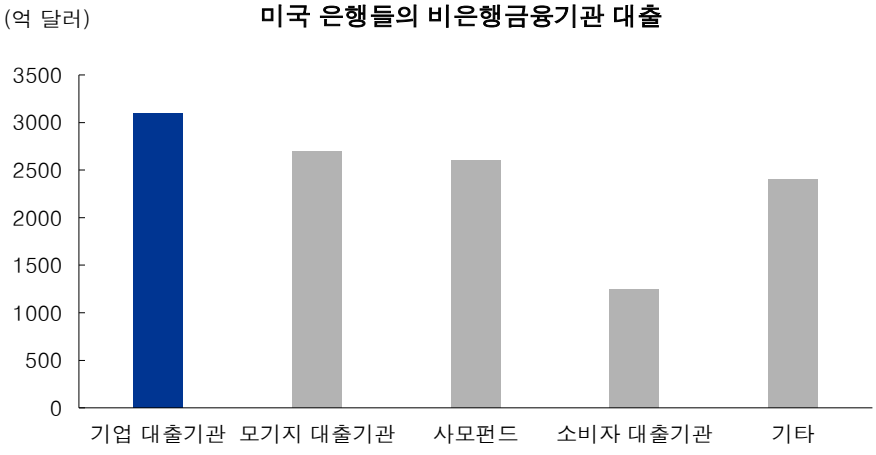
2008년 글로벌 금융위기 이후 크게 강화된 시중은행 건전성 규제와 은행 총자산 중 사모신용기관 대출은 1.2%에 불과한 규모 등을 감안하면 가능성 낮음

(금융위기 단초가 된 부동산 대출 비중은 33% 수준)

미국 은행들의 對사모대출기구 대출 약정



미국 은행들의 비은행금융기관 대출



자료: Fred, Preqin, Form FR Y-14Q(Schedule H.1), IBK투자증권

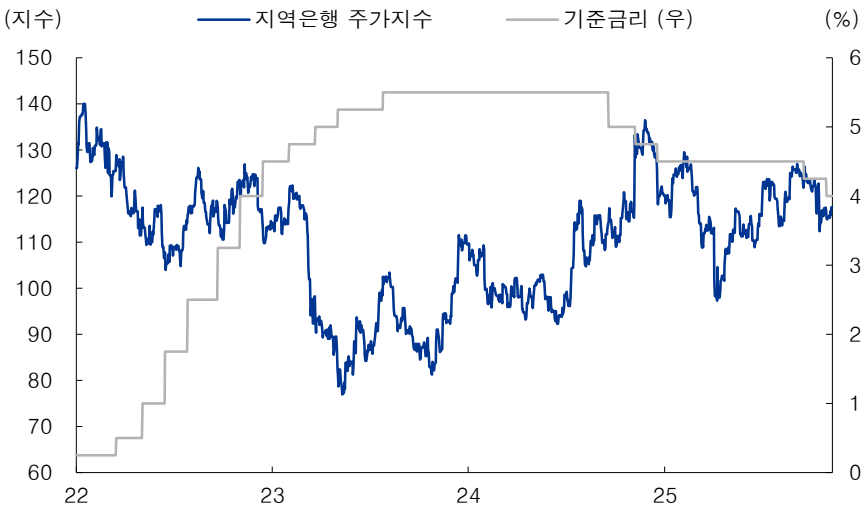
미 시중은행보다는 약한 고리인 지방은행 부실 주목

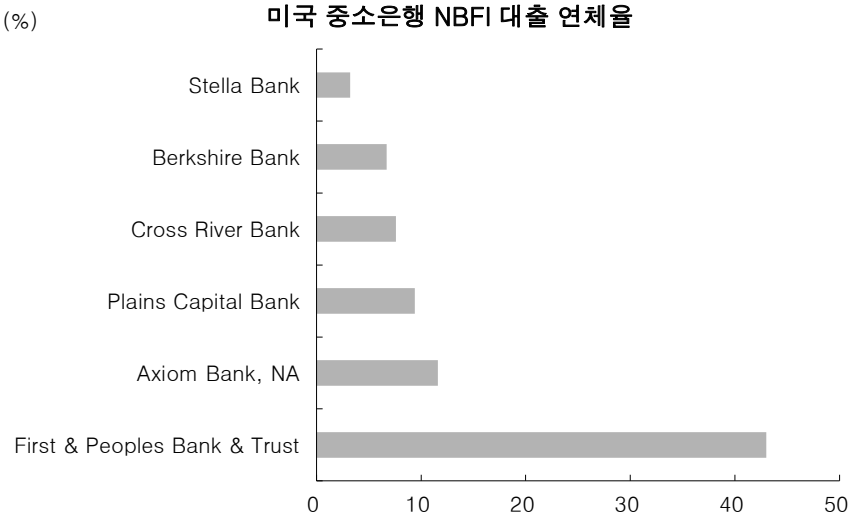
지난 2022년 실리콘밸리 은행 문제 이후 다시 중소형 은행 부실 문제가 부각

당장 시스템 위기로 번질 사안은 아님

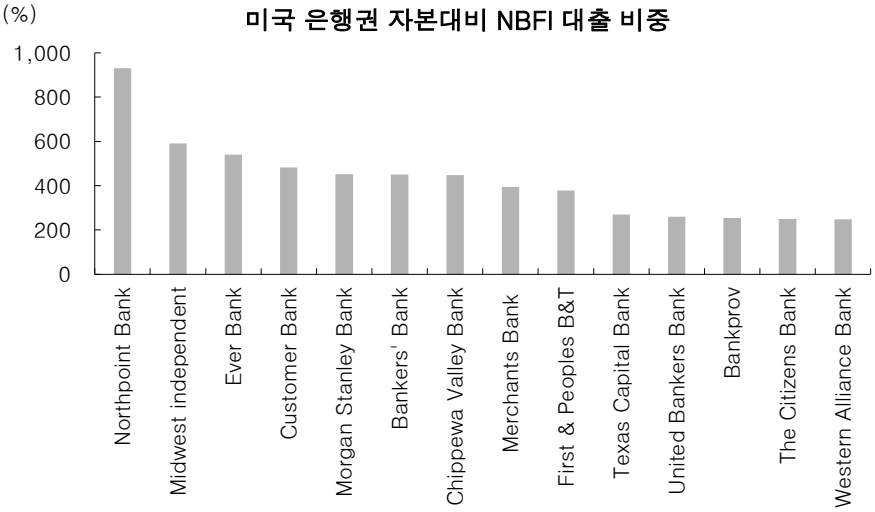
하지만 반복되고 있단 점이 문제

양극화되어 있는 미국 은행 업계와 쉽지 않은 중소형은행의 영업 환경 그리고 구조적인 문제를 보여줌





NBFI (비은행금융기관, Non-Bank Financial Intermediation)문제는 2007년 글로벌 금융위기 당시 드러나지 않았던 부외부채 문제의 그림자를 연상시킴



자료: Fitch, 국제금융센터, IBK투자증권

〈참고〉

2008년 서브프라임 사태와 현재 사모신용 시장 비교

구분		2008년 서브프라임 사태	현재 사모신용 시장
유사점	대출 기준 완화 및 초기 사업모델의 훼손	초기엔 우량 차주 대비 열위한 차주를 대상으로 한 틈새시장이었으나, CDO 형태의 조달이 활성화되며 무분별한 대출이 이루어짐	초기엔 은행 이용이 어려운 영역의 중위험-중수익 모델이었으나, 경쟁 심화로 대출기준이 완화. 전문성과 세밀한 모니터링이라는 고유의 장점도 희석
	규제 및 회계의 취약성이 시장 성장의 배경	바젤 Ⅱ 기준이 CDS 등 금융공학을 통한 리스크 경감을 광범위하게 인정하면서, 규제 당국과 금융사 모두 위험을 과소평가	내부 평가 모델(Mark-to-Model)에 의존하는 가치평가 방식으로, 부실 징후가 있어도 충당금 설정 없이 높고 안정적인 수익률인 것처럼 왜곡
	시장 전체를 파악할 수 있는 정보의 부재	시장 상황과 모기지 CDO 구조의 복잡성을 전체적으로 파악할 자료가 없어 막연한 불안감이 순식간에 공포로 확산됨	대출의 구체적인 위험 수준에 대한 자료가 부족하여 시장에 어느 정도 문제가 있다는 의구심과 불안감을 증폭시킴
차이점	구조적 복잡성	기초자산을 다시 쪼개고 합치는 CDO-Squared 등 구조가 매우 복잡하여, 투자자가 기초자산이나 레버리지 수준을 파악하기 불가능	구조가 상대적으로 덜 복잡하며, 최종 투자자나 은행이 투자 대상과 레버리지 수준을 대략적으로 파악할 수 있고 스트레스 테스트도 가능함
	금융 시스템 연계성	리먼 브라더스, AIG 등 시스템 핵심 금융사들이 CDO 제조 및 판매의 중심이었기에, 이들의 부실이 전체 시스템 붕괴로 직결	중심 플레이어가 모 자산운용사(Blackstone, KKR 등)로 이들 자체의 금융시장 내 연계성은 낮으며, 은행은 주로 선순위 채권자 역할을 수행
	시스템 전이 위험	서브프라임 시장은 전체의 3~5%에 불과했으나 핵심 기관과의 연계성 때문에 전체 금융시장으로 부실이 빠르게 전이	2025년 Fed 스트레스 테스트 결과, 사모신용 부실이 주요 은행의 자본비율(CET1)에 미치는 영향은 감내할 수 있는 수준(약 1.6%p 하락)으로 평가됨

국내 사모신용 투자주체별 특징

구분	대표기관	운용자산	주요 투자 경로	사모신용 · 투자 특징
연기금	국민연금, 공무원연금, 사학연금 등	국민연금 1,458조원 ('25년말), 공무원연금/사학연금 20~30조원 내외	해외 GP 직접 LP 출자, 국내 운용사 · 블라인드펀드 위탁	– 장기 투자 특성상 사모신용 투자 수요 높은 편 – 국민연금 기준 사모투자(PE, PC 등 포함) 비중('25 년말)은 전체 운용자산의 7.2%인 105조원
준연기금/공공기금	우정사업본부 등	우정사업본부 약 165조원	위탁운용사 선정 후 간접투자, 일부 해외 GP 펀드 출자	– 보수적 운용기조로 사모신용 투자 규모는 연기금 등에 비해 크지 않은 것으로 파악
공제회	교직원공제회 등	한국교직원공제회 약 62조원, 대한지방행정공제회 20조원 이상	국내 대형 증권사 래핑 펀드, 해외 GP 직접 LP 출자, 재간접 펀드 투자	– 수익을 확보하기 위해 연기금이나 보험사 대비 보다 적극적으로 투자를 수행할 가능성 존재
보험사	삼성생명, 한화생명, 교보생명 등	생명보험사 680조원 손해보험사 230조원	해외 GP 직접 LP 출자(대형사), 국내 중권사 클럽딜래핑 펀드 투자	– 개별 보험사에 따라 투자 비중 차이 상당히 존재 – 수익율 제고 목적으로 비중 확대 되었으나, 실제 해외 사모신용투자 비중은 대형사의 경우에도 1~3% 미만으로 파악됨

자료: NICE신용평가, IBK투자증권

3-4

너무 익숙한 내수와 중소기업 자금난
➡ 신용위기보다 성장 잠재력을 잠식하는 요인

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

➡ 불안을 키우는 미국 사모 대출 우려

➡ 미국 사모 대출 문제의 출발점은?

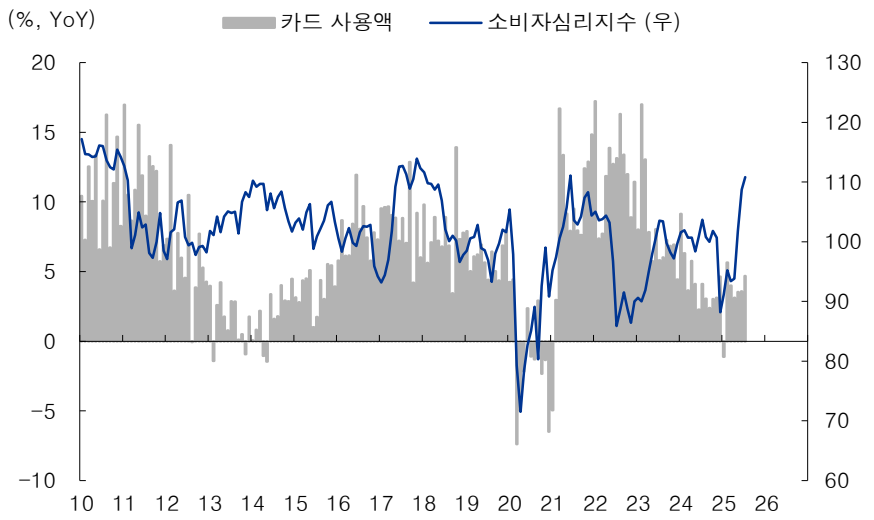
➡ 2008? or 2023?

➡ 우리 경제에도 약한 고리로 작용하는 만성화된 양극화

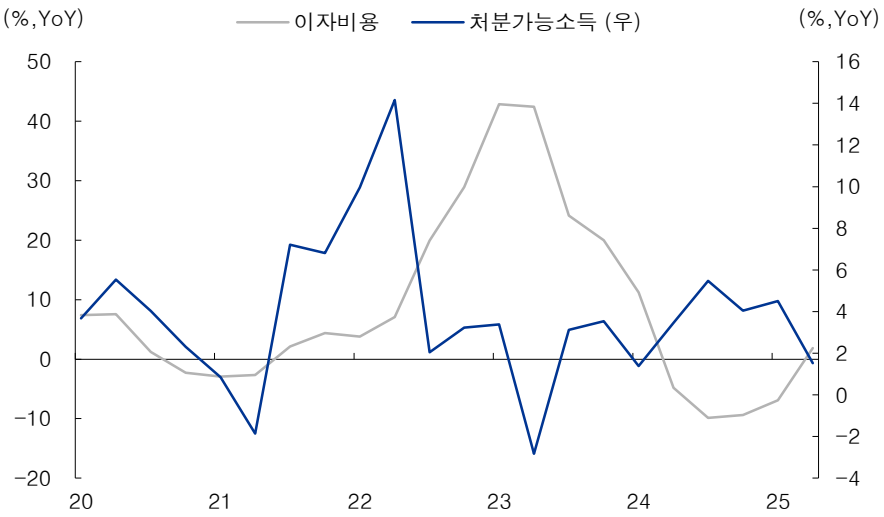
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

우리나라도 개인의 신용위험도 증가하는 환경

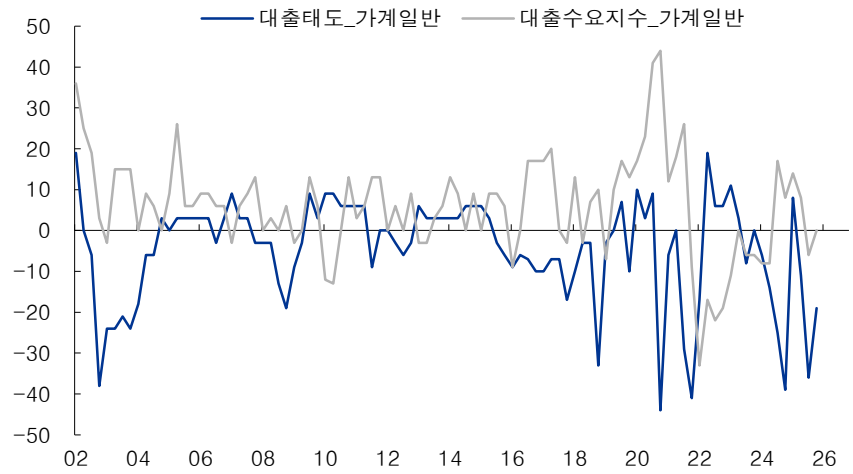
큰 폭으로 소비심리 개선되었지만 늘지 않는 카드 사용액



이자비용 늘고, 소득은 줄고



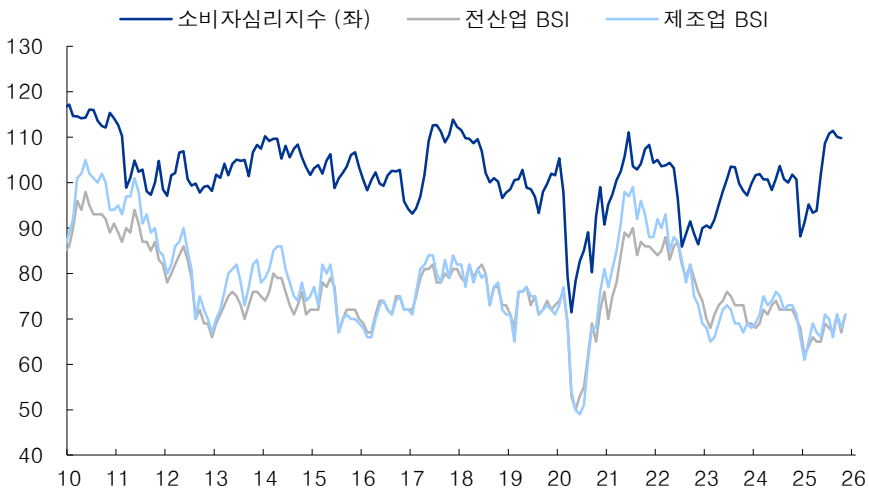
대출 여건도 크게 경색되는 분위기



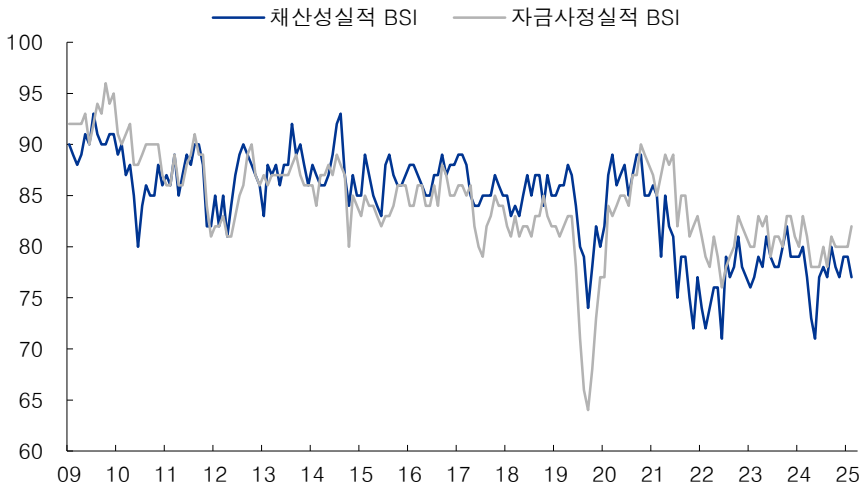
자료: 한국은행, IBK투자증권

KOSPI와 달리 계속 가라앉는 기업경기

소비심리와 달리
기업 체감 경기는 크게
반등하지 못함 ➡ 소비에
치중된 추경, 관세
불확실성 등

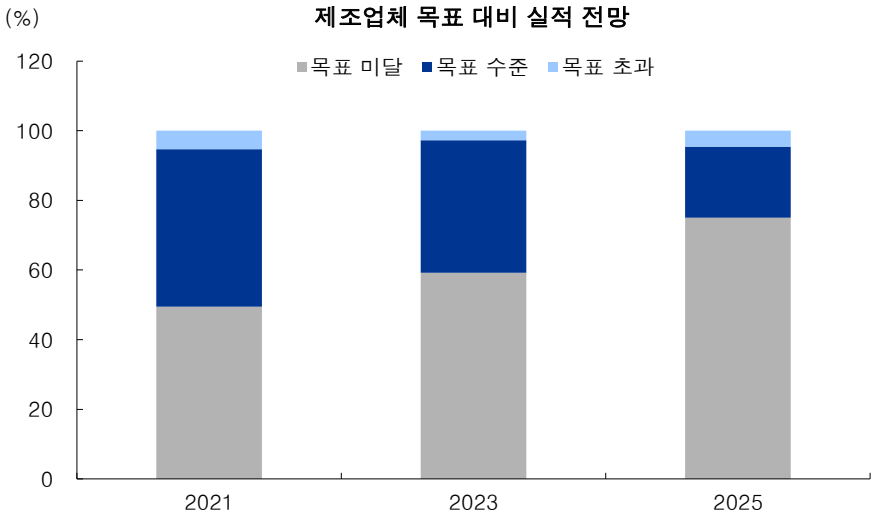


채산성이 악화되고 있다고
응답하는 기업 수는
지속적으로 증가 중



사장기업이익 사상
최고치를 기록하지만
목표에 미달하는 기업
증가

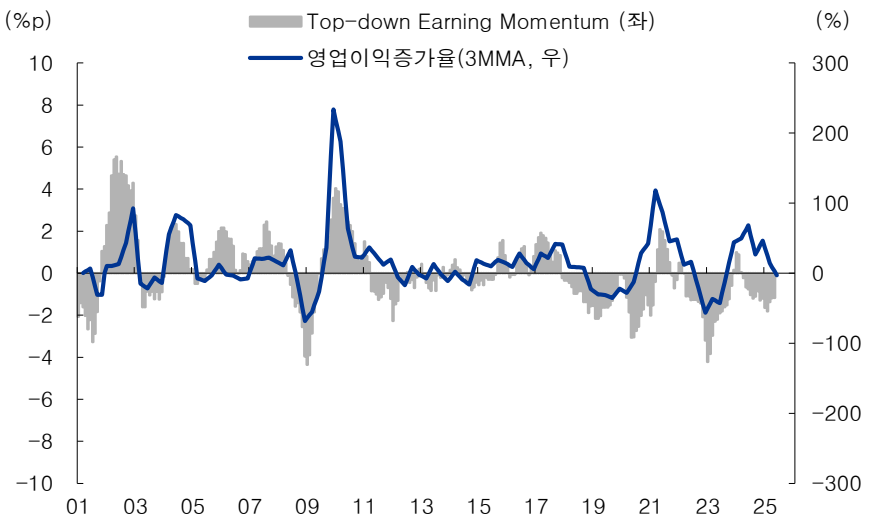
극심한 기업경기 양극화를
보여주는 지표



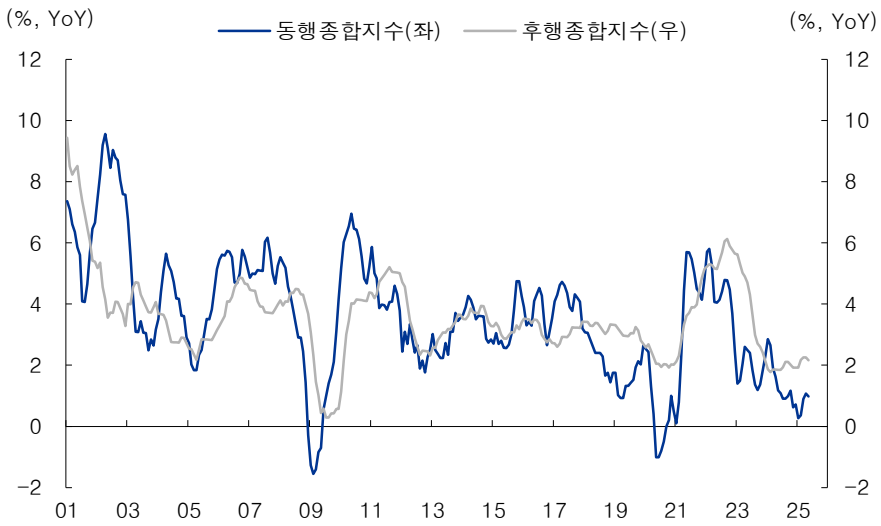
자료: 한국은행, 상공회의소, IBK투자증권

매크로 측면에서 우리 기업이익 모멘텀은 아직 후퇴 국면

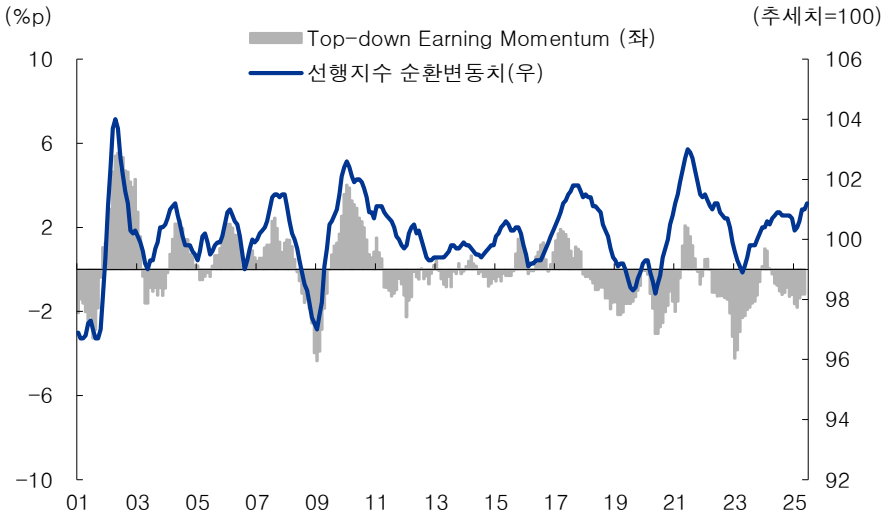
우리나라 기업이익 모멘텀은 여전히 후퇴 중 ➡ 자금시장 및 신용 문제와도 연결



기업 이익 모멘텀이 계속 마이너스권에 머무는 이유는 아직 매출의 부진이 비용을 커버하지 못하기 때문



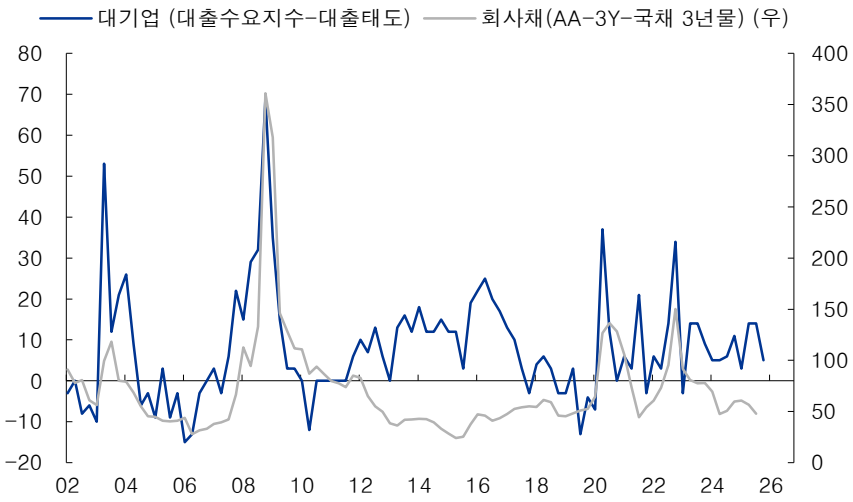
과거 같이 움직이던 선행지수와 이익 모멘텀의 방향이 최근 갈라짐 ➡ 높아진 기대를 기업 이익이 따라가지 못하는 현실을 반영



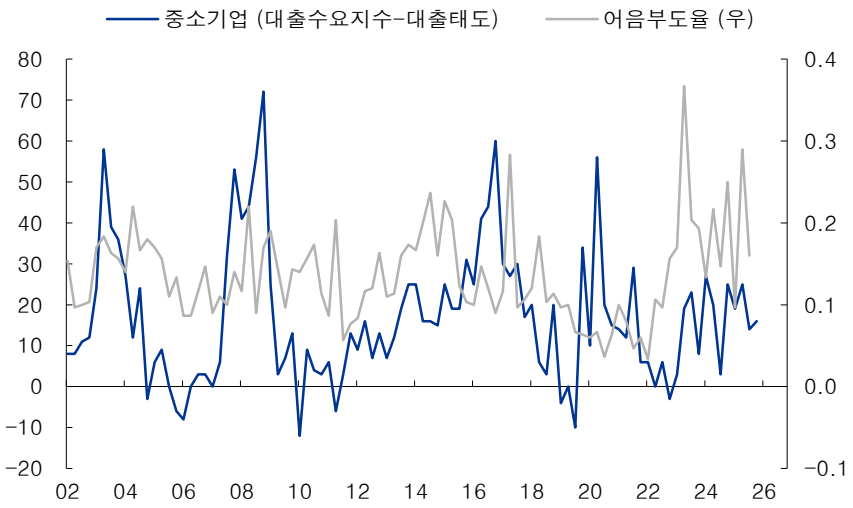
자료: 통계청, 한국거래소, IBK투자증권

너무 익숙해진 중소기업 자금난

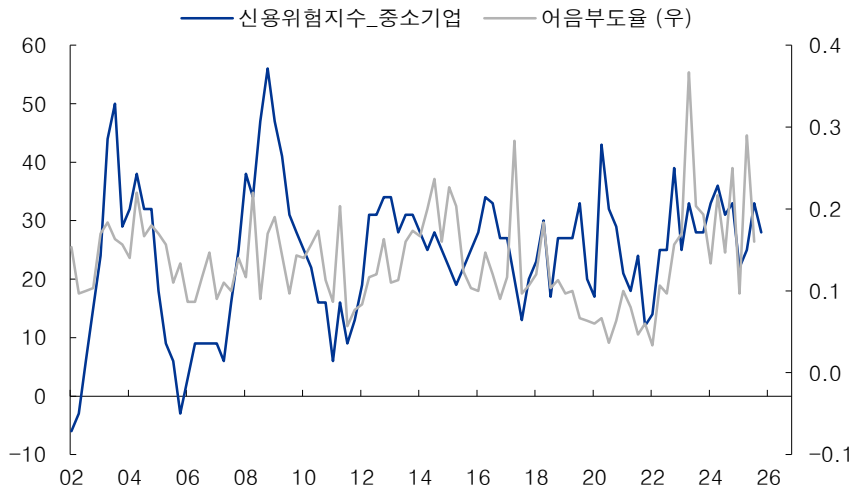
주요 대기업 신용위험은 크게 높아지지 않을 듯



경기 불확실성과 업황 부진 등에 따른 운전자금 및 유동성 확보 수요로 대출 수요 증가하지만 금융기관 대출 통로 계속 좁아지는 흐름



대출수요와 대출태도의 괴리를 주목하는 것은 어음부도율이나 연체율과 같은 신용데이터와 매우 높은 상관관계를 보여주기 때문



자료: 한국은행, IBK투자증권

4

압력이 높아진 불안을 현실화 시키는 것은 금리

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

4-1

불안은 결국 인플레이션으로 귀결

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

- ➡ 양적완화와 관세 그리고 이란 사태
- ➡ 중앙은행의 소극적인 대응
- ➡ 성장과 맞바꾼 불안과 부담
- ➡ 중간 선거를 앞둔 트럼프

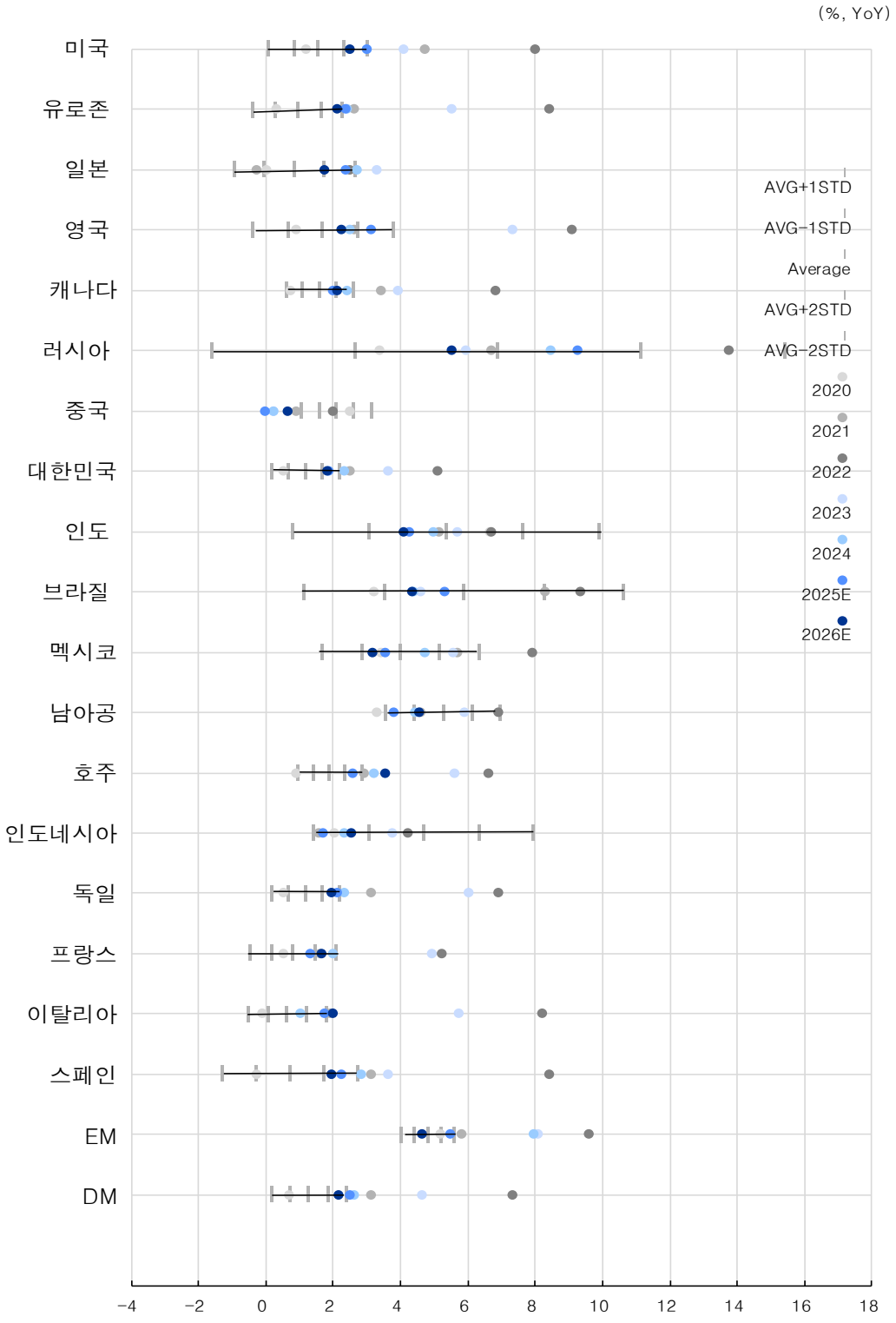
팬데믹 이후 물가 수렴점은 계속 높은 쪽에 형성 중

팬데믹 국면 5~6년 차인 2024년과 2025년 이후는 위기 충격과 이에 대응하는 정책 충격이 마무리되며 이후 성장률과 마찬가지로 물가 상승률 역시 수렴점이 형성되는 시기

2026년 물가전망은 러시아 등 특별한 사정이 있는 일부 국가 제외하면 2025년과 유사한 수준

주요 국가별 물가 상승률을 보면, 글로벌 금융위기 이후와 달리 팬데믹 이전(2013~ 2019) 물가상승률 평균과 표준편차 밴드 상단에 위치

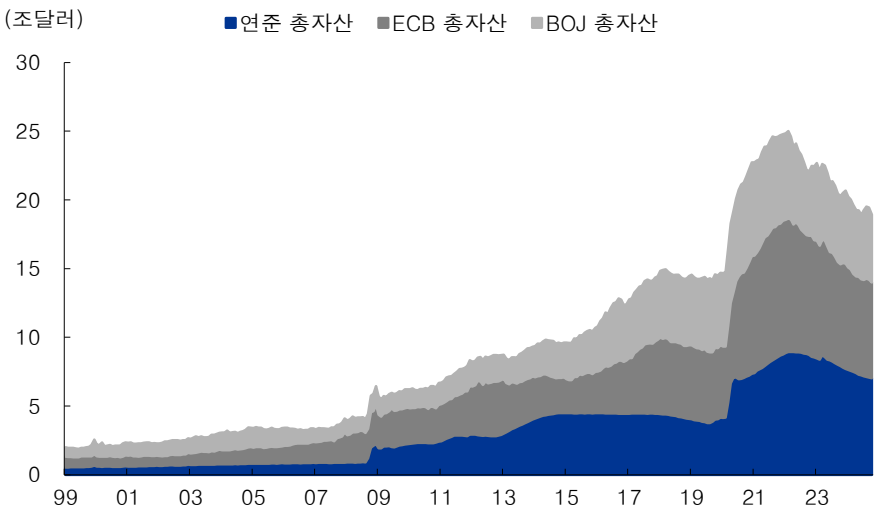
특히 미국 등 양적완화를 적극적으로 시행한 국가들은 더 높은 수렴점을 형성



자료: IMF, IBK투자증권

가장 중요한 요인은 양적완화

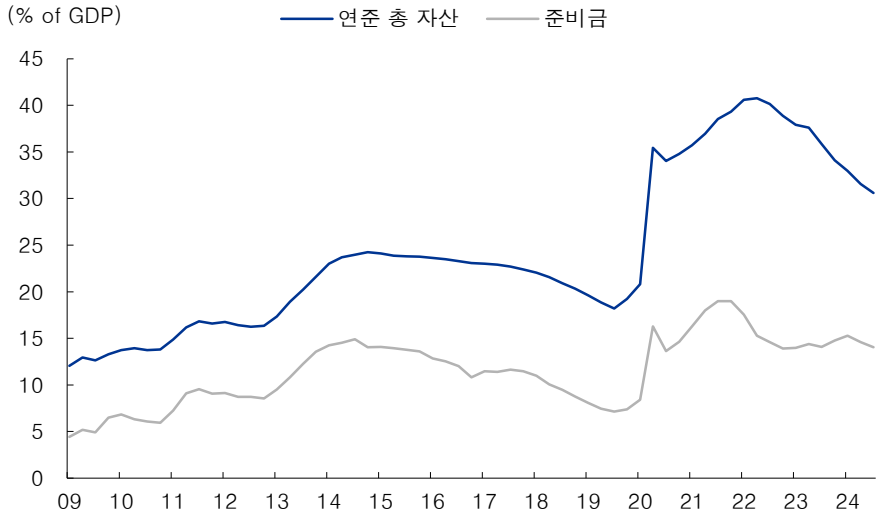
글로벌 금융위기와
팬데믹 국면 모두
미 연준 등
주요 중앙은행들이
양적완화 조치를
취했지만
내용은 크게 다름



금융위기 이후는
은행들이 파산위기에
처함에 따라 양적완화
조치로 은행 자기자본을
채워주었으나

이번 팬데믹 국면에서는
자금이 주로 직접
소비를 자극하는 가계에
현금으로 지원됨으로써
물가에 직접적이고
큰 영향을 미침

특히 초과 저축의 형태로
지속적으로 소비 경기를
자극하고 인플레이션에
영향을 미치는 현상 주목

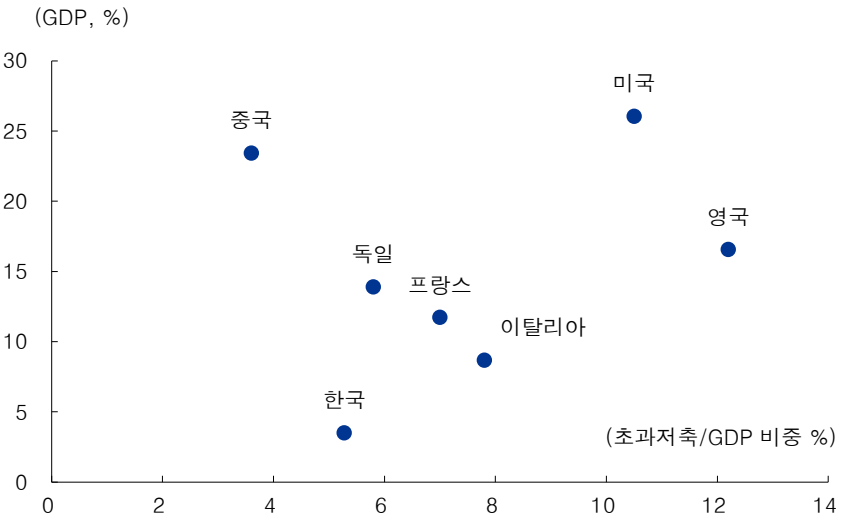


자료: Fed, ECB, BoJ, IBK투자증권

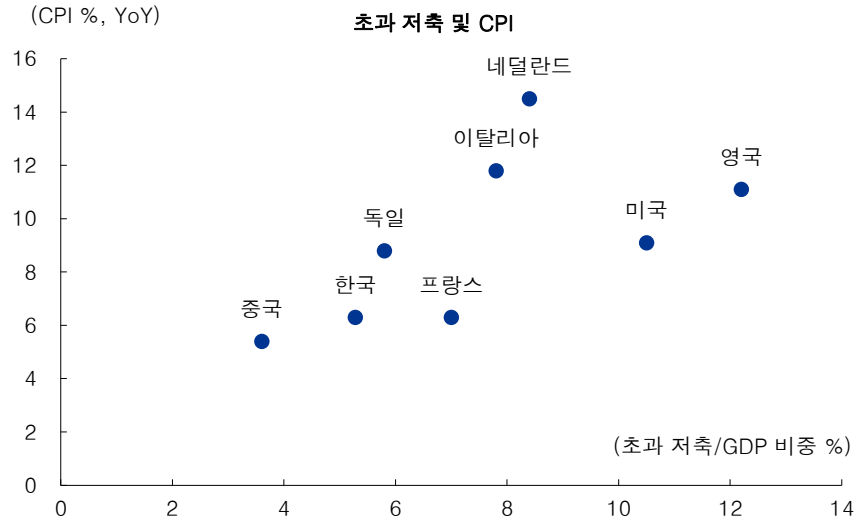
초과 저축은 성장률보다 물가에 더 직접적으로 작용

초과 저축이 나라별 성장률에 미친 영향은 나라별로 설명이 가능하지만 상관도는 조금 떨어짐 (2019년 대비 2023년 성장률)

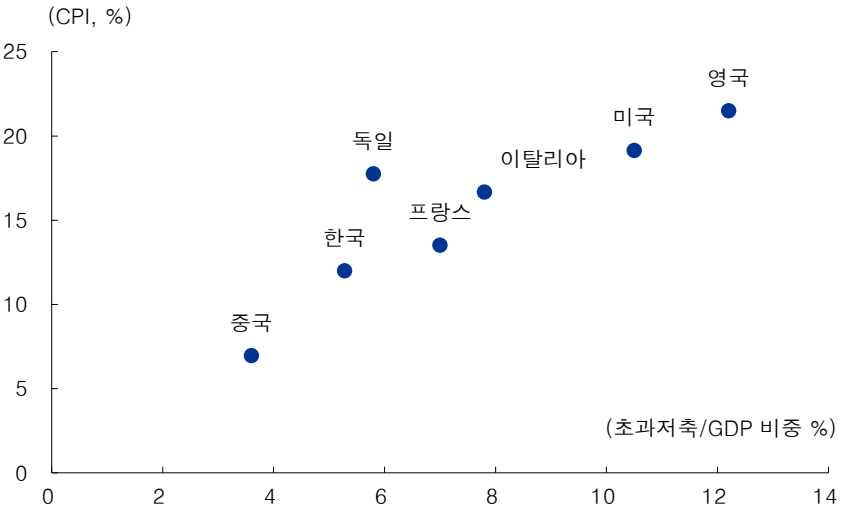
반면, 물가에 미친 영향은 상관관계가 더 뚜렷하게 나타남. 특히 주목하는 것은 지난해 대비 물가상승률보다 2019년 대비 상관관계가 거의 1에 가깝게 나타나고 있다는 것은 초과 저축이 누적적으로 미치는 영향이 더 크다는 것을 의미



(2022년 말 대비 2023년 물가 상승률)



(2019년 말 대비 2023년 물가 상승률)



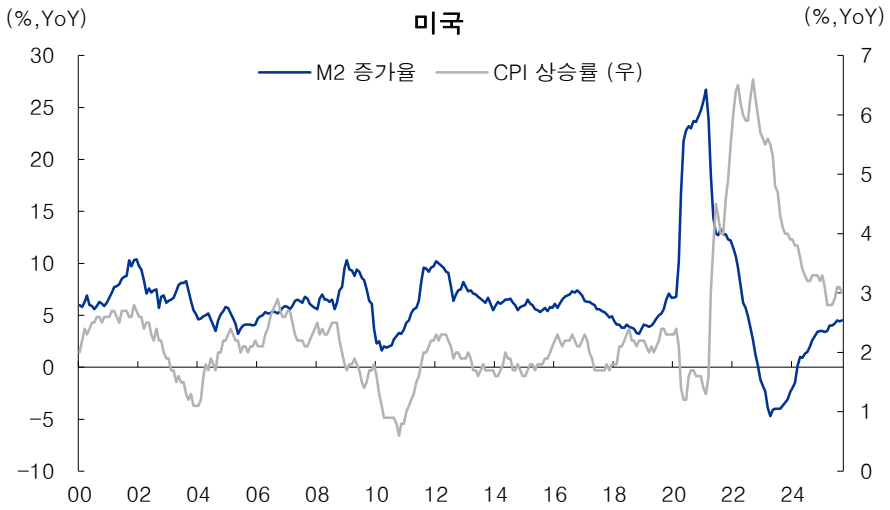
자료: Bloomberg, IMF, IBK투자증권

적극적인 유동성 공급의 이면, 높은 물가

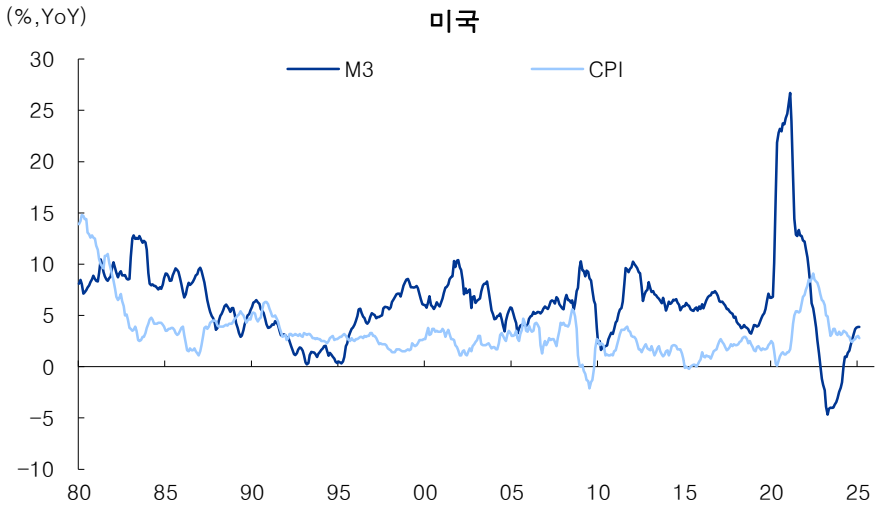
통화 공급은 당연히
시차를 두고 물가에 반영

미국의 높은 물가는 팬데믹
국면에서 다시 시행된
양적완화의 결과물

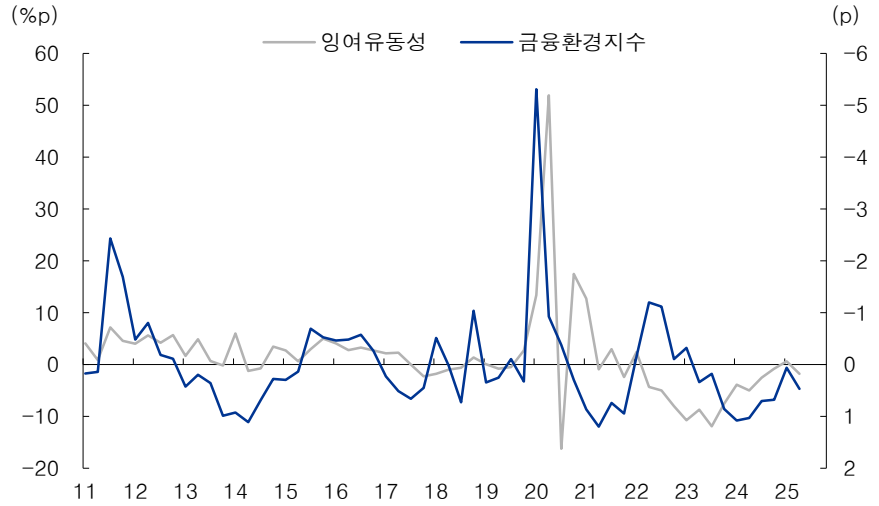
회수되지 못한 통화가
물가 상승률의 기준점을
높인 모습



조금 더 범위가 확장된
총유동성(M3)도 마찬가지
흐름



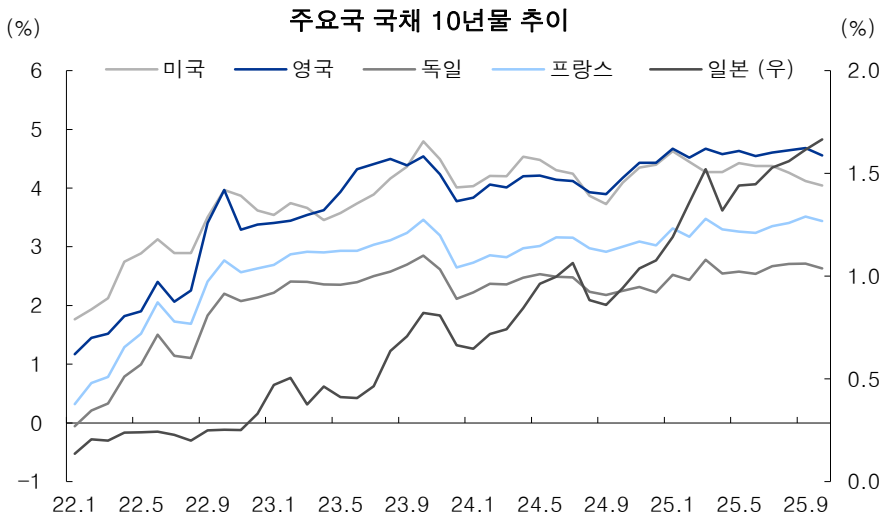
잉여유동성이 금융안정에
도움을 주고 있지만
물가 부담은 지속적으로
누적시키고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 등 양적완화국 고금리 고착화

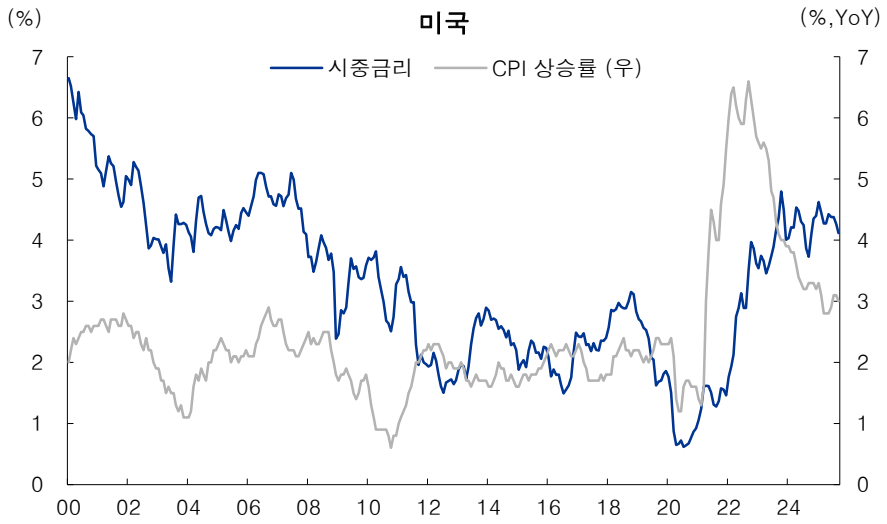
2024년 이후 주요 선진국 중앙은행들은 기준금리 인하 단행하고 있지만 시장금리는 지속적으로 상승 추세에 있음

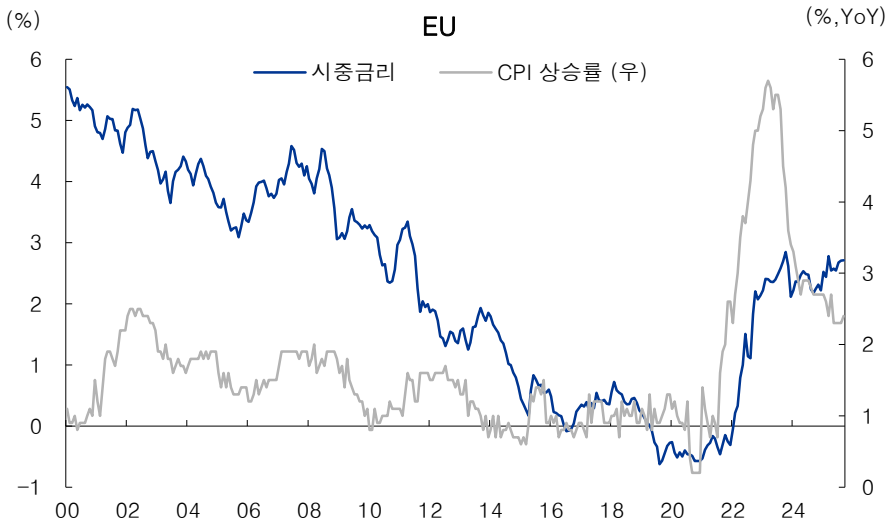


당연히 과거보다 기준점이 높아진 물가상승률을 반영한 금리의 흐름

2026년에도 이완적인 통화정책이 지속될 가능성이 높다는 점과 2025년 대비 성장률 조정이 거의 없다는 점 감안하면 수요 인플레 압력 조정 가능성 적을 것임

이를 감안하면 기준금리 인하에도 시장 금리는 하락하지 않고 지금과 같은 수준에서 고착화 전망

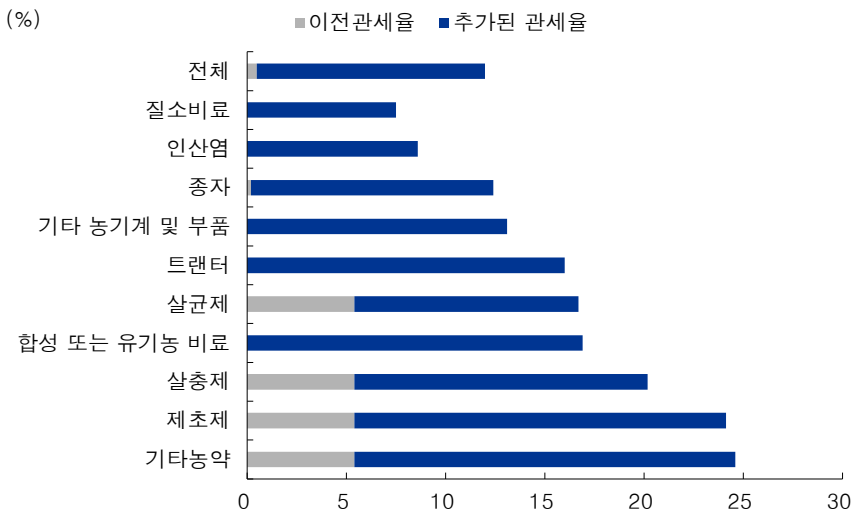




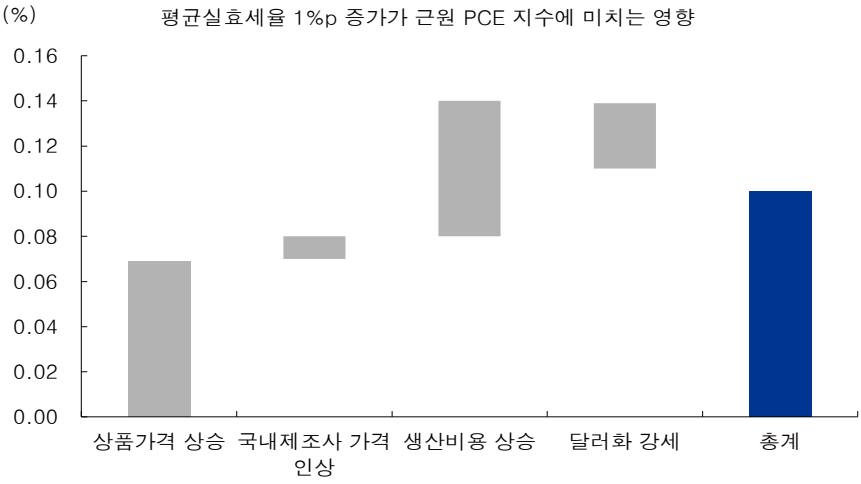
자료: Bloomberg, IBK투자증권

트럼프 관세로 2026년 미국 물가 상승률 3% 대에서 형성될 수도 …

2025년 주요 국가들과의 관세율 협상이 마무리되고 2026년 높아진 관세 실제 부과되기 시작

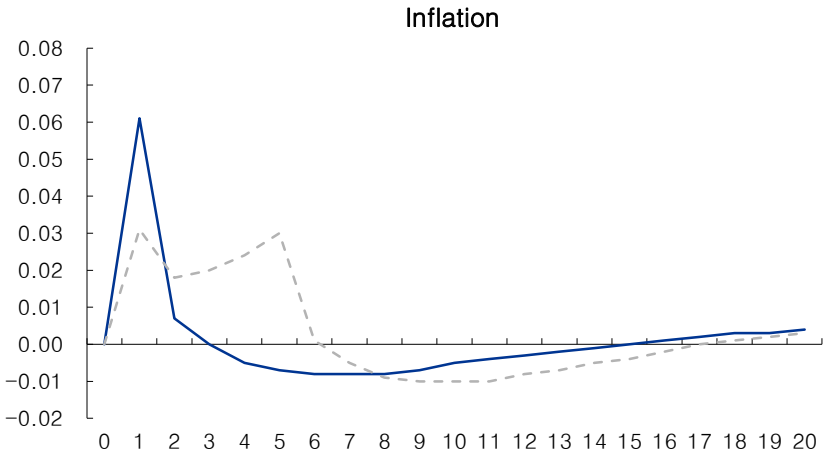


2025년 트럼프 관세로 떠들썩했지만 관세 협상 타격이 늦어졌고 수출하는 기업들이 쌓아 놓은 재고들로 대응함에 따라 2025년 물가에는 관세 영향 미미. 하지만 2025년 말부터는 실제 확정된 관세가 부과되기 시작할 뿐만 아니라 기업들도 시간이 지나며 관세를 가격에 전가할 수 밖에 없을 것으로 판단



IMF의 연구를 보면 관세 충격이 물가에 전가되는 것이 과거처럼 1~2분기에 걸쳐 즉시 전가되는 것이 아니라 6분기 정도까지 지속적으로 전가되며 반영

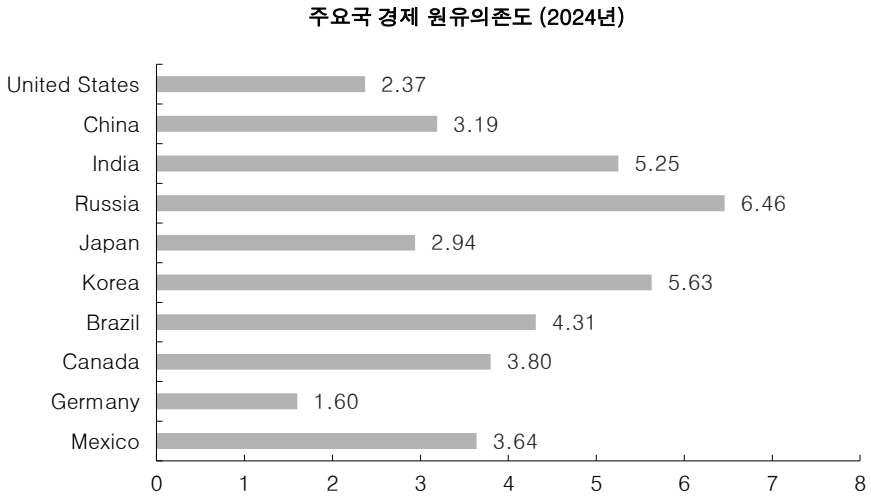
➡ 관세 영향은 2026년 물가에 본격적으로 반영



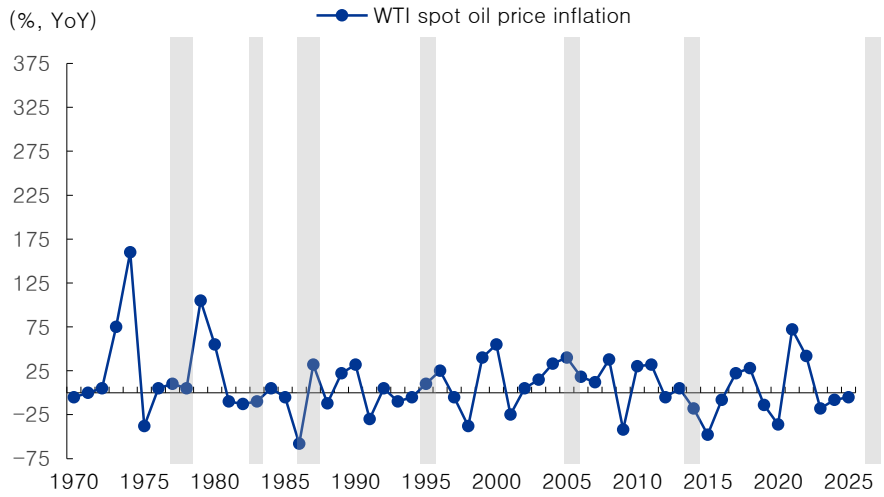
자료: IMF, PIIE, Brookings Institution, IBK투자증권

이란사태로 인한 우려. 핵심은 유가를 통한 인플레이션

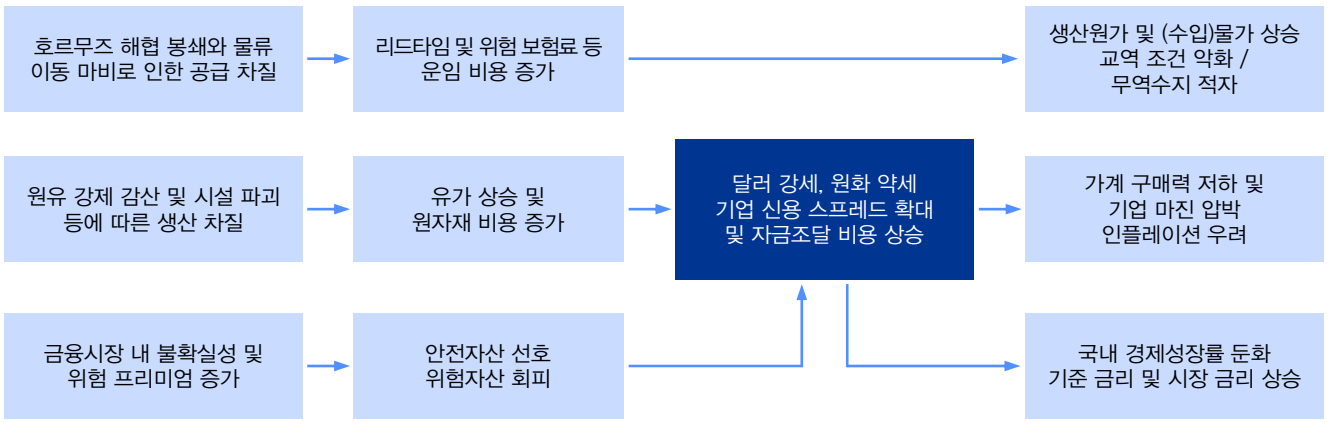
주요국 경제 원유의존도 (2024년)



과거 경기침체기 유가상승률



물류 · 에너지 · 금융시장 경로를 통한 실물경제 위축 및 인플레이션 가능성



자료: BP 및 IMF, Deutsche Bank 인용, 언론보도 종합, 삼정 KPMG 경제연구원, IBK투자증권

실물위축보다 더 두드러진 물가에 미치는 영향

주요 IB 유가 시나리오별 인플레이션 및 GDP 영향 추정치 (국제금융센터)

	유가 시나리오(가정)	인플레이션	GDP
Goldman Sachs	3개월 이상 $10 상승	CPI +0.28%p PCE +0.20%p	4분기(yoy) –0.05~–0.13%p
Capital Economics	$130까지 상승	2~3분기 CPI 3.0%	연간 성장률 2.25% (기존전망 2.6%)
	$150까지 상승	2~3분기 CPI 4.0%	3분기 2% 하회 (기존전망 2.1%)
JP Morgan	10% 상승	CPI +0.15%p PCE +0.1%p	–0.15~–0.2%p
	35% 상승	CPI +0.5%p PCE +0.35%p	–0.5~–0.7%p
UBS	$10 상승	+0.4%p	–
Deutsche Bank	$20 상승	PCE +0.7%p	GDP 갭 –0.06%p
	$60 상승	PCE +2.0%p	GDP 갭 –0.18%p

2026년 시나리오별 국제 유가 상승이 주요 경제변수에 미치는 영향 (HRI)

거시 경제 변수		국제 유가 연평균 100달러 시나리오	국제 유가 연평균 150달러 시나리오
성 장	경제성장률	0.3%p ▼	0.8%p ▼
안 정	소비자물가상승률	1.1%p ▲	2.9%p ▲
대외신인도	경상수지	260억 달러 ▼	767억 달러 ▼

자료: 각 IB, 현대경제연구원, IBK투자증권

생산비 상승을 통해 공급망 전반에 작용

국제유가 10% 상승 시, 주요 제조업 생산비용에 미치는 영향 (KIET)

	생산비 증가분
제조업 전체	0.71
음식료품	0.15
고무 및 플라스틱제품	0.46
석유제품	6.30
화학제품	1.59
철강	0.08
반도체	0.05
일반기계	0.12
자동차	0.14
기타 운송장비	0.20
기타 제조제품	0.19

자료: 2023년 산업연관표, 산업연구원, IBK투자증권

4-2

금리인하의 명분을 위축시키는 인플레이션 압력

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

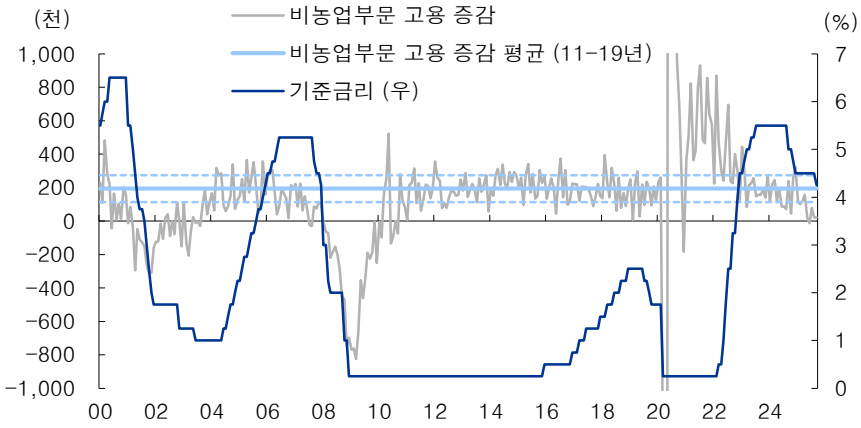
III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

- ➡ 양적완화와 관세 그리고 이란 사태
- ➡ 중앙은행의 소극적인 대응
- ➡ 성장과 맞바꾼 불안과 부담
- ➡ 중간 선거를 앞둔 트럼프

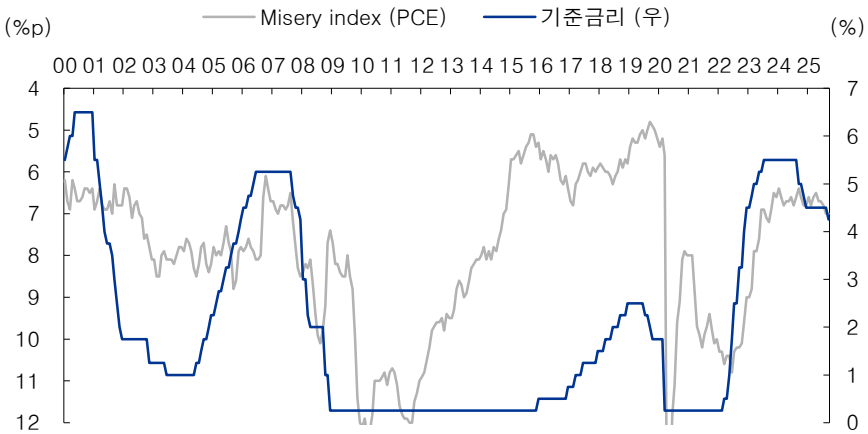
노동시장 보면 미국은 아직 금리 인하 국면. 하지만…

예년 평균과 표준편차 밴드를 하회하는 최근 미국 신규고용 흐름은 연준 금리 인하 가능성이 높은 구간임을 보여줌



연준 기준금리와 매우 밀접한 상관관계를 보여주는 체감고용여건에 대한 지표도 추가 금리 인하가 이루어질 가능성 높음을 시사

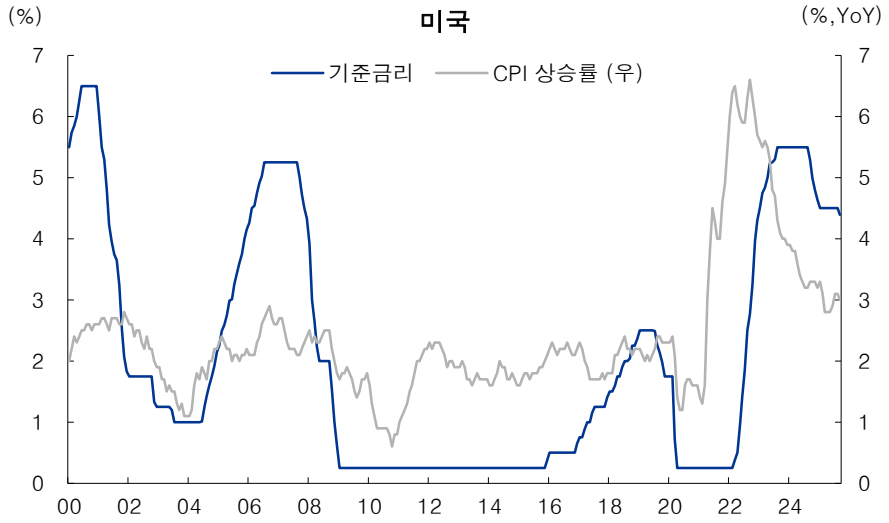
연준 통화정책 목표처럼 물가와 고용지표를 동시에 반영하는 Misery Index도 가계의 고통이 증가하는 국면인 만큼 이 부담 완화를 위한 금리 인하 필요성 보여줌



자료: Bloomberg, BLS, IBK투자증권

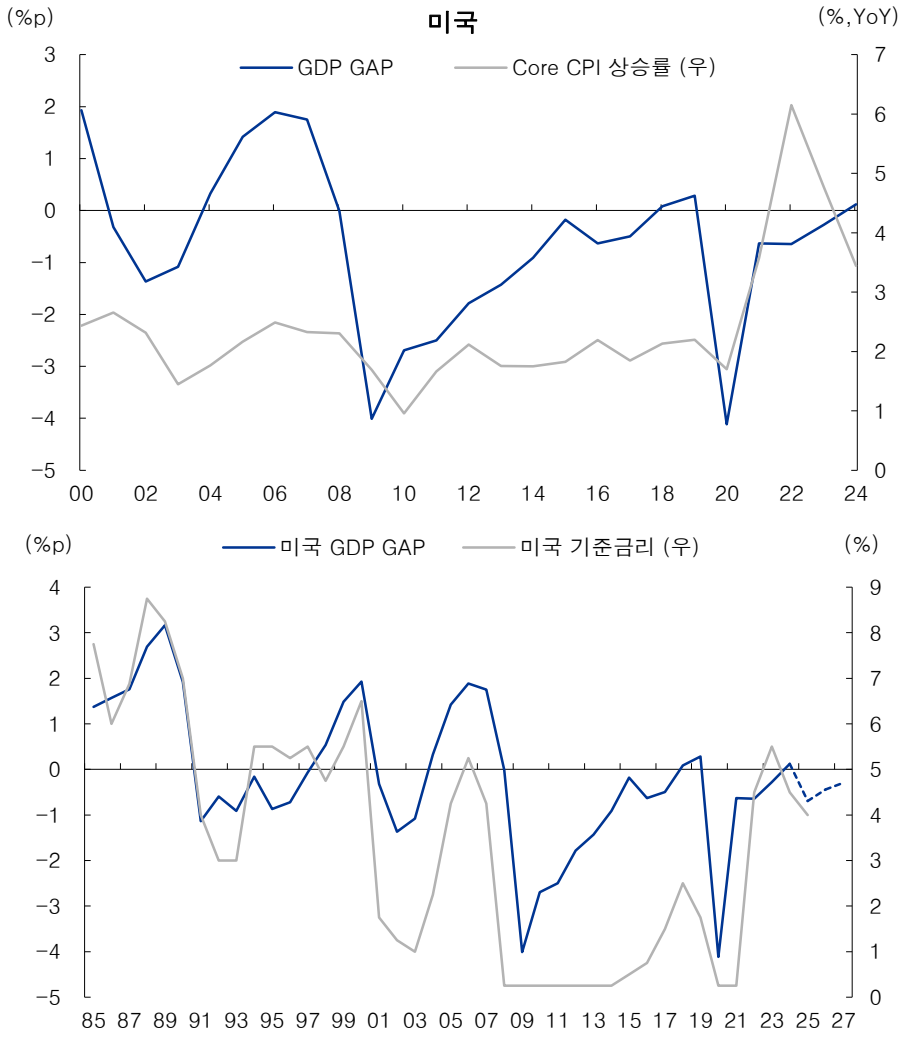
금리인하 명분을 약화시키는 인플레이션 압력

고용지표와 달리 물가 지표는 연준의 금리 인하 행보에 브레이크를 거는 요인



수요측면의 인플레이션 압력을 보여주고 연준 금리와 연관성이 높은 GDP GAP 등을 보면 금리 인하를 이야기하기 쉽지 않음

이란 사태로 인한 유가 상승을 제외해도 연준의 금리인하 명분이 크지 않다고 보는 이유

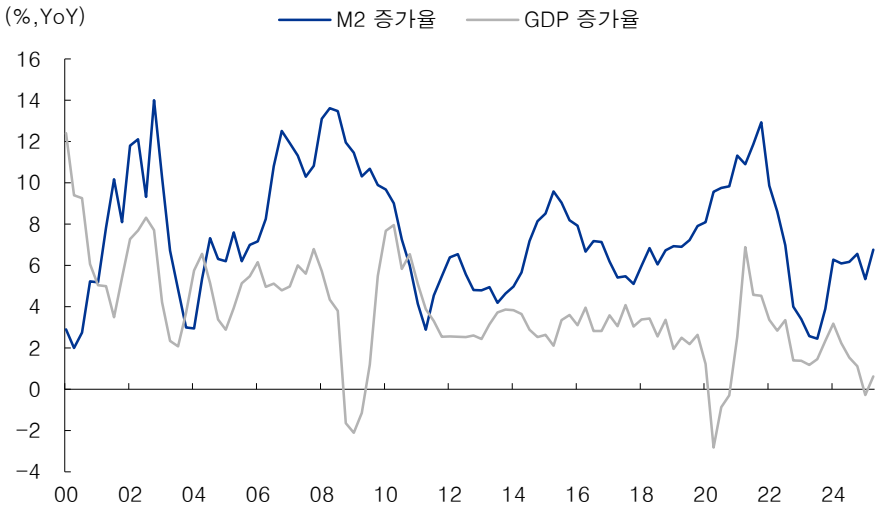


자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권 (점선: 미 연준 수정 경제 전망 반영한 GDP GAP 전망치)

한국은 2026년 2.0% 성장률을 위해서는 금리 인하 필요

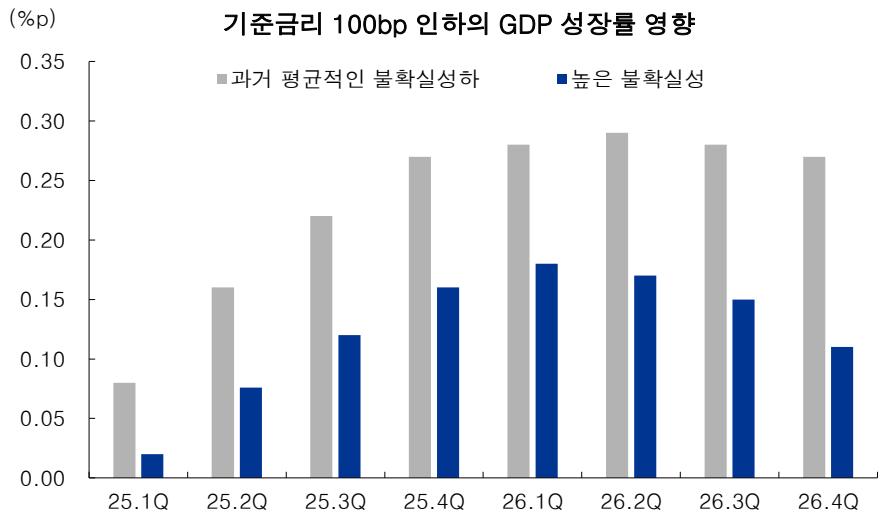
돈을 풀어도 경제 성장률이 늘지 않는 이유

실물로 돈이 돌지 않기 때문

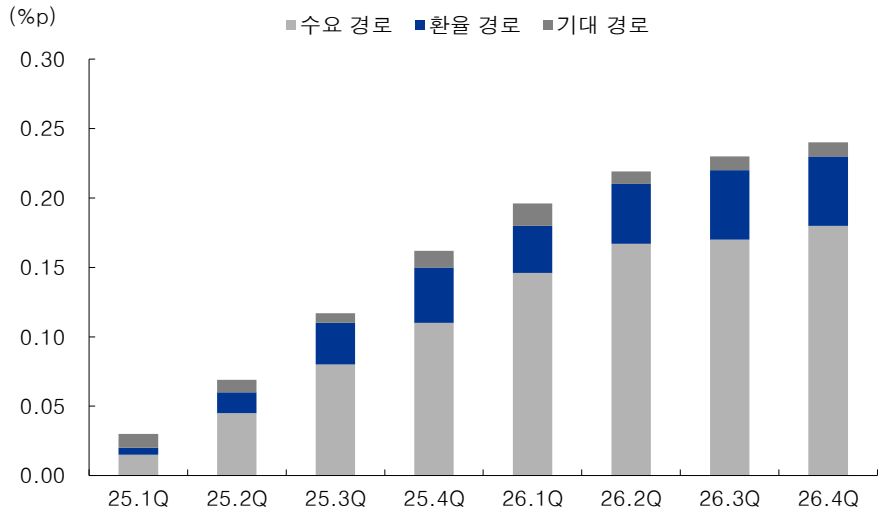


경제 성장을 자극하는 요인으로서 금리 인하 필요

또한 중소기업 및 취약 가계 관련 위험도 관리 할 수 있음



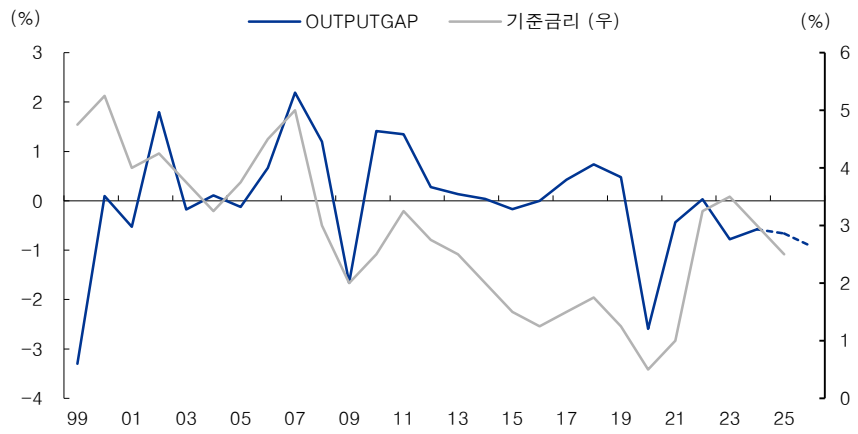
다만, 금리 인하가 물가를 자극할 수 있다는 점. 하지만…



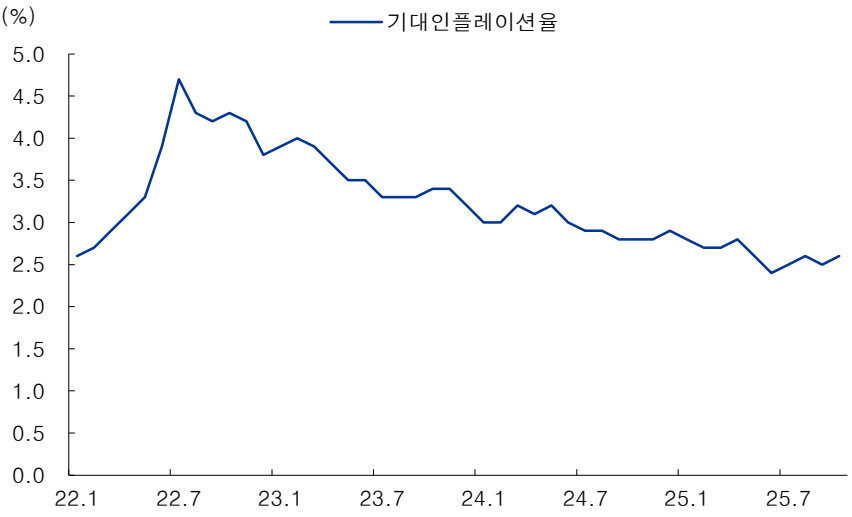
자료: 한국은행, IBK투자증권

한국은행 금리인하 명분

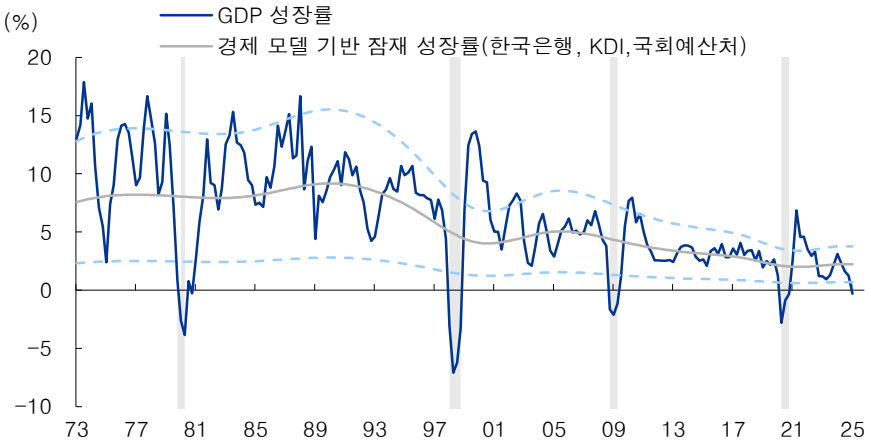
2022년 이후 GDP GAP 하락, 2025년과 2026년 한은 전망치를 대입해도 하락세는 더 확대
➡ 인플레 우려보다 경기 대응 더 필요



인플레이션에 대한 기대는 낮아지는 흐름



2025년 상반기 한국 경제는 미국 NBER에서 판단하는 수준의 경기 침체 국면 ➡ 더 적극적인 경기 부양 노력이 아쉬운 국면



자료: 한국은행, KDI, 국회예산정책처, IBK투자증권
(점선은 2025년 6월 발표된 한국은행의 2025년과 2026년 경제성장률 전망치 반영)

4-3

가파르게 증가하는 재정적자
➡ 부담스러운 채권시장

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

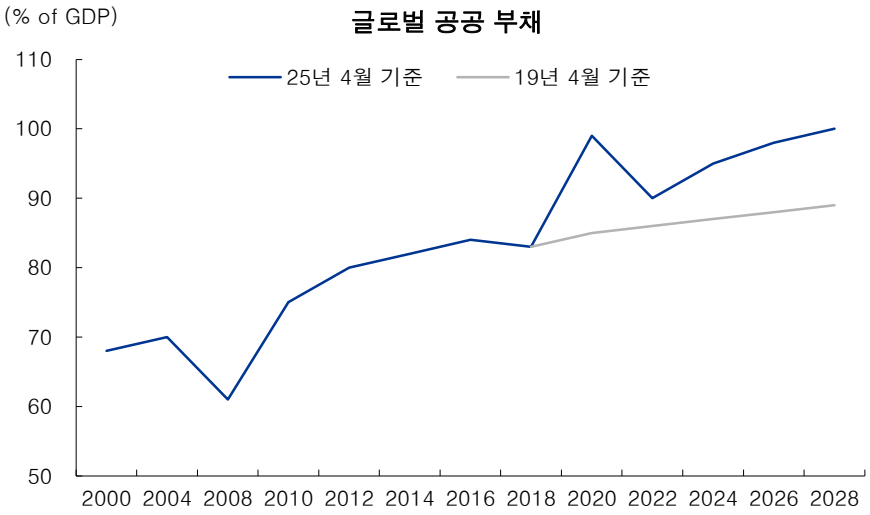
IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

- ➡ 양적완화와 관세 그리고 이란 사태
- ➡ 중앙은행의 소극적인 대응
- ➡ 성장과 맞바꾼 불안과 부담
- ➡ 중간 선거를 앞둔 트럼프

위기 대응 및 경기 부양과 맞바꾼 재정적자

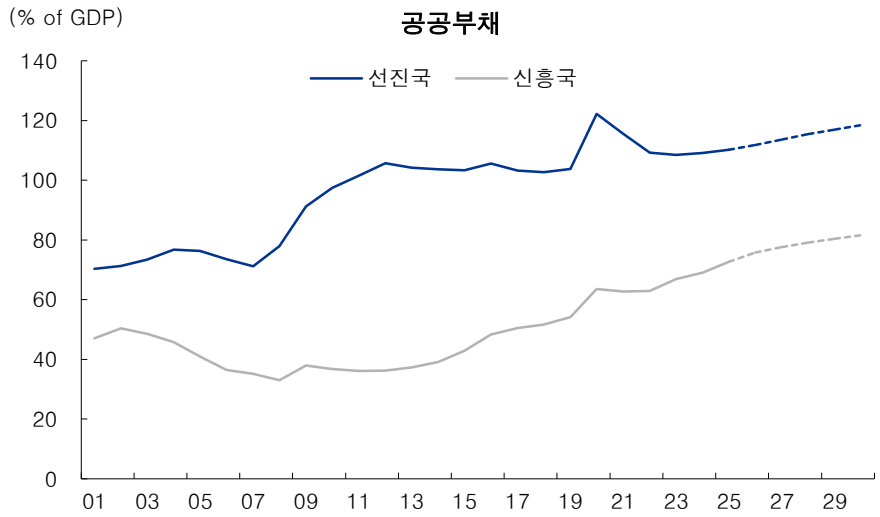
공공부채 증가 추세는 팬데믹 이후 더 가팔라지는 모습

팬데믹이라는 재난에 대응하는 측면도 크지만 세계화 종료되고 새로운 질서가 만들어지는 과정에서 정부의 투자와 관여가 필요한 국면이기 때문



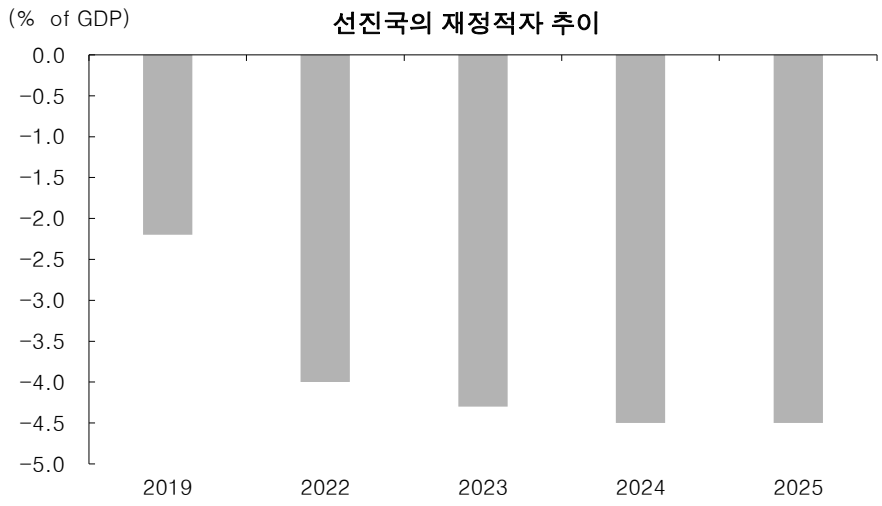
선진국이나 신흥국 모두 예외 없이 부채 증가시켰으나 선진국 증가가 더 두드러짐

부채를 통해 성장률은 회복되었지만 크게 늘어난 부채는 위기의 뇌관으로 남아 있음



늘어난 부채만큼 지불되는 이자도 기하 급수적으로 늘어나 재정적자도 크게 확대

특히 주요 선진국들의 재정적자 확대가 더 두드러짐

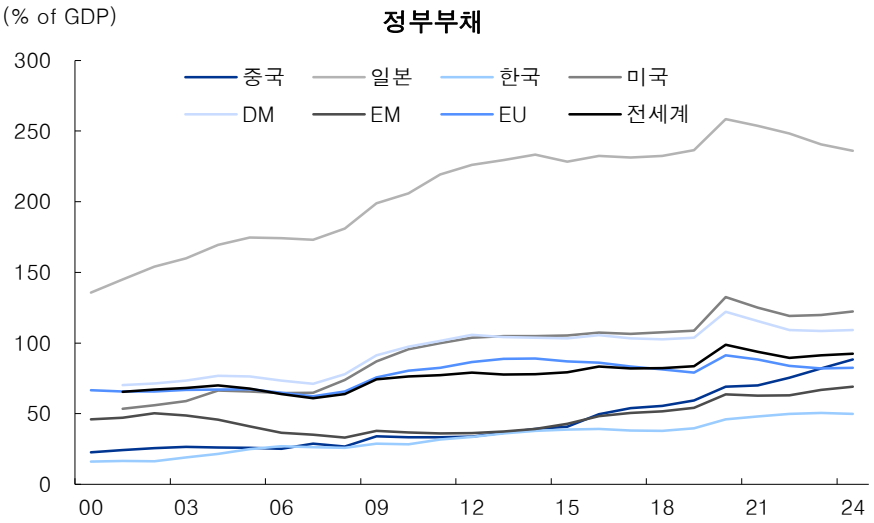


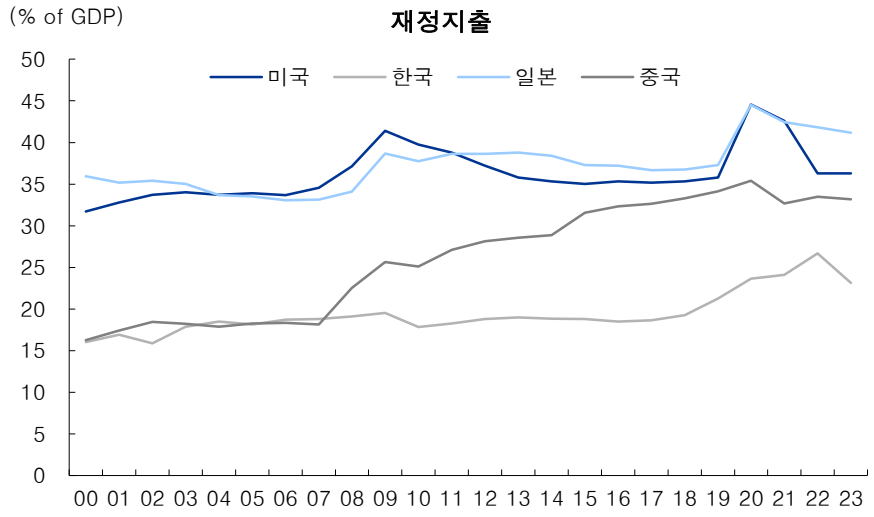
자료: Bloomberg, IBK투자증권

재정적자 축소 노력 중. 하지만 쉽지 않은 현실

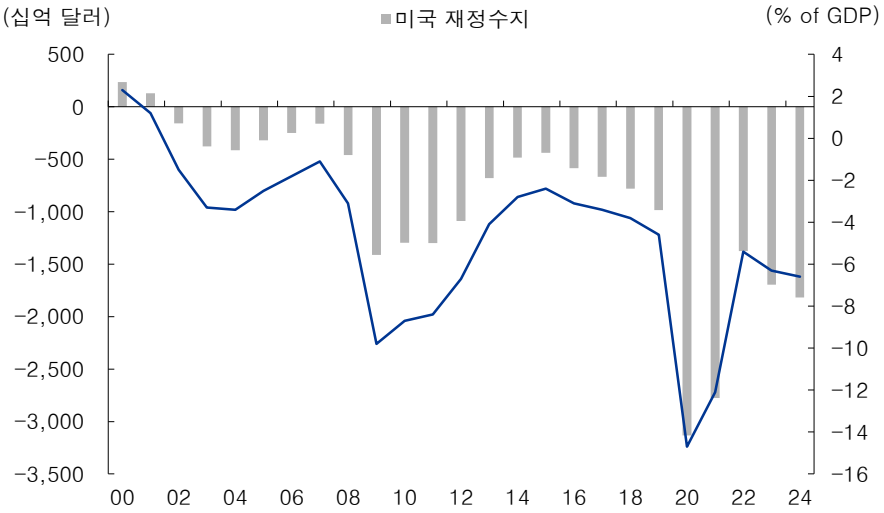
팬데믹 관련 위기 대응과 이후 새로 형성되는 글로벌 경제 질서에 대응하기 위한 지출 등을 감안하면 정부 부채와 재정지출 증가는 불가피한 측면이 있음

하지만 불가피해도 비용은 치뤄야하고 그 비용은 재정적자 형태로 남음





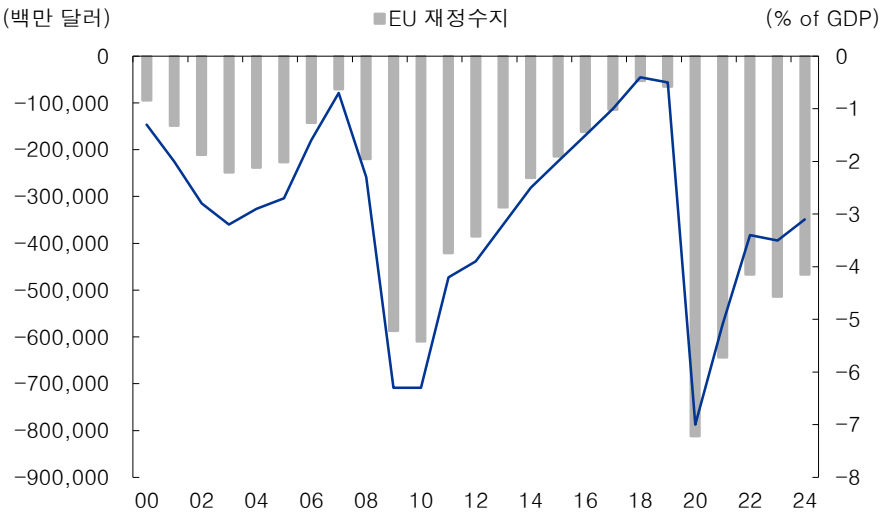
2020년과 2021년보다 줄어들었다고 하지만 미국 재정적자 비율은 8%에 근접하고 있고 장기적으로도 계속 상승하는 흐름 지속



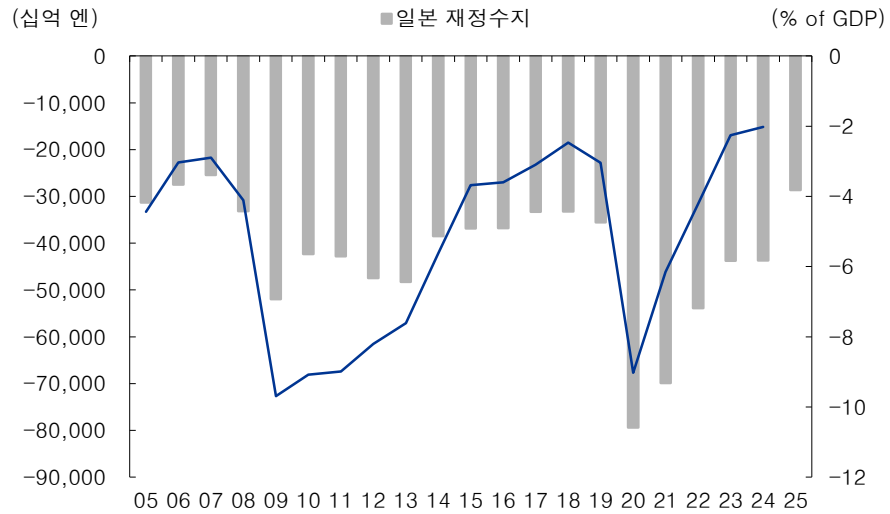
자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국만의 고민이 아님

유럽은 팬데믹 때 늘어난 부분 만큼은 줄이는 모습. 하지만 전통적으로 사회복지 비용이 높고 이후 국방비 지출 증가 등 감안하면 줄어들기 보다는 다시 늘어날 가능성 높음

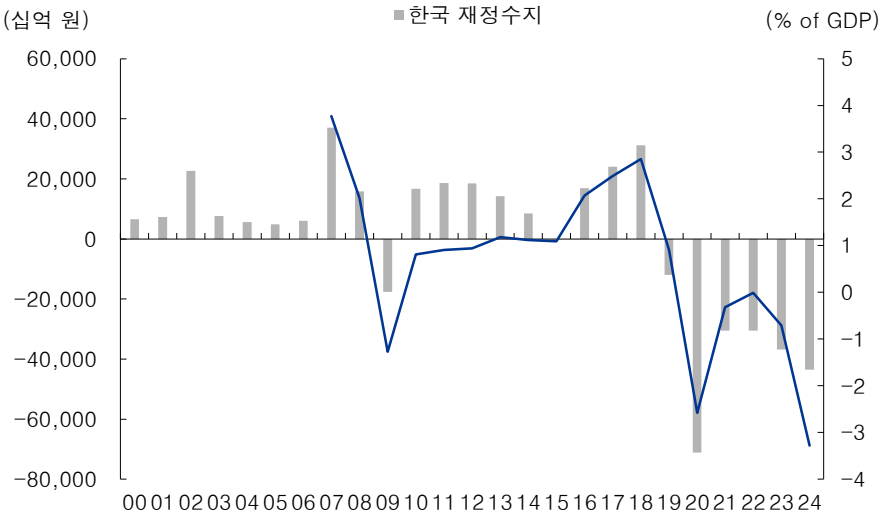


일본은 재정적자 줄여오는 과정에 있지만 적극적인 재정을 주문하는 새 내각이 들어선 만큼 이후 행보는 유동적



팬데믹 이후 한국의 재정적자는 고착화되는 모습

경기 부진과 감세에 기인하지만 새정부 역시 증세에 미온적이고 재정 지출은 늘림에 따라 추가 악화 가능성 높음



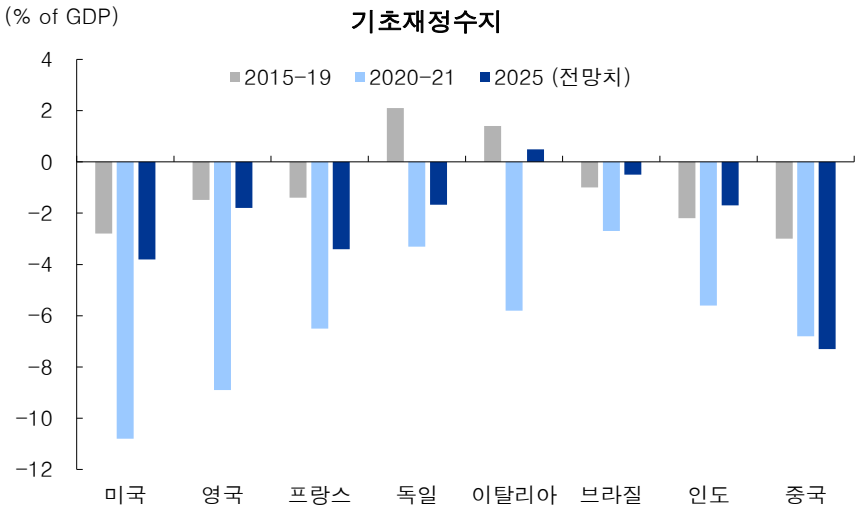
자료: Bloomberg, IBK투자증권

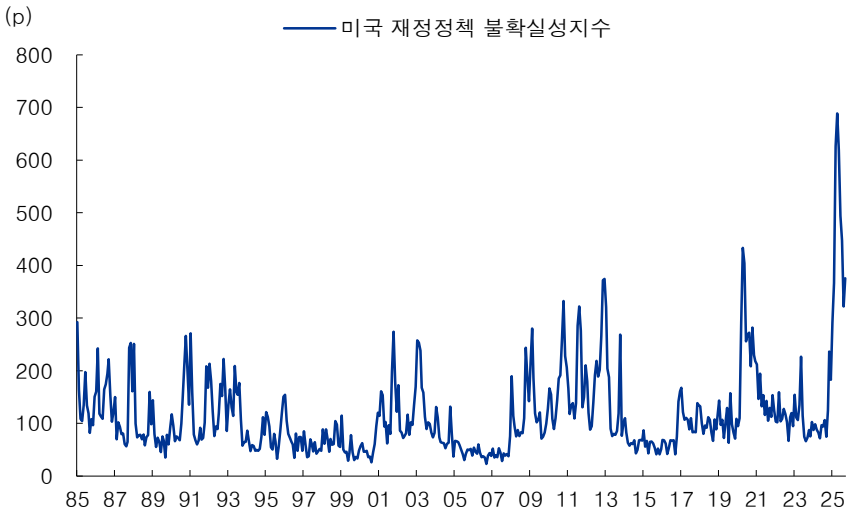
팬데믹 이전과는 비교하기 어려운 재정 불확실성

팬데믹 직후 늘어난 부채는 성격상 단기적인 응급 자금 성격이 강하고 이후 경기 반등 국면이 이어지며 재정수지는 2020년보다 개선

하지만 팬데믹 이전보다는 당연히 적자규모가 더 커진 상황이고 이를 반영한 재정정책 불확실성도 크게 확대

특히 최근 미국은 트럼프 행정부가 들어서며 좌충우돌하는 정책을 시행함에 따라 사상 최고치 수준까지 상승



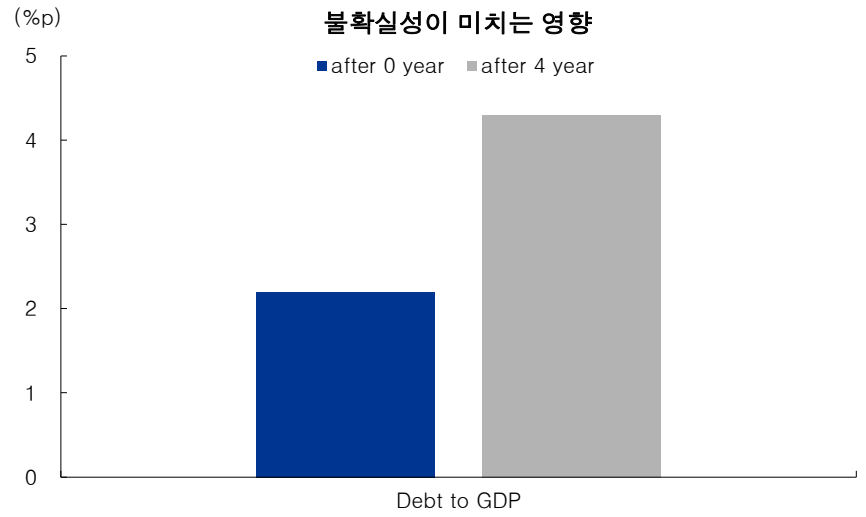


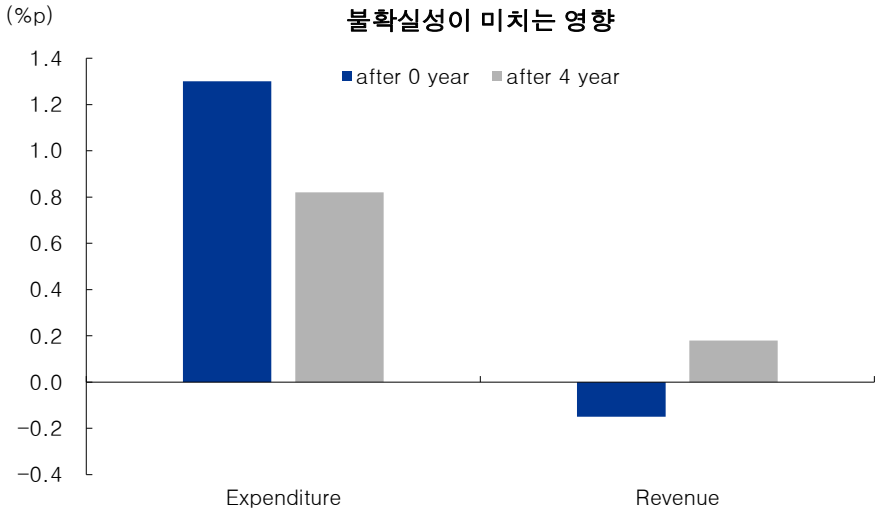
자료: Bloomberg, IBK투자증권

불확실성은 정부 부채 증가로 연결

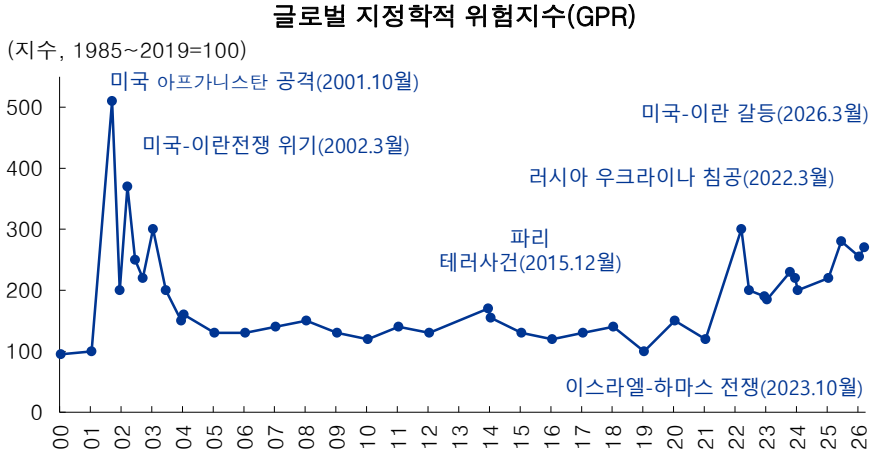
불확실성 증가는 경기에 미치는 부정적인 영향이라는 매크로 측면부터 관세 보조금 지급 등 구체적인 부분을 지원하기 위해 정부의 지출이 늘고 이는 부채 증가로 귀결

초기에 새로운 구축 비용과 여러가지 보조금이 많이 들어 지출이 크지만 이후에도 누적적으로 증가





높아진 지정학적 위험은 국방비 지출을 늘리는 등 재정 부담을 더 가중시키는 요인



자료: IMF, Caldara-Iacoviello, Refinitiv Eikon Datastream, IBK투자증권

이란 사태는 미 정부 재정 부담 당연히 더 크게 늘림

1900년 이후 미국 전쟁 비용

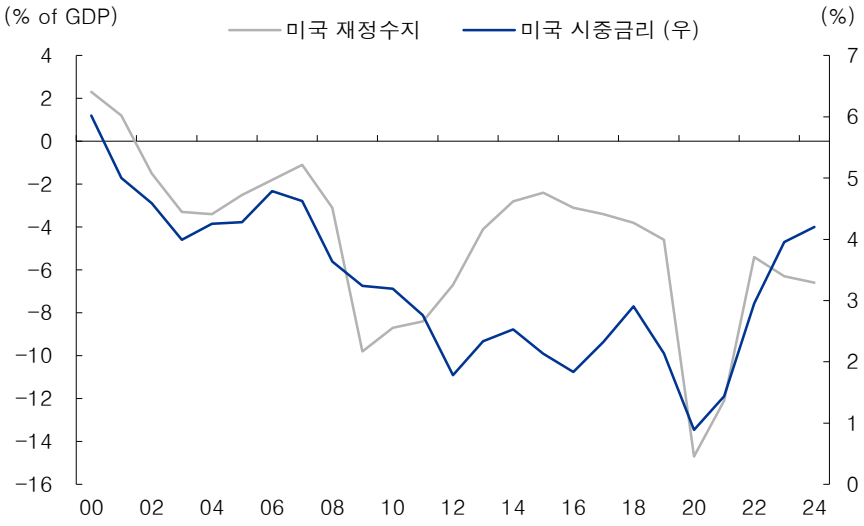
전쟁	기간	실질 비용($십억)	GDP 대비(%)
제1차 세계대전	'17~'21	334	13.6
제2차 세계대전	'41~'45	4,104	35.8
6 · 25 전쟁	'50~'53	341	4.2
베트남 전쟁	'65~'75	738	2.3
걸프 전쟁	'90~'91	102	0.3
이프간 전쟁	'01~'10	321	0.7
이라크 전쟁	'03~'10	784	1.0

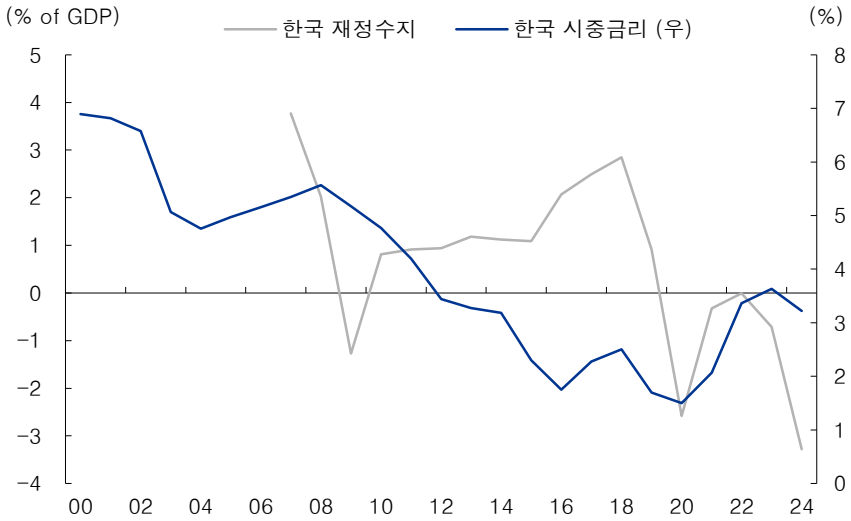
자료: CRS, IBK투자증권 주: 비용은 FY2011 기준

재정적자와 금리는 논쟁적인 주제

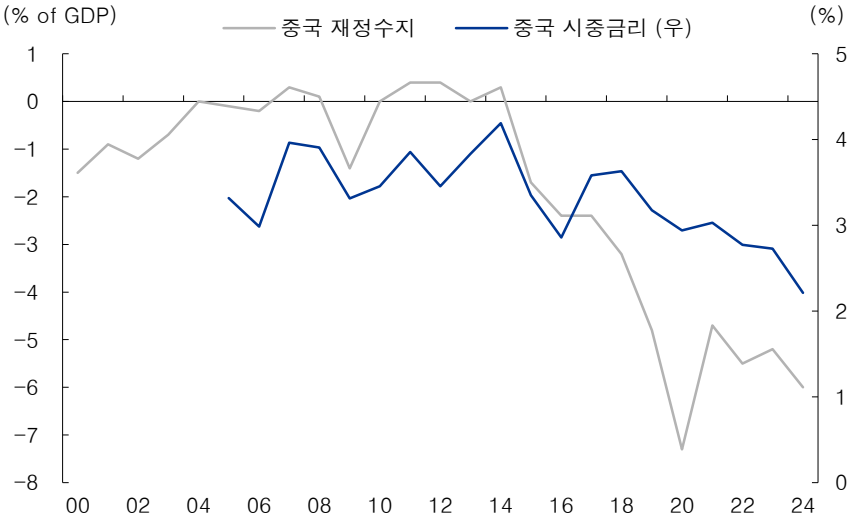
재정적자 확대는
단기적으로 채권 발행 압력
증가로 받아들여져 금리
상승요인으로 인식되지만
장기적으로 보면
같은 방향으로 움직임

이유는 재정적자 확대 추세가
펀더멘탈 측면에서 보면
지속적으로 약화되는
경제성장 모멘텀을 반영하기
때문임. 또한 정부 입장에서는
이자 비용 축소를 위해
금리를 낮게 가져가려는
의도도 작용





미국과 일본의 재정적자
문제에 익숙하지만 중국의
재정적자 비율이 이들
국가들을 넘어선다는
점은 주목해서 볼 필요



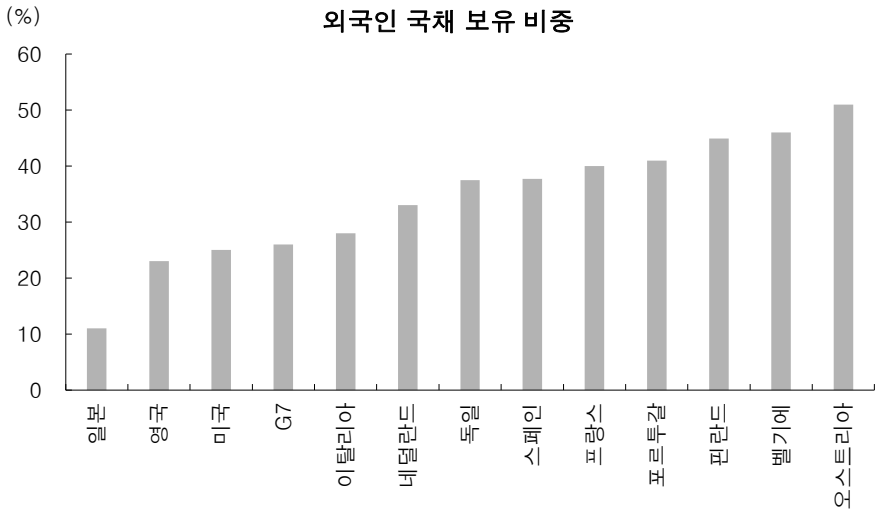
자료: Bloomberg, IBK투자증권

재정문제는 결국 신용문제의 촉발점

2012년 PIGS처럼
2025년 프랑스 문제 부각

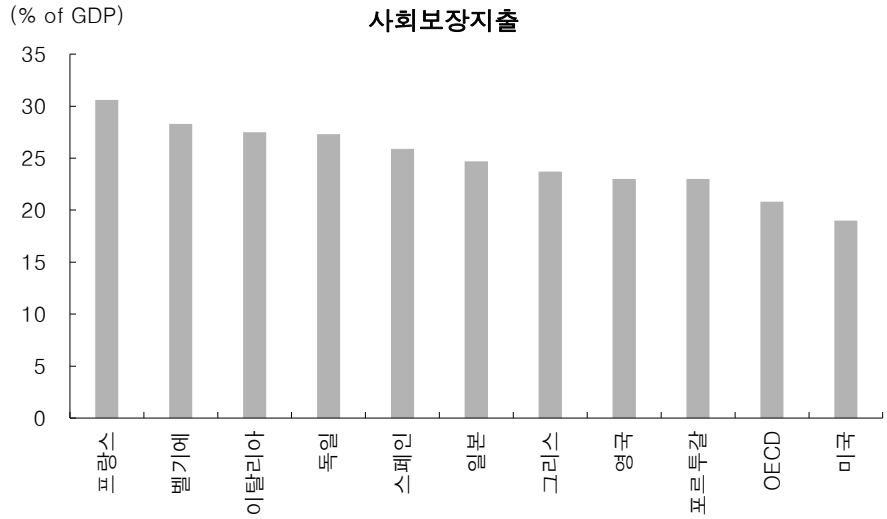
주요 국가들의 재정
의존도가 높아짐에 따라
글로벌 금융시장에서
위기를 촉발하는 동인이
과거 대형기업의 부도에서
재정 문제로 넘어옴

경제의 감내력이 얼마나
있는가?가 가장 중요한
전제인 가운데 정부가
컨트롤 할 수 없는 외국인
비중이나 재정지출의
경직성 등이 중요한 기준



프랑스가 이 기준에
부합하지만 대부분의
유럽 국가들이
대동소이한 모습

이는 유럽이 향후 발화점이
될 수 있음을 의미



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4-4

관세에서 감세로 옮겨갈 정책의 초점
➡ 미 장단기 금리 가파른 상승 우려

I. Cause: 이번 경기사이클의 특징은?

II. The status quo: 양극화는 경기와 자산시장 사이클에 어떻게 영향을 미치나?

III. Pathway: 양극화가 경기의 분기점으로 작용하는 경로는?

IV. The boiling point: 임계점이 존재하나?

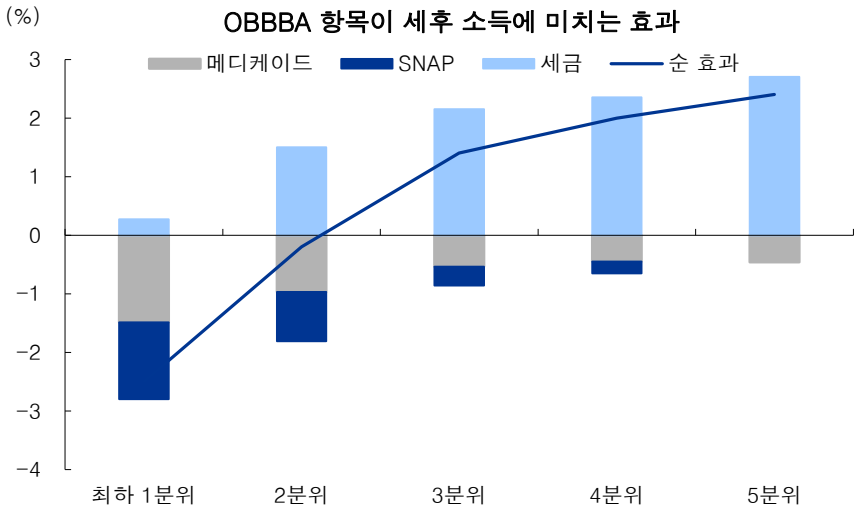
- ➡ 양적완화와 관세 그리고 이란 사태
- ➡ 중앙은행의 소극적인 대응
- ➡ 성장과 맞바꾼 불안과 부담
- ➡ 중간 선거를 앞둔 트럼프

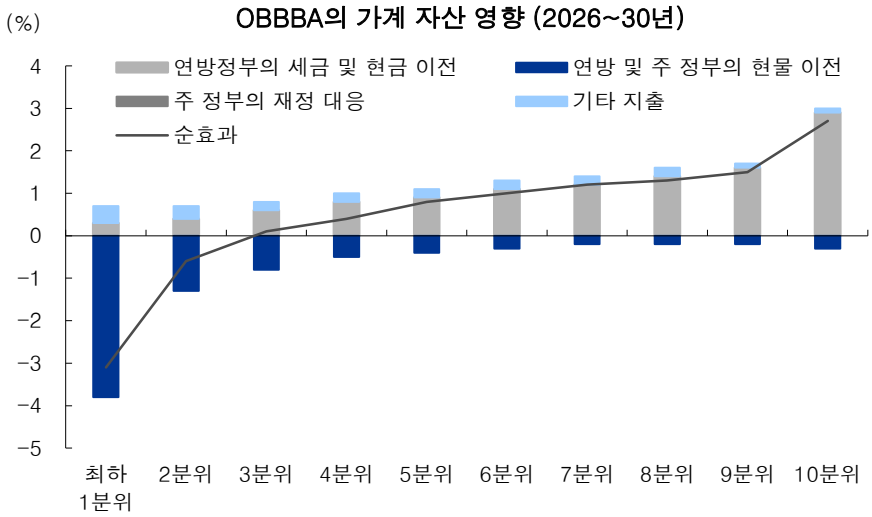
2026년 주목해야 하는 것은 감세

OBBBA: 하나의 크고 아름다운 법안, One Big Beautiful Bill Act

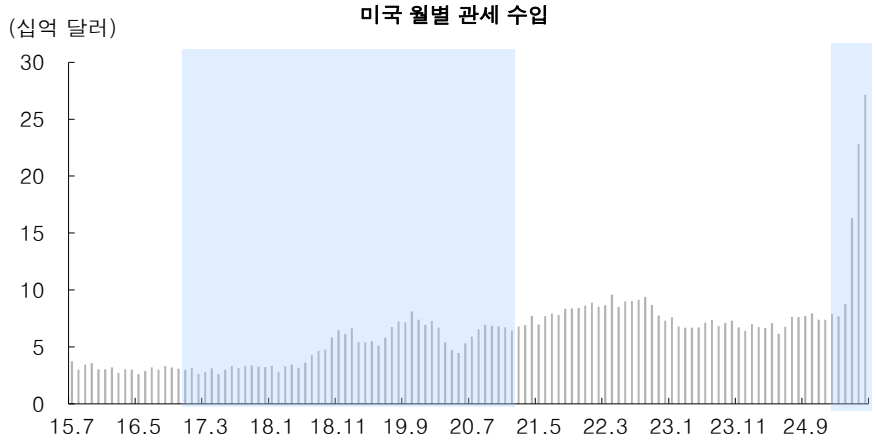
트럼프 임기가 시작되는 올해가 관세에 초점을 맞추는 해라면 11월에 중간선거가 예정된 2026년은 감세가 전면에 나서는 해가 될 가능성이 높음

감세는 경기 부양 효과라는 긍정적인 측면이 있지만 재정악화라는 부정적인 영향도 피할 수 없음





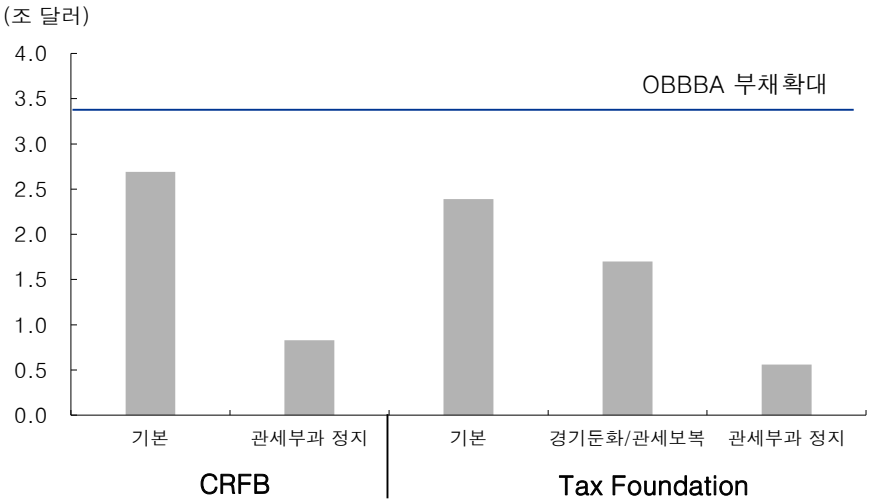
급증하는 미국의 관세 수입 ➡ 관세 수익을 어떻게 사용할 것인지도 향후 미국 금리 관련 중요한 체크 포인트



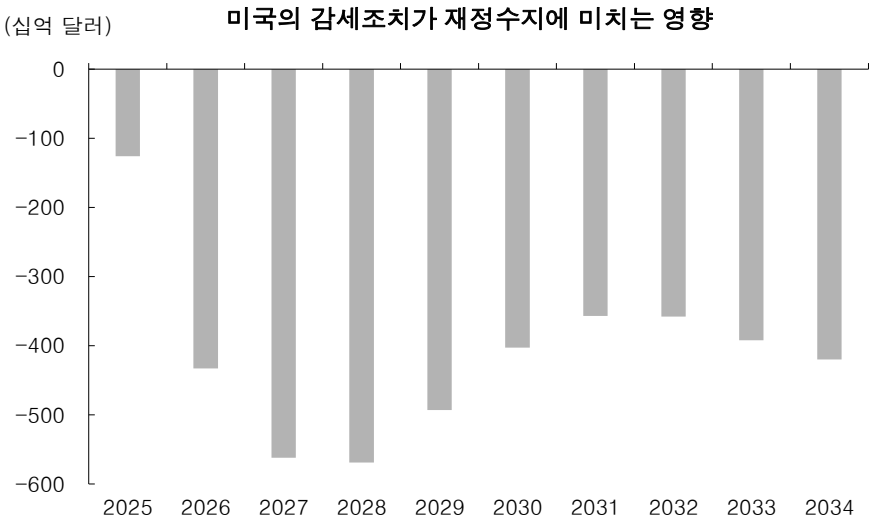
자료: Bloomberg, The budget Lab, CBO, IBK투자증권

2026년 고금리 유지 전망에서 가장 중요한 가정은 장단기금리 차 확대 가능성

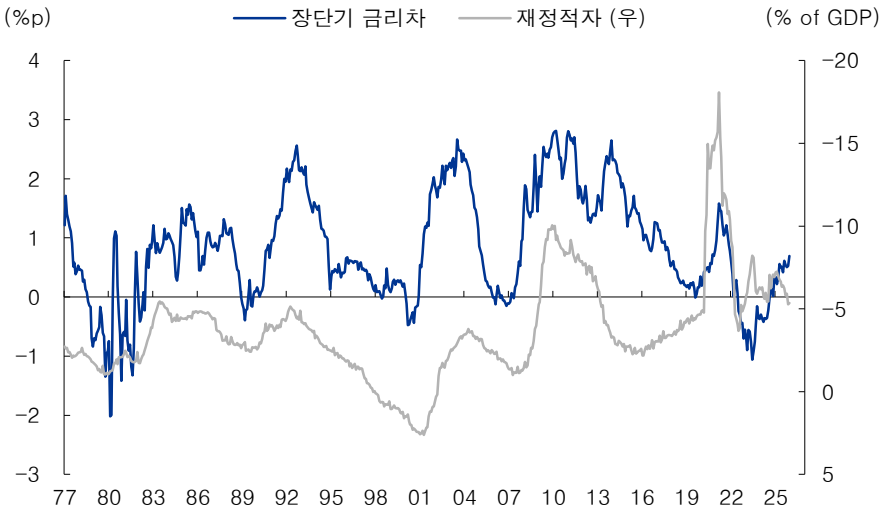
감세로 늘어나는 재정 부담을 관세로 충당하는 것은 최대 80% 정도 ➡ 재정적자 우려 커질 수 밖에 없는데 이 상황에서 관세 수입을 현금 지급 한다면?



감세로 인한 재정의 악화는 불가피해 보임



미국 재정수지와 미국 장단기금리 차는 매우 밀접한 관계를 맺으며 움직이는 모습 ➡ 경기와 채권시장 수급 모두의 기대에 영향을 미치기 때문 ➡ 감세 정책의 부각과 이로 인한 재정 우려는 향후 미 장단기 금리차가 본격적으로 확대되는 요인으로 작용할 가능성



자료: Bloomberg, CBO, 국제금융센터, IBK투자증권

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
기간산업분석부				
이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com
혁신기업분석부				
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
코스닥리서치센터				
이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com

"국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권"

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.