meritz Strategy Daily

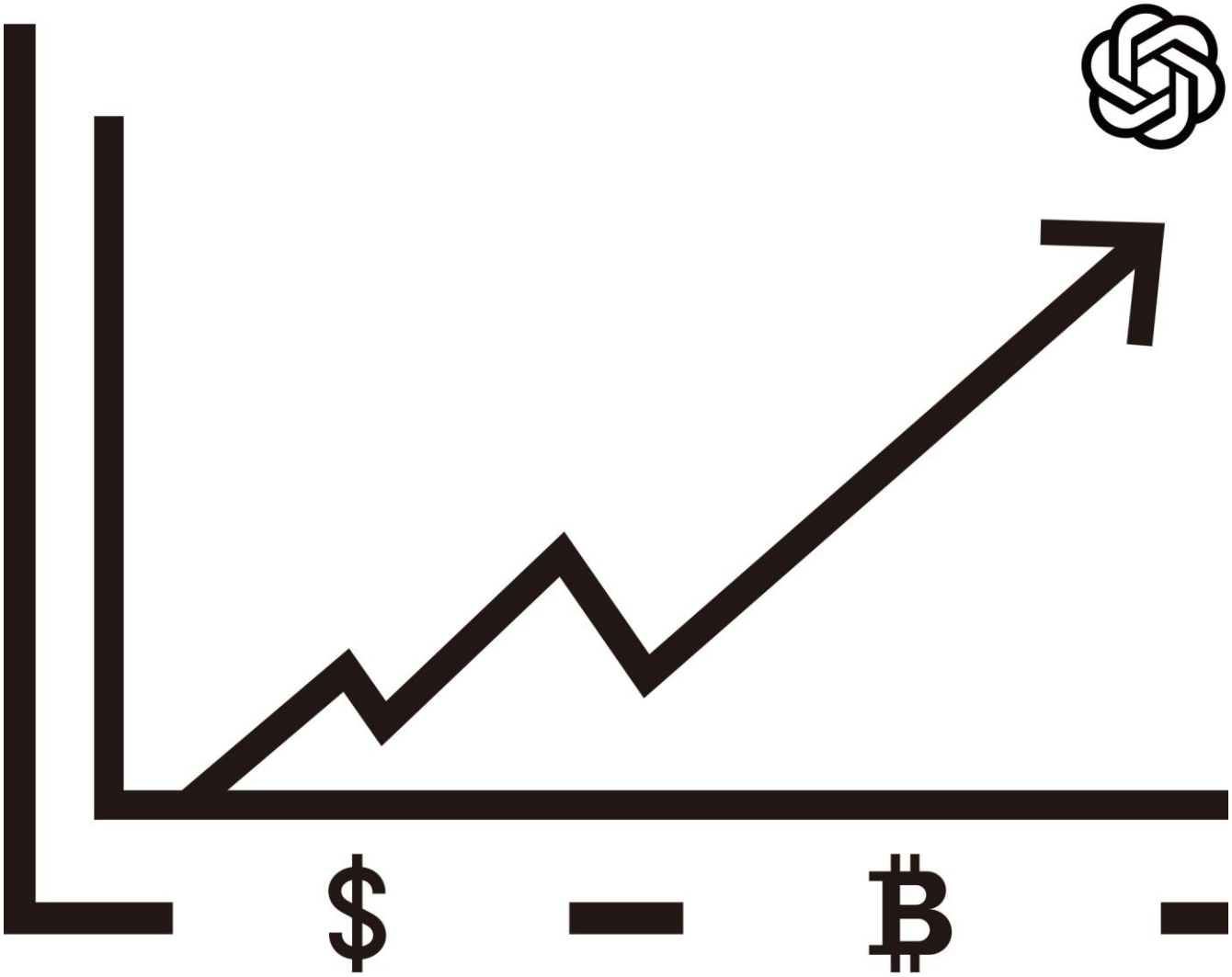
전략공감 2.0

2026. 4. 16 (목)

Strategy Idea
고용 없는 성장, 미국 소비는 안녕할까?

오늘의 차트
KOSPI 전고점 돌파까지 단 3.5%

칼럼의 재해석
K-프래그런스는 어디에나 있게 될 것이다



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

고용 없는 성장, 미국 소비는 안녕할까?

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 전쟁 충격에도 외형적으로 양호한 미국경제, 올해 2%대 성장률 전망 유지 중
- ✓ AI기반 기업들의 생산성 개선으로 양호한 경기흐름 이어질 것으로 기대되나, 실질적 소득 여건 약화될 경우 '고용 없는 성장'의 취약성이 미국 소비 둔화로 이어질 수 있어
- ✓ 전쟁 위험이 축소되면, 일부 공급충격까지 감안 하반기 연준의 금리인하 압력 증대될 전망

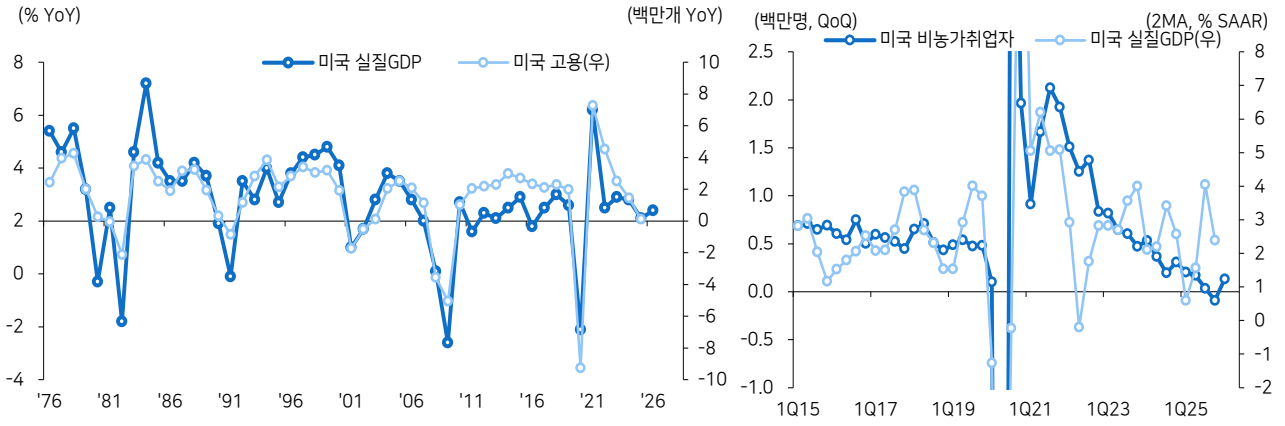
미국은 고용 없이 2%가 넘는 양호한 성장을 이어갈 수 있을까

3월 이후 전쟁이 모든 이슈를 장악한 가운데, 자원취약국을 중심으로 성장률 전망이 낮춰지고 있다. 한국은 OECD가 2.1% → 1.7%로 하향한 가운데 주요 기관들은 유럽 다수 국가들의 성장률 전망을 0.2~0.3%p 가까이 깎아 내리고 있다.

아이러니하게도 전쟁에 중심에 있는 미국은 성장률 전망이 고점인 2.5%→2.3%로 하향조정 되었음에도 잠재성장률을 상회하는 비교적 양호한 성장기대를 유지하고 있다. 올해 2%를 넘길 수 있을지를 걱정했던 미국 성장률 전망 상향은 지난해 소비를 중심으로 2.1%의 성장을 달성했기에 가능했다.

그럼에도 우리는 올해 미국경제를 두고 '외강내유(外剛內柔)' 겉으로는 양호하지만, 질적으로는 문제가 있을 것이라는 주장이 이어가고 있다. 여기에 핵심은 연준도 중시하는 미국 고용지표의 둔화에 기인한다.

그림1 **미국 성장률과 높은 상관관계를 보이는 고용, 최근 성장률은 높게 유지되는데 일자리는 줄어드는 상황**



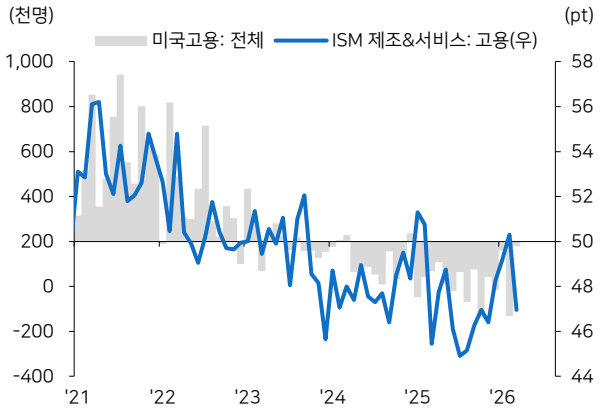
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

역사적으로 미국의 성장률과 상관관계가 가장 높은 경제지표 중 하나가 일자리 증감, 즉 고용이다〈그림 1〉. 당연한 듯 보이나 다른 국가보다 고용통계에 대한 민감도가 높은 것이 미국이다. 연준의 이중책무(dual mandate)가 물가와 성장(분기)이 아닌 고용(월간)인 것도 이해된다.

그런 미국 고용지표가 지난해부터 잡음이 많다. 펜데믹 과정에서 대규모 노동공급 부족을 겪고 구인난이 심각해졌다가 트럼프 행정부 들어와 이민자를 통제하면서 전반적인 고용탄력 둔화가 심화되기 시작했다. 실제 2024년부터 제조업을 중심으로 기업들의 구인심리가 위축되기 시작하자 펜데믹 이후 평균 20만개 내외 늘어나던 일자리가 위축세를 나타내기 시작했다〈그림 2〉.

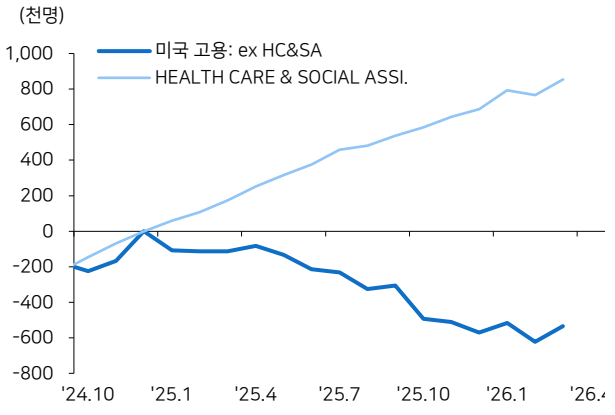
의료사회 부분 서비스를 제외하면 트럼프 취임 이후 미국 일자리는 60만가량 감소했다〈그림 3〉. 2025년 하반기부터 드물지 않게 월간 마이너스 증감을 기록한 이후 월평균 일자리 컨센서스가 5만개 내외로 축소되었다. 위축되던 제조업은 최근 데이터센터발 테크 붐으로 일부 개선되고 있으나 서비스업이 좋지 않다.

그림2 미국 기업심리 고용 위축, 일자리 20만개 하회



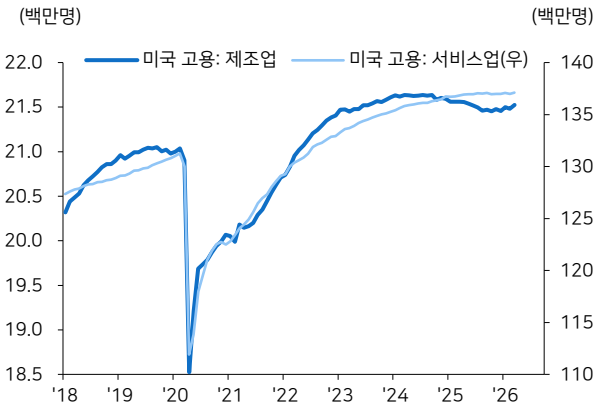
자료: US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 의료사회 제외 시 2025년부터 60만개 일자리 축소



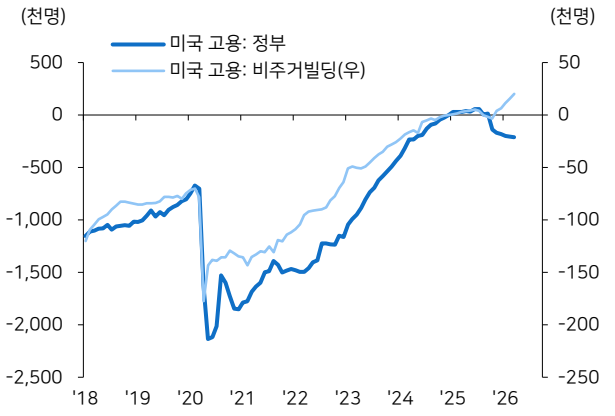
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 축소되던 제조업 일자리 소폭 증대, 서비스는 정체



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 정부 큰 폭 축소 vs 데이터 센터 건설 인력 증대



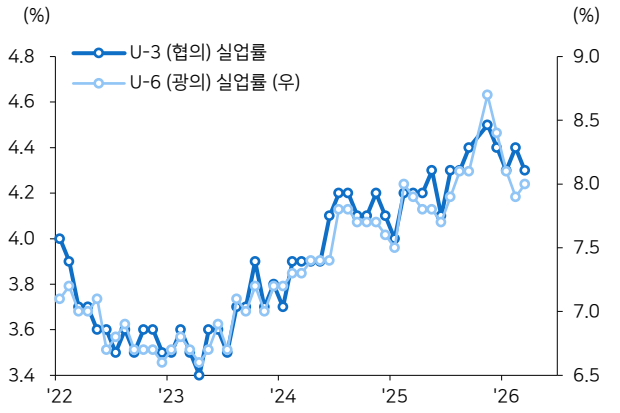
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

일론 머스크의 DOGE 여파로 인해 전반적 재정지출 통제에 들어오면서 연방정부 일자리 감소가 두드러졌다〈그림 5〉. 연간 고용실사 지표인 QCEW기준 nonfarm은 2023년부터 연간 70만개, 2024년 80만개, 2025년 91만개가 과대계상 실제 미국 고용위축은 더욱 심화되고 있다는 것이 현실이다.

올해 3월 고용이 온화한 날씨와 파업복귀, 일부 기업투자관련 고용증대로 17만개가 넘는 일자리가 늘었다고 안심할 상황이 아니다. 실업률(U3) 4.4%→4.3%로 반락보다 광의의 실업률(U6)은 반등했고, 구인/실업 비율은 1을 하회한 이후 하향기조가 이어지고 있다〈그림 6, 7〉.

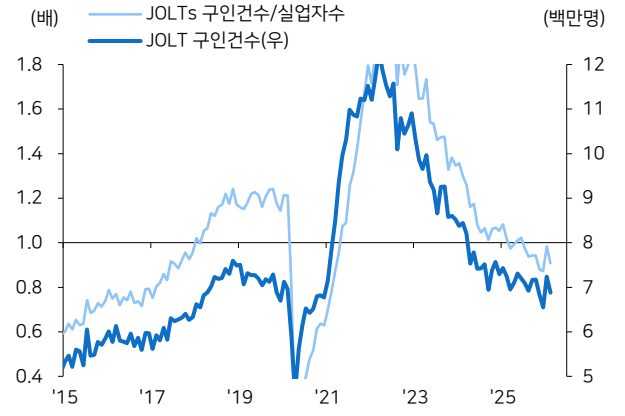
실업률의 정체는 구인감소 vs 노동인구 감소의 영향이 큰데 여기서 최근 미국 고용의 약한 고리가 확인된다. 경제활동참여율이 고령 그리고 남성을 중심으로 최근 하락이 가파르다〈그림 8〉. 트럼프가 추방한다고 했던 이민자가 아닌 베이비부머(native) 감소가 가파르다. 소비심리내 고용위축이 경기침체 수준인 상황에서 AI까지 내 일자리를 대체할 것이라는 공포가 커지고 있다〈그림 9〉.

그림6 노동 수요와 공급이 동시에 감소, 실업률은 안정적



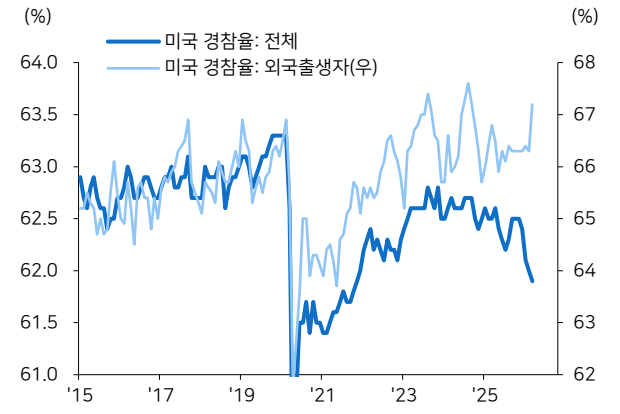
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 그럼에도 구인/실업 비율 하락 지속, 기준선 1을 하회



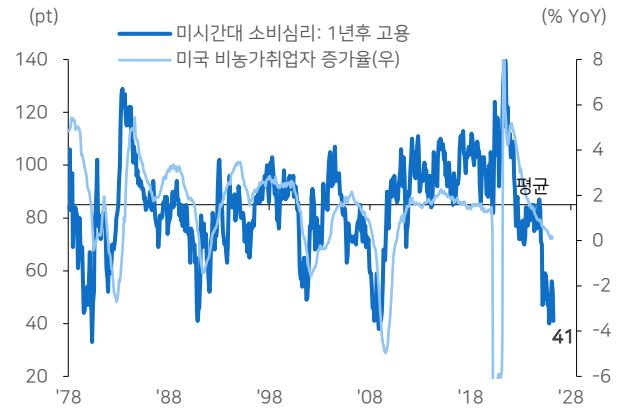
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 고용둔화의 핵심, 노동인구 자체의 감소 부담



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 고용심리 위축 지속, 실제 일자리 개선 기대 약해



자료: UMich, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

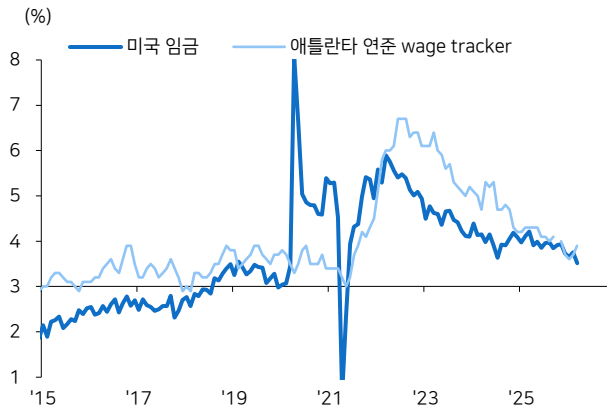
생산성 개선과 줄어드는 노동인구, 소득이 증가하지 않을 가능성

3월 고용지표가 예상보다 일자리 증가로 서프라이즈를 기록했음에도 시장의 반응이 미온적이었던 것은 경참율 감소로 노동인구 하락에 대한 평가를 함께 해야 하기 때문이다. 이를 종합한 결과로 임금이 mom 0.24%로 전망치 0.3%를 하회, 하향기조를 이어갔다〈그림 10〉.

펜데믹 과정에서 노동공급 부족할 때 수요견인 압력으로 임금이 일시적 급등, 연간으로 5%가 넘는 수준을 상당기간 유지했다. 그렇지만 전반적 고용여건 둔화와 더불어 기업들의 생산성 개선에 일조하는 AI 발달은 향후 일자리 위축을 더욱 가속화할 공산이 크다.

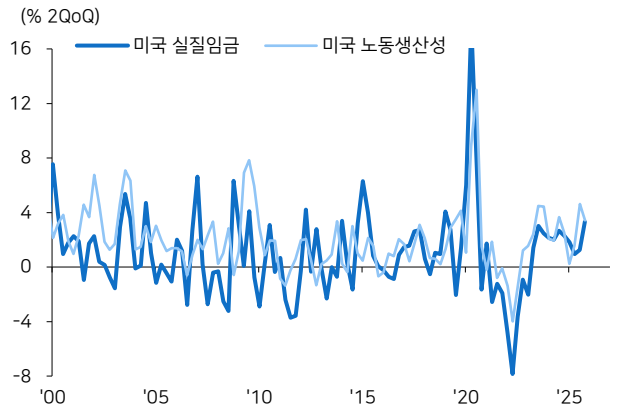
지난해 3분기 기업생산성 개선과 달리 실질임금 상승세가 제한되면서 기업vs가계 소득의 K자 모습이 나타났다가 4분기 물가안정을 통해 실질임금이 개선되며 메이크업했다〈그림 11〉. 그렇지만 이미 경쟁력을 잃은 노동협상력(분배율)을 보면, 생산성 개선과 실질임금의 괴리가 벌어질 가능성을 높게 보고 있다〈그림 12〉.

그림10 미국 임금상승률 둔화, 펜데믹 공급충격 복원 과정



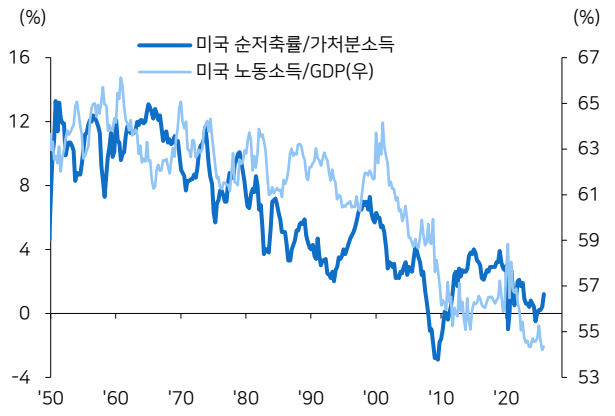
자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 AI 기업생산성 개선, 가계 임금보상 낮아질 수 있어



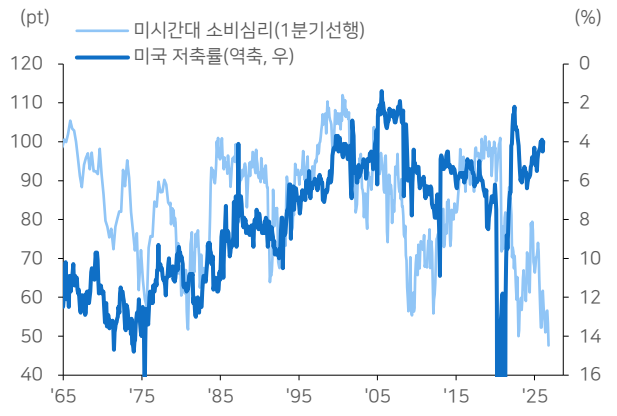
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 낮아지는 노동 협상력, 가계 순저축률 바닥



자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 소비심리가 좋지 않은데 주머니에 돈도 넉넉치 않아



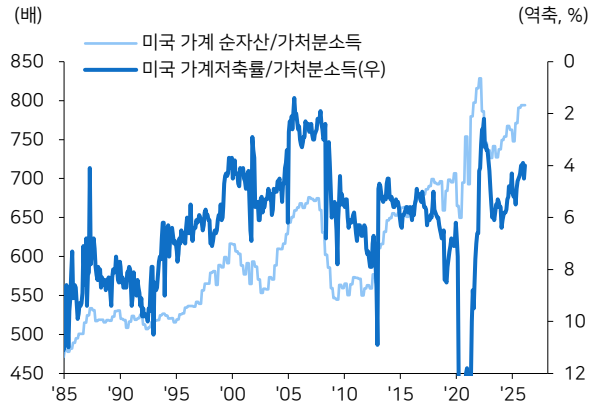
자료: UMcih, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

지난해와 올해 미국 성장률이 2% 이상 양호한 흐름의 60%를 차지하는 것은 소비이다. 그런데 이제 가계는 '고용 없는 성장'과 'AI기반 노동생산성 개선'에 따라 임금소득의 보상이 둔화될 공산이 커졌다. 고금리와 물가부담, 높은 자산가격 부담으로 가계 소비심리를 역사상 최저수준으로 억눌렀음에도 가계는 MAGA 깃발 아래 저축율을 낮추면서 소비를 이어왔다〈그림 13〉.

저축률 하락의 상당부분 자산가격 상승에 따른 부의 효과(wealth effect)가 뒷받침되었다고 본다〈그림 14, 15〉. 임금소득 이외에 부동산과 주식 등 자산가격이 오르면 저축보다 소비를 늘릴 수 있는 버퍼가 커진다. 펜데믹 이후에도 과잉유동성으로 자산가격 상승세가 가팔랐으나 2024년 하반기부터 흐름이 주춤하다.

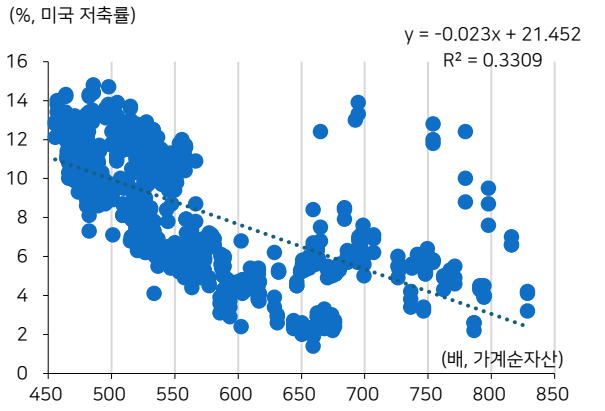
주가는 2025년 연간으로 10% 중반의 상승세를 이어갔지만, 미국 주택시장 중심 부동산 가격은 위축이 심화되고 있다. 집값이 너무 비싼데다 금리까지 높아 집을 사려는 수요가 금융위기보다 위축되어 있다〈그림 16〉. 게다가 상업용 부동산 연체율은 고금리 장기화(higher for longer)로 재차 상승 중이다〈그림 17〉.

그림14 자산이 늘면 저축을 덜해도 되는 것이 현실



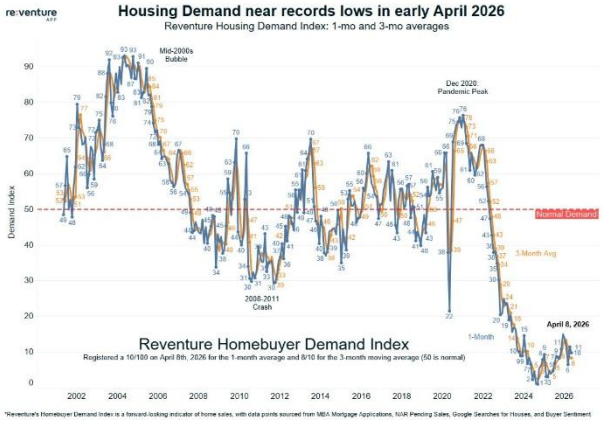
자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 가계 순자산과 저축률의 역상관 관계성 높아



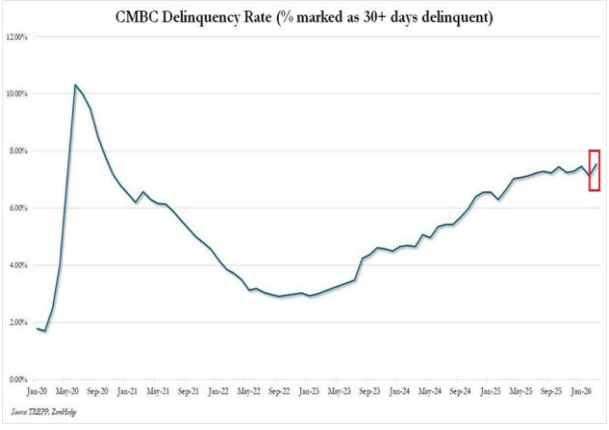
자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 부동산, 고가격&고금리로 매수세 역사상 최악



자료: Reventure

그림17 상업용 부동산 연체율은 지속적으로 상승 중



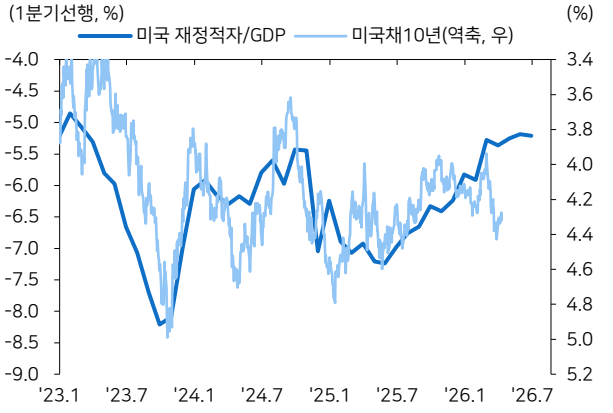
자료: Trepp

펜데믹을 겪고 노동공급 부족과 자산가격 상승 속에 미국 가계의 소비기반이 확대세를 이어왔지만, 또 한가지 중요한 동력은 재정정책의 지원이다. 2022년 물가안정을 위해 연준이 강력한 긴축을 실시했고, 2023년 미국경제 경착륙 우려까지 자극되자 당시 바이든 행정부는 재정적자를 GDP 4%대까지 축소했다가 재차 8%대로 급격히 확대시켰다〈그림 18〉.

덕분에 2023년과 2024년 미국은 2%대 후반에 강한 성장과 주가지수가 20%대를 2년 연속으로 기록했다. 그 대가는 미국 국채금리 4%대 모기지 6%대 고금리 장기화를 유발했다. 최근 재정적자를 GDP 5% 초반까지 줄이며 베센트 재무장관은 살림을 알뜰하게 하고 있지만, 전쟁 충격으로 금리부담은 여전하다.

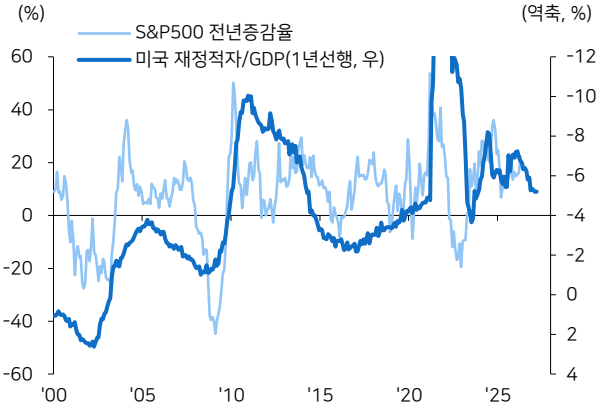
반면, 재정적자 확대는 경기부양과 동시에 유동성 공급차원에서 증시에도 긍정적 효과가 큰 편이나 트럼프 행정부 출범 이후 모멘텀은 둔화되고 있다〈그림 19〉. 가계에 이전소득은 줄고 있고, 성장에서 재정의 기여도는 트럼프 행정부 들어와 마이너스까지 둔화, 재정건전성 확보의 중요도가 부각되었다.

그림18 재정적자 축소에도 전쟁발 인플레 우려, 금리상승



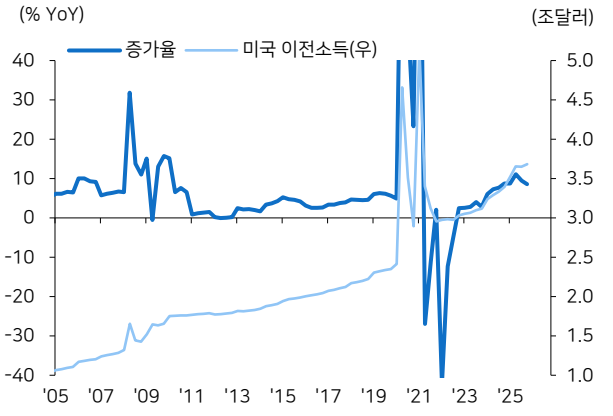
자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 정부가 돈을 쓸 때 일반적으로 주식시장도 활황



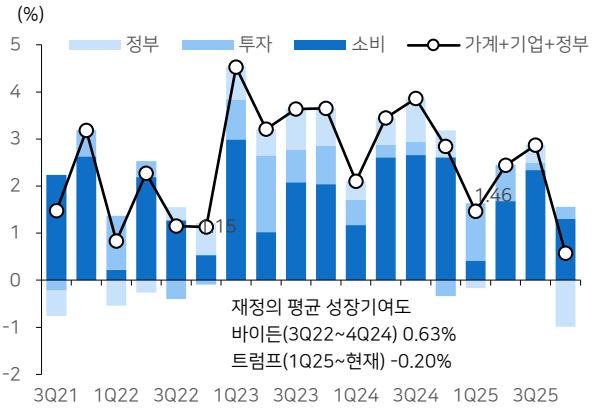
자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 이전소득 축소, 트럼프는 가계에 돈을 주지 않을 것



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림21 트럼프 행정부 들어와 재정의 성장기여도 큰 폭 감소



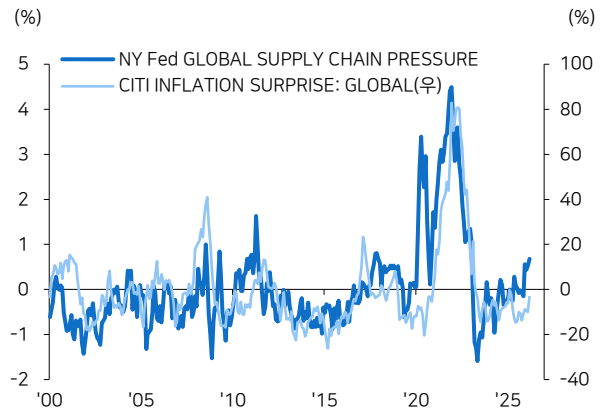
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

결국 미국 가계는 펜데믹 이후 바이든 행정부를 거치면서 1)자산, 2)임금, 3)재정 등 소비를 높일 수 있는 기반이 단단했으나 2025년부터는 모든 부분에서 정체가 시작되었다. 여기에 결정타가 관세부과 및 미-이 전쟁을 통한 재화중심 단가상승 압력이 구매력에 부담을 주기 시작했다는 것이다.

2022년 수요견인 압력까지 가세한 'inflation perfect storm' 당시보다 낮긴 하나 가솔린 가격을 중심으로 미국 물가상승 부담이 커진 것은 현실이다〈그림 22〉. 관세부과로 PCE 물가가 2% 중후반 정도로 끈적거릴 것이라는 예측이 원래도 높았는데 유가상승의 충격까지 더해져 4%대 전망까지 나오고 있다.

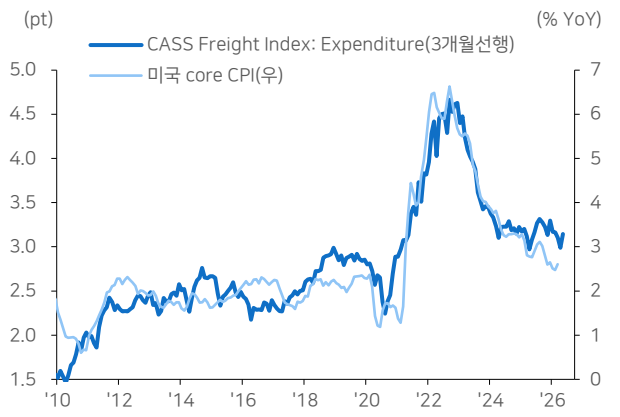
문제는 상기했듯이 2022년은 수요견인력이 높았던 시절이라 운송비 급증에도 트럭운전사 고용이 증가할 수 있는 경제여건이었으나 최근 운송비 급증 구간에서 관련 인력의 감소는 빠르게 진행 중이다〈그림 24〉. 펜데믹 반작용으로 급증했던 자동차 판매 역시나 2025년 이후 급격히 둔화되고 있으며, 최근 관세로 비싸진 자동차를 대체해 중고차가 다시 관심을 받고 있다〈그림 25〉.

그림22 2022년만큼 아니나 공급물가 충격 우려



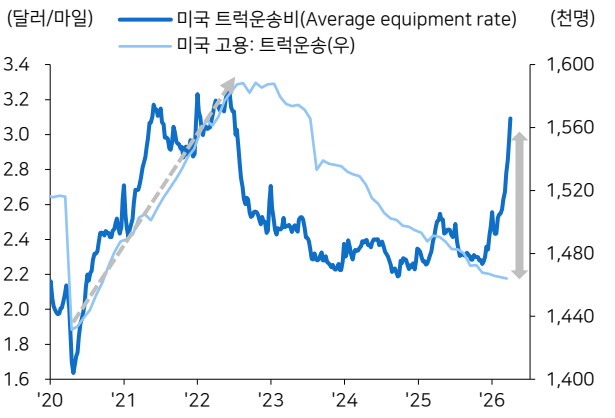
자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 근원물가 아직 그래도 안정적 수준



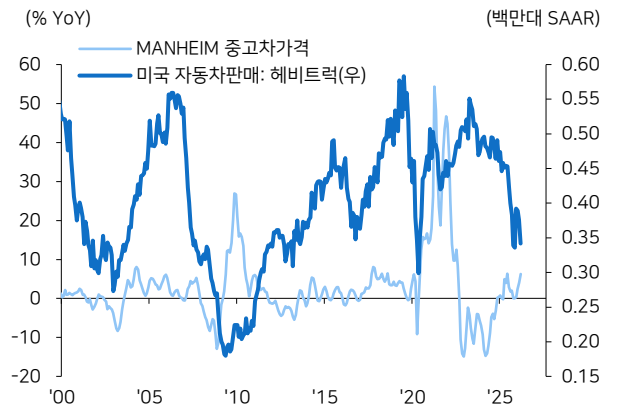
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림24 운송비 급증에도 사람 뽑던 2022년과 지금은 달라



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 수요견인력 둔화, 트럭판매 급감 vs 중고차 관심 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

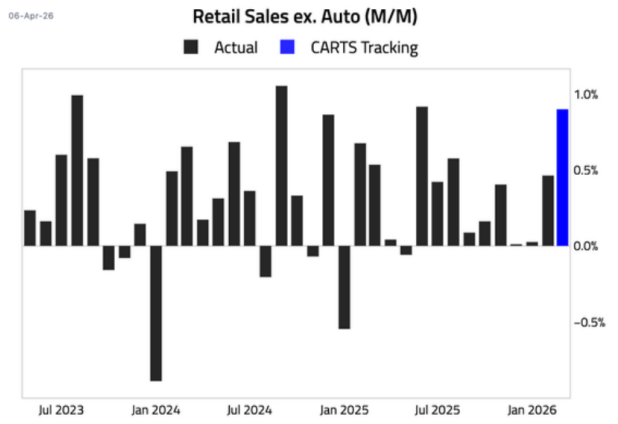
미국 가계소득 정체 시 양호한 경기핵심인 소비가 위축될 가능성

우리가 이 자료를 작성한 배경에는 '전쟁이 종료되면 미국경제가 양호한데 과연 연준이 금리인하에 나설 필요가 있을까?'에서 출발했다. IMF WEO가 발표되는 시점에서 베센트 재무장관은 '올해도 미국은 3%를 넘어서는 성장이 가능할 것'이라고 언급했는데, 그렇다면 진짜 연준이 금리를 왜 낮춰야 하는 것일까?

전쟁으로 인한 물가부담이 미국 소비에 타격을 줄 공산이 크나 우리는 전쟁이 아니었어도 미국의 고용 없는 성장이 장기화되기는 쉽지 않다는 점을 강조하고 있다. 당장 3월 미국 소매판매는 가솔린가격 상승기반 명목기준으로 큰 폭의 상승세를 보이는 반면 실질소비는 큰 폭의 하락을 기록할 예정이다〈그림 26, 27〉.

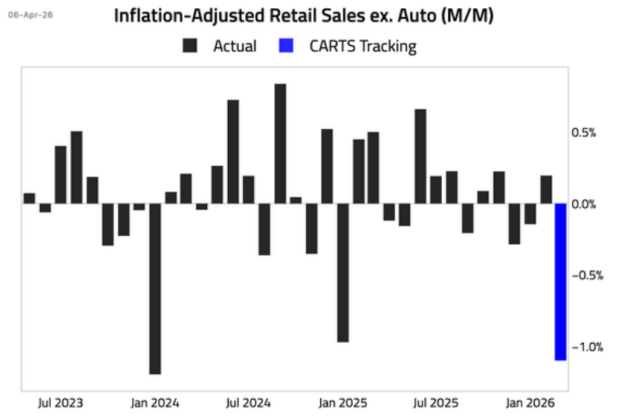
이는 시계열을 넓혀서 2022년과 비교할 때 역시나 일시적 전쟁충격에 실질소비가 위축되는 구간이 있었으나 이번 충격만큼은 아니었다는 것이 중요하다〈그림 28〉. 오히려 전쟁 초기인 22년 상반기까지 예상외로 실질소비도 명목소비 못지 않게 강한 탄력을 보였다.

그림26 전쟁 발발 3월 미국 소비는 명목상 큰 폭 증대



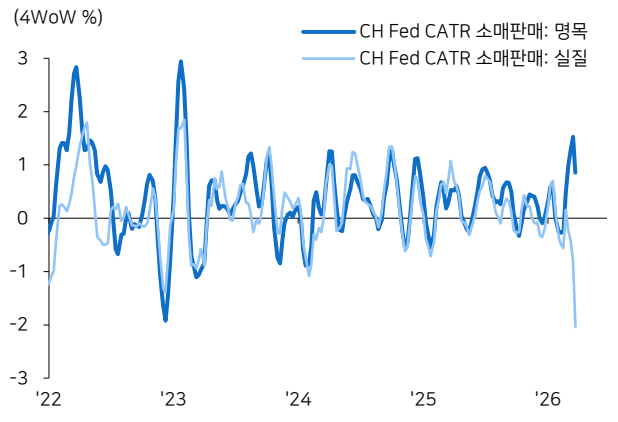
자료: Augur Infinity

그림27 가솔린 중심 소매가격 상승 제외하면 소매판매 급감



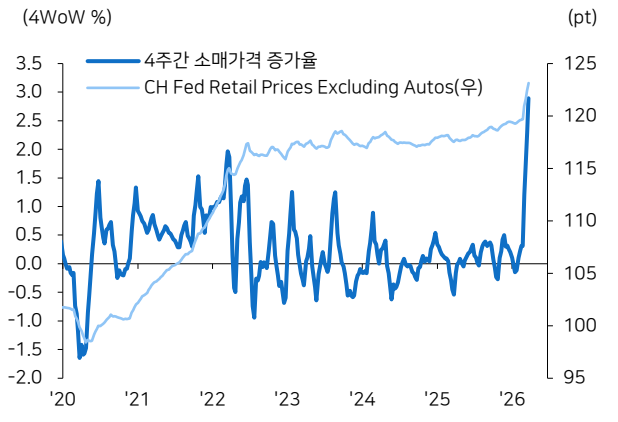
자료: Augur Infinity

그림28 실질소비 기준 2022년 견고함과 지금의 취약함 차이



자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림29 펜데믹 이후 수요견인력이 오랜 기간 소매단가 지지



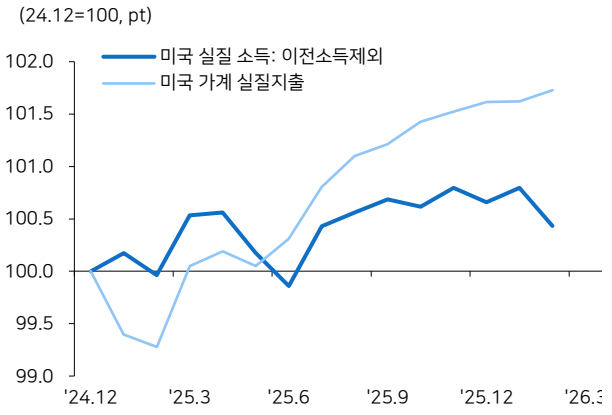
자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준이 긴축을 통해 물가를 통제하기 전까지 2020년부터 2022년 중반까지 미국 소매물가는 높은 구매력 기반 상승세를 이어왔다〈그림 29〉. 이후 고금리 장기화로 소매가격 상승세는 정체되며 소폭 상승을 기록하던 중 전쟁이 터진 것이다. 가솔린 가격이 주도하는 소매가격 상승은 다른 재화소비를 구축할 것이다.

여기에 미국가계는 트럼프 취임 이후 낮아진 재정지원 및 자산가격 상승 정체로 실질소득 역시 정체된 흐름을 이어왔다〈그림 30〉. 반면 소비는 관성으로 물가를 제외한 물량기준으로 소득과 차이를 벌리며 지속해 온 것이다. 안정적 소비를 위해서는 실질소득 증가속도가 실질소비보다 빨라야 하는데 2024년 하반기부터 미국 가계는 소득보다 소비의 속도가 빠르게 유지되고 있다〈그림 31, 32〉.

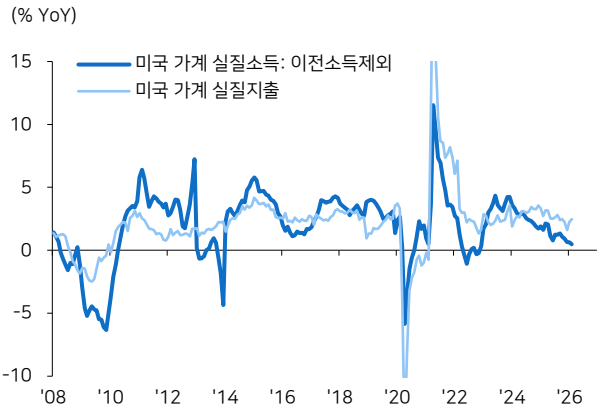
명목소비와 실질소비의 괴리차를 두고도 말이 많은데, 관세와 전쟁이 유발한 공급충격은 가계의 실질 소비를 정체시켰다〈그림 33〉. 관세부과로 자동차 판매가 선수요까지 더해진 이후 최근 부진을 겪는 것과 유사하게 반도체 칩가격 상승은 컴퓨터&가전 등 내구재 수요둔화를 이끌 것이다.

그림30 트럼프 취임 이후 실질소득 정체, 소비는 계속 증가



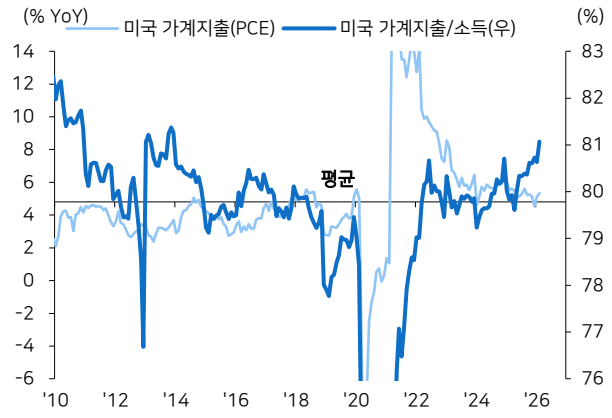
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림31 실질 소득증가가 줄면 결국 소비도 줄어야 할 것



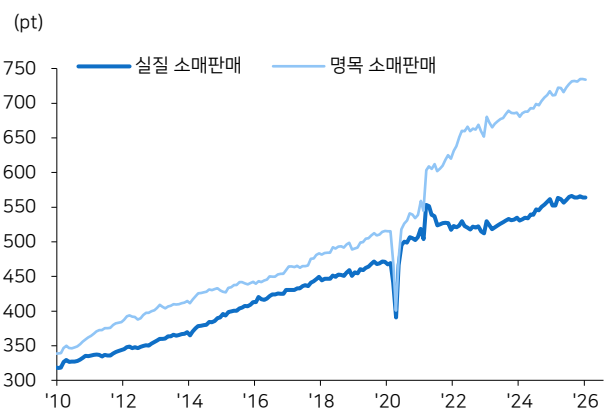
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림32 미국 가계는 이미 소득대비 소비 강도 높은 편



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림33 실질 소매판매 물가부담이 커지면 정체되는 것 현실



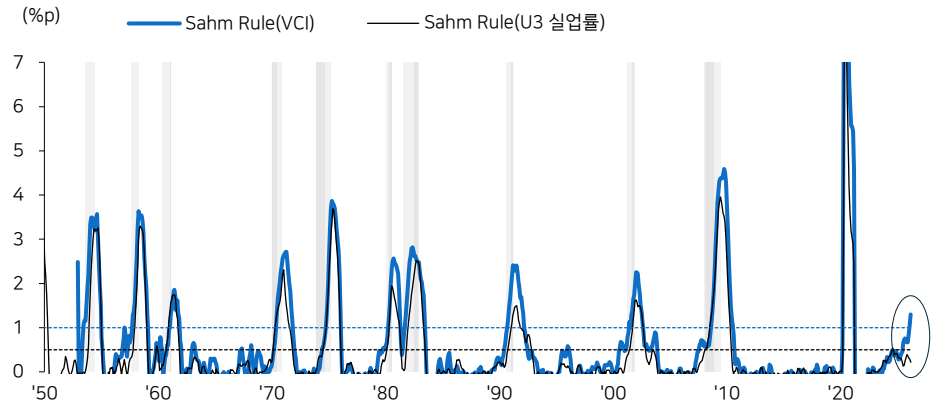
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

미국 경제는 대국이라는 칭호가 어울리게 예상한 것보다 늘 양호한 결과를 입증해왔다. 심지어 2025년에도 실질 GDP가 2.1%를 기록, 잠재성장률을 상회했다. 올해 성장률 전망이 소폭 하회했다고 해도 2.3% 내외 수준은 양호한 편이다.

그럼에도 우리는 고금리 장기화와 고물가 부담이 유발하는 불안의 씨앗을 주목하고 있다. AI 생산성 개선이 기업들의 실적 개선과 미래의 먹거리를 만드는 과정이지만 마찰적으로 미국 고용의 위축은 불가피한 결과일 수 있다. 최근 아마존이 다른 테크업체보다 주가가 많이 오른 부분도 AI 활성화에 따른 대규모 인력 감축 등이 반영된 결과라는 것이 이를 입증한다.

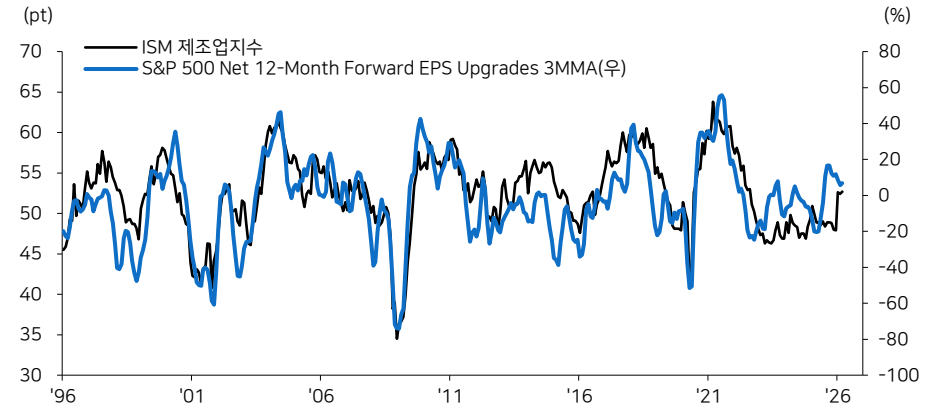
무디스 이코노미스트인 마크잔디는 최근 실업률 과소평가를 두고 경제활동참여율 급감을 5년정도 평균 경참율로 변경하여 좀 더 엄격한 실업률 VCI(Vicious Cycle Index)를 제시했다. 해당 실업률은 현재 4.9%로 샴룰로 환산할 경우 위험임계치를 이미 넘어섰다는 평가다〈그림 34〉. 전쟁만 끝나면 미국은 모든 것이 좋아질 것인가? 큰 틀에서 고용 없는 성장의 실상을 점검할 필요가 있다.

그림34 미국 고용은 단순실업률보다 경참율 감안 실업기준 둔화 흐름 지속



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터(VCI는 무디스 마크잔디 Vicious Cycle Index 참고 실업률)

그림35 기업이익에 기반한 성장모드, 2026년 내내 경기를 이끌 수 있을지 고민



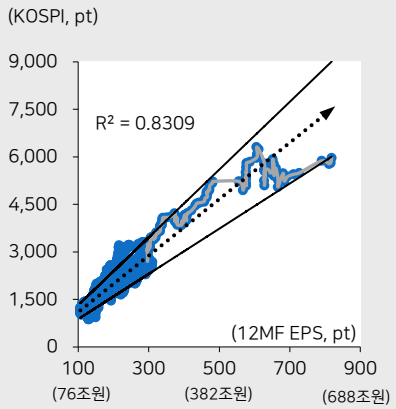
자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

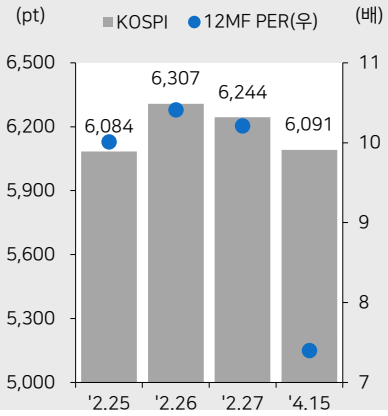
염승준 연구원

KOSPI 전고점 돌파까지 단 3.5%

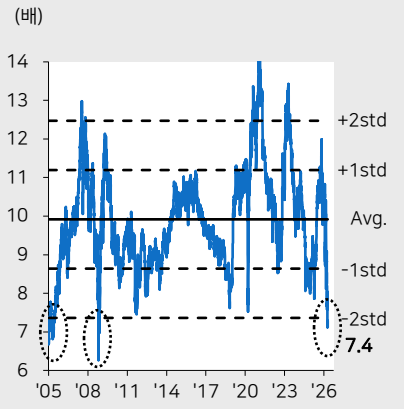
'25.6~'26.4월 KOSPI 이익추정치 이동경로



종가 기준 KOSPI 6,000pt 넘어선 것은 4차례



KOSPI 12MF PER -2std 이탈한 이벤트는 3차례



주: 추세선 위아래 보조선은 추세선 대비 ±20% 의미
자료: Bloomberg, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI는 4월 15일 6,091.39pt로 마무리하며 미국-이란 전쟁 이후 낙폭을 상당 부분 회복했다. 전고점(6,307.27pt) 돌파까지는 3.5%를 남겨두었다.

KOSPI가 종가 기준 6,000pt를 넘어선 것은 역대 4차례로 '26.2.25~27일 그리고 '26.4.15일이다. 현재 지수 레벨 자체는 전고점과 유사한 수준으로 올라왔지만 분명히 다른 것은 멀티플이다. '2.25~27일 6,000pt를 넘어설 때 적용되었던 멀티플은 각각 10.0배, 10.4배, 10.2배였지만 현재는 7.4배이다.

이러한 차이가 발생하는 원인은 EPS 레벨에 기인한다. 전고점 당시 KOSPI 12MF EPS는 611.6pt(순이익(지배) 469조원), 현재 EPS 818.6pt(순이익(지배) 626조원)으로 이익 추정치는 +33.8% 상향 조정되었다. 반면 KOSPI 지수 레벨 자체는 전고점과 유사하기 때문에 멀티플 조정이 필연적이다.

KOSPI는 반도체 업종의 시가총액 및 이익 비중이 높으며 시클리컬 특성이 있어 PER 지표의 신뢰도는 높지 않다. 다만 PER이 -2표준편차를 이탈한 이벤트는 '05~'26년 기간동안 단 3차례로 추가적인 밸류에이션 축소보다는 상승에 무게를 둬야 한다는 판단이다.

밸류에이션 상승에 무게를 두는 또다른 근거는 1) KOSPI 12MF EPS와 KOSPI 간 상관관계 분석 시 결정계수는 0.83로 설명력이 매우 높다. 해당 추세선에 기반한 현재 EPS 수준에서 기대할 수 있는 PER 값은 9.17배가 도출된다. 2) 블룸버그 기준 KOSPI 12MF ROE는 19.9%, S&P500(20.7%)에 근접하며 대만 가권(19.1%)을 넘어섰다. 향후 밸류에이션 할인 해소를 기대할 수 있는 부분이다. 결론적으로 여러 측면(실적, 수급, 밸류에이션)에서 4월 KOSPI를 3월보다 우호적으로 바라볼 재료가 많다는 판단이다.

칼럼의 재해석

김건우 연구원

K-프래그런스는 어디에나 있게 될 것이다 (marie claire)

전통적으로 향수는 강렬하고, 하나의 선언처럼 존재감을 드러내며, 말 한마디 하기 전부터 방 안에 들어왔음을 알리는 '후각적인 코트'라고 불리우는 것이었다. 그러나 이러한 방식은 점차 변화하고 있으며, 향을 사용하는 방식의 변화를 주도하는 국가 중 하나가 바로 한국이다. K-뷰티는 이미 글로벌 뷰티 시장의 판도를 재정의해 왔다. 수분 중심의 접근, 레이어링, 첨단 기술, 그리고 유리처럼 맑은 피부 표현을 강조하며 큰 영향을 끼쳤다. K-뷰티에 대한 수요 증가는 'K-프래그런스'로까지 확장될 것으로 예상된다.

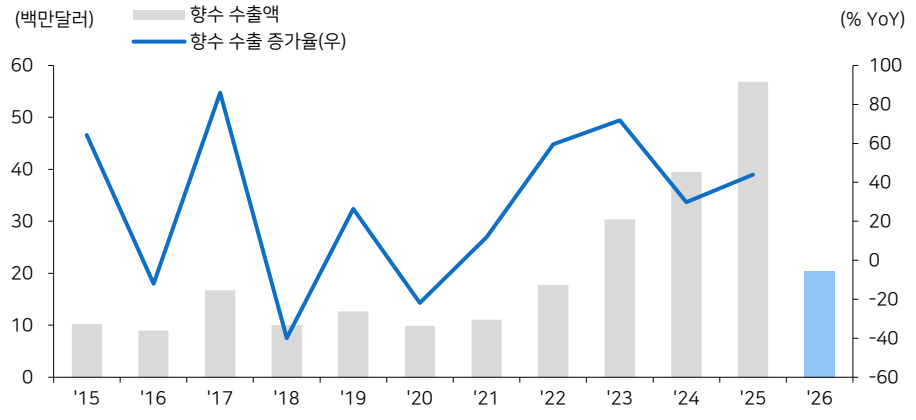
한국의 향수 시장은 빠르게 성장하고 있으며, 글로벌 수요 증가에 맞춰 수출도 확대되고 있다. 2024년 한국 향수 수출은 3억 8,640만 달러를 기록해 전년 대비 약 40% 증가했으며, 이는 K-뷰티 수출 내에서 가장 빠르게 성장하는 부문이다. 한때 틈새 시장에 불과했던 향수는 이제 'K-프래그런스'라는 독립적인 카테고리로 진화하고 있다.

빠르게 성장하는 K-프래그런스

전통적으로 향수는 '후각적인 코트'라고 불리울 정도로 강렬한 존재감을 드러내는 방식으로 사용되었다. 그러나 사람들이 향수를 사용하는 방식은 점점 변화하고 있으며, 이러한 변화를 주도하는 국가 중 하나가 바로 한국이다. K-뷰티는 이미 다양한 카테고리에 걸쳐 글로벌 뷰티 시장의 판도를 재정의해왔다. 한국의 스킨케어는 혁신적인 제형과 성분, 유리처럼 맑은 피부 표현력을 바탕으로 Boots에서 11초마다 한 개씩 판매되고 있다. 이러한 글로벌 K-스킨케어 수요가 이제는 'K-프래그런스'로까지 본격적으로 확장되는 모습이다.

K-프래그런스에 대한 글로벌 수요 증가에 따라 향수 수출이 가파르게 증가하고 있다. 2020년 이후 한국의 향수 수출은 연평균 42% 성장했으며, 올해 들어서는 최초로 월간 기준 향수 수출액 600만달러(약 80억원)를 돌파했다. 올해 1~3월 누적 향수 수출액은 2,000만 달러를 넘어섰는데, 이는 전년 동기간 대비 55% 성장한 수치이다. 이는 스킨케어, 메이크업, 헤어케어 등 타 카테고리의 수출 성장률을 상회하는 수치로, 향수가 새로운 고성장 카테고리로 자리매김했음을 보여준다.

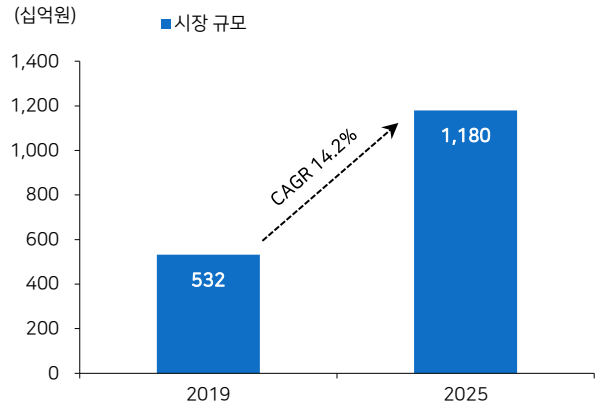
그림1 한국의 향수 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

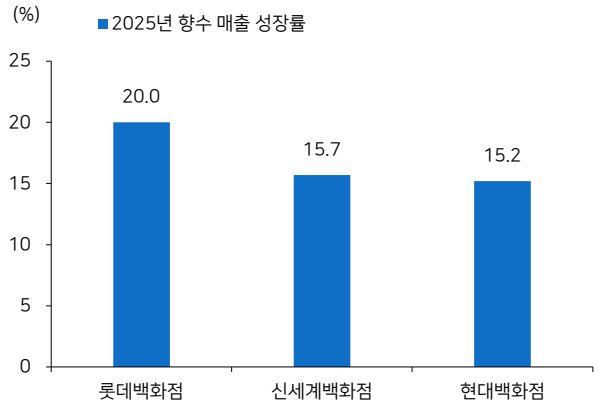
국내 향수 수요 또한 탄탄하다. 2019년 5천억원대였던 국내 향수 시장 규모는 2025년 1.18조원 수준으로 2배 이상 커졌으며, 프리미엄 니치 향수는 두 자릿수 성장을 지속하고 있다. 신세계인터내셔날에서 수입/판매하는 니치 향수 매출은 전년 대비 17% 성장했고, 소비 침체에도 국내 주요 백화점 3사 모두 향수 매출은 두자릿수 증가를 시현했다. 무신사/29CM 등 플랫폼에서는 향수 카테고리 검색량과 판매량의 가파른 성장세가 이어지고 있다. 국내 시장 성장의 상당 부분을 프리미엄 수입 브랜드가 차지하고 있는 것은 사실이나, 향수에 대한 우호적인 소비 심리와 관심도 상승은 K-프래그런스의 성장에도 긍정적인 요소이다.

그림2 **국내 향수 시장 규모**



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **2025년 국내 백화점 3사 향수 매출 성장률**



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

향수 소비 변화와 K-프래그런스의 강점

K-프래그런스의 인기는 향수 시장의 소비 방식 변화와 한국 향수 특유의 향에 대한 접근 방식이 맞물린 결과이다. 프레스티지 브랜드들이 독점해온 전통적인 향수 시장에서 대부분의 향수는 강렬한 발향력과 존재감에 초점을 맞춰왔으며, 소비자들은 대표적인 향수 한가지만을 사용하는 것에 익숙했다. 그러나 최근 '레이어링' 개념의 확산에 따라, 향에 대한 소비자들의 선호 변화가 감지되고 있다.

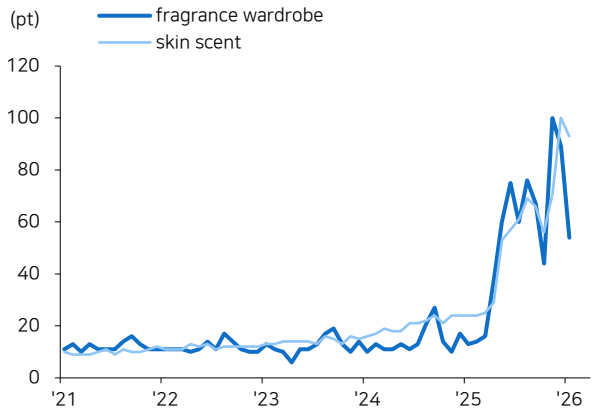
소비자들의 선호가 향수가 가진 강력한 발향에서 '스킨 센트(skin scent)'라고 불리는 은은하고 투명한 향으로 넘어가면서, 향수 구매 패턴 또한 바뀌기 시작했다. 한 가지 대표 향수를 대용량으로 구매하는 기존 방식에서 탈피해 다양한 향을 조합해 더욱 개인적이고 유연한 향을 직접 설계할 수 있는 '프래그런스 워드로브(fragrance wardrobe)' 개념이 정착하고 있다.

소비자들은 이제 단순한 장식적인 요소로서의 향이 아닌, 본인의 개성과 스타일, 피부 위에서의 착향, 심지어는 그날의 기분까지 고려해 마치 스킨케어 루틴처럼 다양한 향을 사용하는 것이다. 이러한 변화의 핵심에는 일상적인 레이어링에 용이한 보다 가벼운 제형과 섬세한 향의 구현이 필수적이다.

이러한 시장 트렌드 변화로 인해 보다 가벼운 포맷으로 미니멀한 향을 구현할 수 있는 K-프래그런스에 대한 관심이 높아지고 있다. 한국의 향수들은 은은하고 자연적인 향을 지향함과 동시에 일상적인 레이어링에 적합한 가벼운 제형을 강점으로 글로벌 시장에서 입지를 넓혀가고 있다. 나아가 향수 뿐 아니라 바디 미스트와 헤어 퍼퓸과 같이 더욱 가벼운 포맷 또한 적극 활용하면서 일상적인 향 루틴에 침투하고 있다. K-뷰티 리테일러 Skin Cupid의 창립자 Melody Yuan은 "미니멀한 한국식 향에서 머스크와 우디 계열이 매우 잘 구현되며 무겁거나 지나치게 달콤하지 않고 균형을 이루고 있다"고 호평했다.

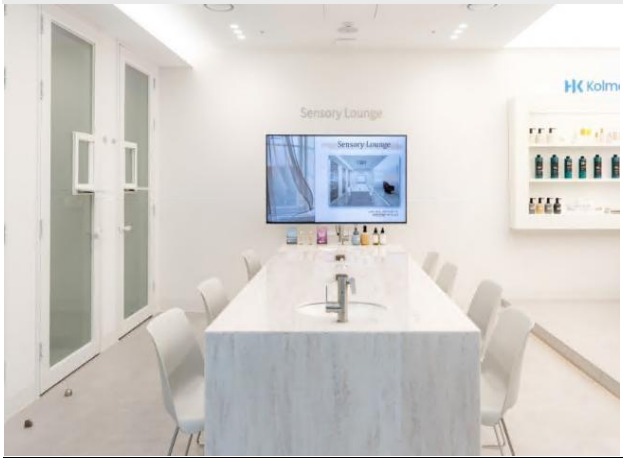
K-프래그런스는 단순히 트렌디한 향 조합에 그치지 않고, 한국만의 문화적인 요소 또한 잘 담아내고 있다. 지난해 홍콩 코스모프로프에서 한국콜마가 선보인 8가지 자체 개발 향은 해외 기업들로부터 큰 관심을 받았으며, 관련 제품들이 연내 해외 현지에서 출시될 예정이다. 이처럼 한국의 도시 이름을 딴 향을 선보이거나 조선 시대의 오브제에서 영감을 받아 제작된 패키징 등 한국의 문화적인 요소를 기반으로 설계된 제품들은 전통적인 향수 하우스들과는 색다른 매력을 보여준다.

그림4 Fragrance Wardrobe, Skin Scent 구글 트렌드



자료: Google Trends, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국콜마 센서리 라운지



자료: 한국콜마

브랜드 구축이 관건

전술한 바와 같이 견조한 국내외 향수 수요와 우호적인 시장 환경 변화를 고려할 때, 향수는 분명히 K-뷰티의 새로운 성장 동력 중 하나로 작용할 수 있다. 그러나, 국내 향수 브랜드들의 향후 성장성에 대해 마냥 낙관하기는 어려운데, 이는 스킨케어와 향수의 본질적인 차이에 기인한다. 필수 소비재에 가까운 스킨케어와 달리 향수는 사치재 성격이 훨씬 강한 카테고리이다. 따라서 스킨케어처럼 가성비로 소구하는 것이 아닌 훨씬 정교한 브랜드 빌딩이 필요하다.

특히 향수 산업은 스킨케어와 달리 제조 역량보다는 향료 개발과 브랜드가 가진 IP에 의해 경쟁력이 좌우되는 구조이다. 소수의 글로벌 향료 기업들이 과점하고 있는 핵심 원료와 조향사 중심의 레시피는 제품 개발의 높은 진입장벽으로 작용한다. 따라서 기존 K-뷰티의 주요 강점인 압도적인 ODM 제조 역량에 기반한 빠른 제품 출시 전략이 작동하기 어렵다.

또한 향수 시장은 딥티크, 바이레도, 조말론과 같은 글로벌 니치 브랜드들이 오랜 기간 축적해온 브랜드 자산과 철학을 기반으로 형성되어 있는데, 후발주자 입장에서 이를 단기간에 구축하기는 어렵다. K-향수 수출이 증가하고 미국에서 매스 브랜드들의 침투율이 높아져도 여전히 글로벌 럭셔리 브랜드들이 건재하며, 브랜드 쏠림 현상 또한 나타나고 있다.

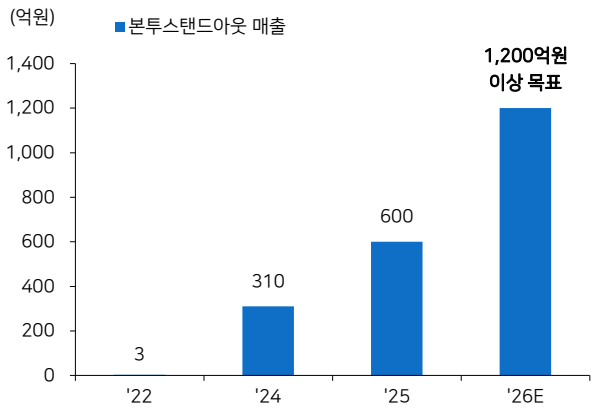
그럼에도 국내 향수 브랜드인 '본투스탠드아웃'과 같은 사례는 K-향수 브랜드 성공에 대한 기대감을 불러일으킨다. 본투스탠드아웃은 쌀과 같은 독특한 원료와 조선 백자 컨셉의 패키징을 현대적으로 풀어내 런칭 2년만에 전세계 60개국 진출, 매출 100배 성장이라는 괄목할만한 성과를 이루었다. 올해 매출은 1,200억원 이상을 목표하고 있다. 제품 가격이 딥티크/바이레도 등 럭셔리 니치 향수 브랜드와 유사한 수준임에도 빠르게 성장하고 있는 점이 대단히 고무적이다.

출시 초기부터 정교한 브랜드 빌딩에 기반해 럭셔리 백화점을 중심으로 전개해 왔으며, 지난해 로레알로부터 투자를 받았고, 올해는 세포라와 글로벌 파트너십을 맺었다. 주요 백화점과 유통 채널의 입점 제안이 지속되고 있으며, 향후 파리·밀라노·뉴욕 등지에 플래그십 스토어 또한 개점 예정이다. 본투스탠드아웃의 사례와 같이 한국적인 요소에 기반한 독창적인 브랜딩이 전제된다면, 향후 K-프래그런스의 성공적인 글로벌 확장을 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림6 **본투스탠드아웃 대표 제품**

자료: 본투스탠드아웃

그림7 **본투스탠드아웃 매출 추이**



자료: 본투스탠드아웃, 메리츠증권 리서치센터

원문: *K-Fragrances Are Set To Be Everywhere*