2026년 하반기 글로벌 경제 및 원자재 전망

전쟁 이후 본게임 시작

(Feat. 불공정한 출발선)

2026.05.08 | Economist 전규연 kychun@hanafn.com RA 이태석 taeseoklee@hanafn.com

하나증권

2026년 하반기 글로벌 경제 및 원자재 전망

전쟁 이후 본 게임 시작 (Feat. 불공정한 출발선)

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Economist 전규연 kychun@hanafn.com

Summary

[2026년 하반기 글로벌 경제 전망] 전쟁 이후 본 게임 시작 (Feat. 불공정한 출발선)

- **[분기점을 앞둔 트럼프의 대내외 맞춤 전략]** 트럼프의 시대는 변동성을 키우는 요인이 변할 뿐 불확실성은 지속될 가능성이 높다. 상반기는 이란 전쟁이 지정학적 불확실성을 높이며 원자재 수급과 공급망 다변화에 대한 경각심을 높이는 계기가 되었다. 11/3 미국 중간선거를 앞두고 트럼프 정부의 전략적 움직임은 가속화될 전망이다. 트럼프 지지율은 집권 후 최저 수준까지 하락했는데, 중간선거에서 상하원 의석 확보는 대통령 지지율과 높은 상관성을 지닌다. 대내적으로 OBBBA를 통한 단기 내수 부양 효과가 소비를 지탱하는 가운데 대외적으로는 주요국 관세 부과 및 투자 유치 압박이 재차 커질 가능성이 높다. IEEPA 위법 판결 이후 전세계에 150일 동안 부과한 10% 관세가 7월 중 종료된다. 희토류, 반도체 수출 통제 등 주요 자원을 둘러싼 미-중 갈등을 고려할 때 양국의 견제 구도도 지속될 공산이 크다. 아이러니하게도 OBBBA와 관세정책 모두 고소득층의 경제적 이익을 높이며 소득을 역진적으로 만든다. 미국의 K자형 경제 구도는 심화될 수 밖에 없다.

- **[AI와 세계 경제: 저성장 돌파 기회 속 전환의 진통]** 생성형 AI가 과거 컴퓨터, 인터넷보다 빠른 속도로 확산되면서 AI가 경제에 미치는 영향을 점검할 필요가 높아졌다. AI 관련 비주거용 고정투자가 급증하고 있는 만큼 AI로 인한 성장 기여도는 사이클 초기에 몰릴 가능성이 높다. 이는 미국 뿐 아니라 전세계 성장에 긍정적이며, 반도체 및 관련 장비 수출 비중이 높은 아시아 경제권이 직접적 수혜를 입을 것이다. AI로 인한 노동력 대체는 제한적일 것으로 판단한다. AI 도입률이 높은 정보업, 전문경영서비스 등은 고학력·고숙련 인력 종사 비중이 높아 노동 취약계층이 아니다. 이들은 AI에 적응, 변화하며 생산성을 높일 것이다. 그러나 AI가 디스인플레이션을 유도하기는 어려워 보인다. 물가는 생산성(총공급)과 소비·투자(총수요)의 증가 속도에 따라 달라질텐데, 현재는 생산성보다 소비·투자가 더 빠르게 증가하고 있어 인플레이션 경계감이 상존한다. 이에 케빈 워시가 이끄는 미 연준도 금리 인하 사이클을 이어가기는 어려울 것이다. 연준은 고용시장의 하방 리스크를 고려해 기준금리가 중립 수준에 근접하도록 한 차례(10월) 금리 인하를 단행할 것이나, 인하 사이클은 올해로 마무리될 것으로 전망한다.

- **[한국 경제 및 외환시장 전망]** 한국은 2026년 연간 2.4% 성장할 전망이다. 원유 공급 차질로 인한 경기 하방 압력이 2분기부터 반영되기 시작하겠지만, 반도체 수출 호조와 설비투자 회복이 한국 경제의 성장 동력이 될 것이다. 달러-원 환율은 2Q 1,470원 – 3Q 1,440원 – 4Q 1,420원(분기 평균) 내외로 점차 하락할 것으로 전망한다. 국내 경상수지 흑자, 외국인 증권자금 유입 기대감, 그리고 한-미 기준금리 역전폭 축소(125bp → 75bp)가 원화 강세 요인으로 작용할 것이다. 다만 중장기 구조적인 외화 수요 증가 고려 시 환율 하락 폭은 제한적이다.

Summary

[2026년 하반기 원자재 시장 전망] 산업용 금속 슈퍼사이클(Supercycle)

- **2026년 하반기 원자재 선호도는 산업금속 > 귀금속 > 원유 순으로 제시**한다. 호르무즈 해협은 석유, 천연가스 외에도 여러 원자재 교역의 주요 통로다. 전세계 해상물동량 중 에너지 외에 호르무즈 해협 통과 비중이 높은 원자재로는 황(50%), 비료 등 화학제품(13%), 알루미늄(7%)이 있다. 통상적으로 지정학적 리스크로 인해 원유 공급 충격이 발생하며 유가가 상승할 경우, 천연가스, 비료, 금속까지 여러 원자재 가격이 동반 상승한다. 에너지가 주요 원자재들의 생산과 운송에 핵심 투입재로 사용되기 때문이다. 전쟁 기간 중 공급 차질이 눈에 보이는 에너지 위주로 가격이 급등했다면, 전쟁 이후 원자재 시장은 그동안 미처 보지 못했던 파급효과에 주목하기 시작할 것이다. 산업금속은 전쟁 중 가격 변화가 크게 나타나지 않았으나, 생산 시설 타격 등으로 공급은 타이트해졌을 가능성이 높으며, 수요는 양호할 것으로 예상한다.

- **원유**: 당분간 이어질 원유 공급 차질 및 재고 감소를 감안해 하반기 WTI 밴드는 배럴당 $70~$95 수준으로 제시한다. 전쟁 이후 리스크 프리미엄 완화는 유가의 점진적 하락을 유도할 것이나, 원유 공급 정상화까지는 시간이 소요될 것이며, 글로벌 석유 재고는 3분기까지 줄어들 가능성이 높다. 국제유가가 전쟁 이전 수준에 근접하게 안정되는 시점은 금년 4분기 경으로 예상한다.

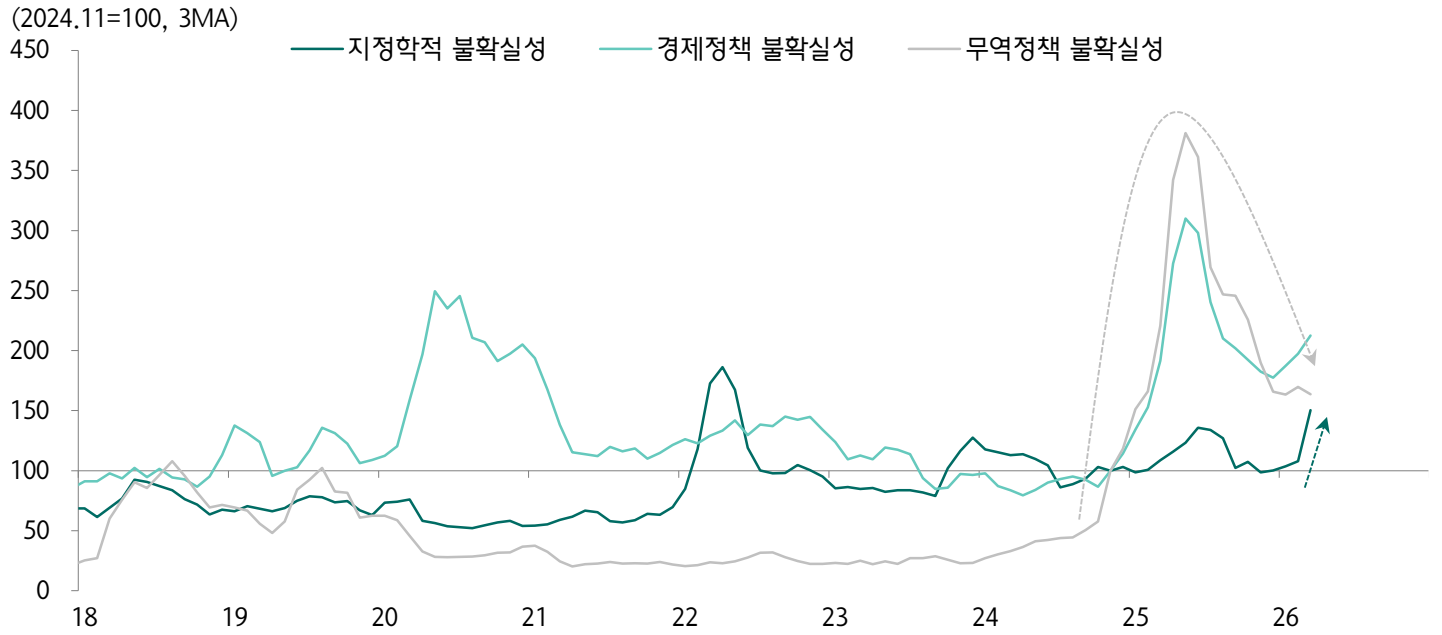
- **구리:** 전쟁 발 글로벌 경제 타격에도 불구하고 G2 경제가 양호한 흐름을 이어간다면 산업금속 수요는 견조할 것으로 본다. 중국은 전세계 정제 구리 소비의 약 57%를 차지하는 등 산업금속의 독보적인 수요처다. 건설, 전력망에 이어 전기차용 수요가 빠르게 증가하고 있다. 미국은 데이터센터용 구리 수요가 강하게 나타날 것으로 기대한다. 특히 AI 서버의 전력 요구사항이 높아지고 있어 구리 집약적인 장비 수요가 확대될 가능성이 높다. 미국의 프로젝트 볼트(Project Vault) 추진 등 안보자산으로서의 금속의 중요도 상승도 중장기 동력이 될 것이다.

- **금**: 올해 상반기 금 가격은 극심한 변동성 국면을 시현했다. 특히 주목할 점은 전쟁으로 인한 금융시장 불확실성 확대가 금 가격 상승으로 이어지지 않았고, 유가 상승에 따른 금리, 달러의 움직임에 연동되는 모습을 보였다는 점이다. 하반기에도 금 가격은 금리와 달러 움직임이 좌우할 것이다. 미 연준 금리 인하 기대감이 반영되며 금리가 하락하고 미 달러가 약세를 보인다면, 금 가격에 우호적인 환경이 만들어질 것이다. 다만 투기적 수요의 유출 과정 속 변동성 국면은 불가피하다. 하반기 금 가격 밴드는 온스당 $4,100 ~ $5,300 수준으로 제시한다.

트럼프의 시대, 변동성을 키우는 요인이 변할 뿐 불확실성 국면은 지속

- 트럼프 2기 집권 이후 글로벌 경제는 다수의 불확실성 요인들을 거치며 지속적으로 회복탄력성을 시험하는 국면에 진입
- 2025년에는 무분별한 관세 부과로 무역정책 불확실성이 높아지며 각국의 대외무역 흐름 변화를 야기했으며, 2026년 들어서는 미국-이란 전쟁이 지정학적 불확실성을 높이며 원자재 수급과 공급망 다변화에 대한 경각심을 높이는 계기로 작용
- 트럼프 임기 내내 글로벌 경제 및 금융시장 변동성은 높게 유지될 것이며, 불확실성을 키우는 요인만 수시로 변화할 가능성

코로나19, 러-우 전쟁, 관세에 이어 중동 전쟁까지… 금융시장의 변동성을 키우고 있는 다양한 불확실성 요인들



자료: LSEG, 하나증권

중간선거를 앞두고 트럼프의 전략적 움직임 가속화될 여지

- 11/3 예정된 미국 중간선거를 앞두고 트럼프 정부는 의석 확보를 위한 정책 마련에 박차를 가할 듯. 현재 공화당은 하원과 상원 모두 근소한 우위를 쥐고 있지만, 1946년 이후 20번의 중간선거 중 집권당 하원 의석이 증가한 사례는 두 차례
- 평균적으로 집권당 하원 의석은 26석, 상원 의석은 3석 감소

현재 공화당은 상하원 의석 모두 근소한 우위를 쥐고 있음

Senate Elections 2026

	D	I	R	50:50
Current	47 45 2	0	53	
Consensus Forecast	46 44 2	0	50	4
Prediction Markets Kalshi	51 49 2	0	49	0

House Elections 2026

	D	R	50:50
Current	212	218	5
Consensus Forecast	216	202	17
Prediction Markets Kalshi	233	198	4

주: D는 민주당, R은 공화당, I는 독립 정당, 50:50은 박빙 의석을 뜻함
자료: 270 to win, 하나증권

과거 20번의 중간선거 중 집권당 하원 의석이 증가한 사례는 단 두 차례

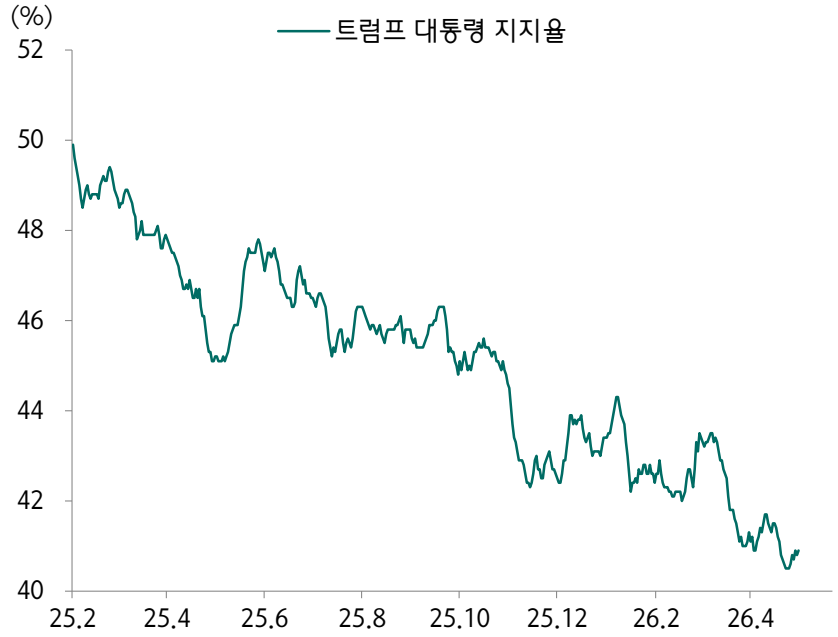
연도	집권당 (대통령 소속 정당)	집권당 의석 증감 - 하원 -	집권당 의석 증감 - 상원 -
1946	D	-55	-12
1950	D	-28	-5
1954	R	-18	-1
1958	R	-48	-12
1962	D	-4	2
1966	D	-48	-4
1970	R	-12	1
1974	R	-48	-4
1978	D	-15	-3
1982	R	-26	1
1986	R	-5	-8
1990	R	-8	-1
1994	D	-54	-8
1998	D	4	0
2002	R	8	1
2006	R	-30	-6
2010	D	-64	-6
2014	D	-13	-9
2018	R	-42	1
2022	D	-9	1
평균		-26	-3

자료: Brookings, 하나증권

상하원 의석 확보를 위해서는 트럼프 지지율 반등 필수적

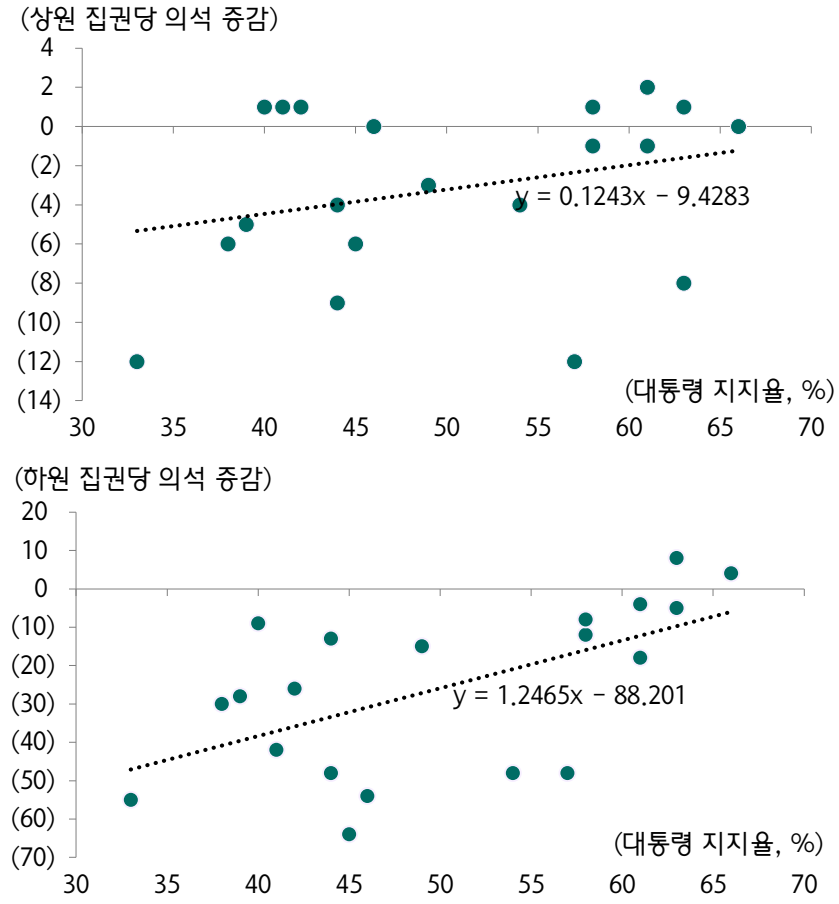
- 이란 전쟁 이후 트럼프 대통령 지지율은 40%까지 하락 폭을 키우며 재집권 후 최저 수준까지 하락한 상황
- 중간선거에서의 상하원 의석 확보는 대통령 지지율과 높은 상관성을 지님. 특히 하원 의석 확보에 중요하게 작용할 듯. 중간선거 승리를 위해서는 트럼프 지지율 반등이 필수적

트럼프 대통령 지지율은 재집권 후 최저 수준까지 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

중간선거에서의 상하원 의석 확보는 대통령 지지율과 상관성이 높음

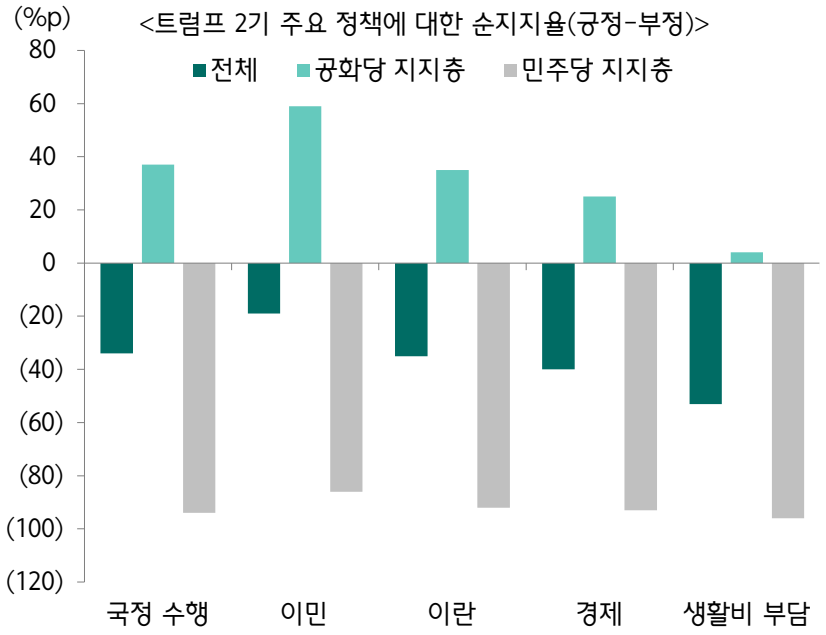


자료: Brookings, Statista, 하나증권

고물가로 인해 트럼프에 대한 확신이 약해지는 저소득층

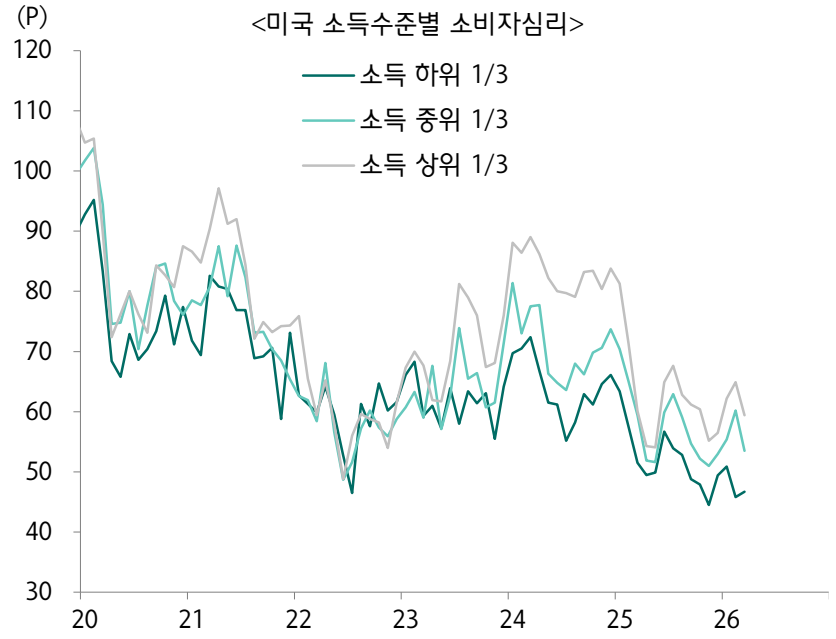
- 트럼프 2기 주요 정책 중 생활비 부담, 경제 관련 평가가 가장 부정적. 공화당 지지층은 트럼프 정부의 이민, 이란 이슈에 대해 비교적 긍정적인 평가를 유지하고 있지만, 물가 정책에 대해서는 부정적인 평가 비중이 점점 높아지는 양상
- 트럼프 지지자들은 대체로 백인, 남성, 저소득층 위주. 소득 하위 계층의 소비심리가 약화되고 있어 중간선거를 앞두고 2017년 감세안처럼 자국 경기를 부양하기 위한 입법 성과 필요할 가능성

트럼프 2기 주요 정책에 대한 부정적 평가가 우세



자료: AP, 하나증권

미국 가계의 소비심리는 소득 하위 계층을 중심으로 꾸준히 약화

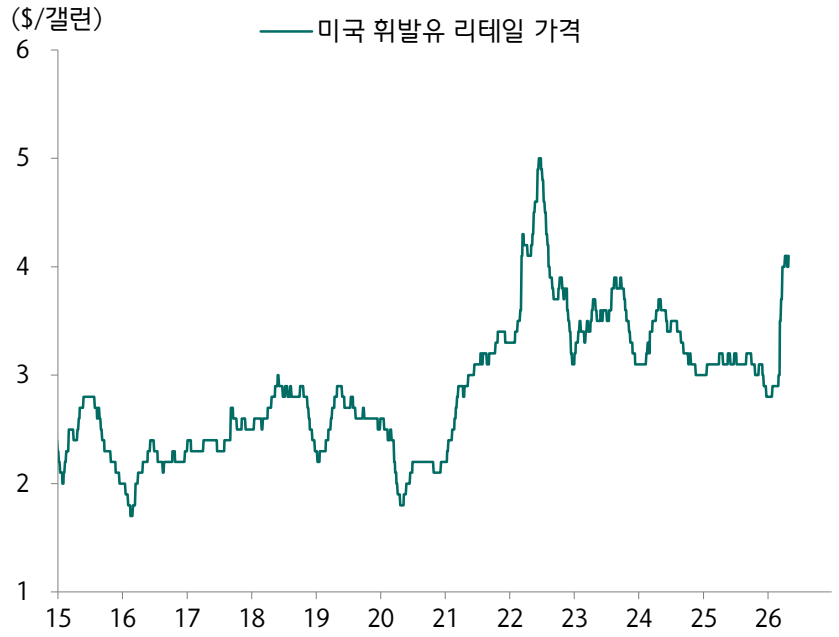


자료: CEIC, 하나증권

에너지 빈곤 가구의 생활비 부담 높아지며 K자형 경제 구도 심화

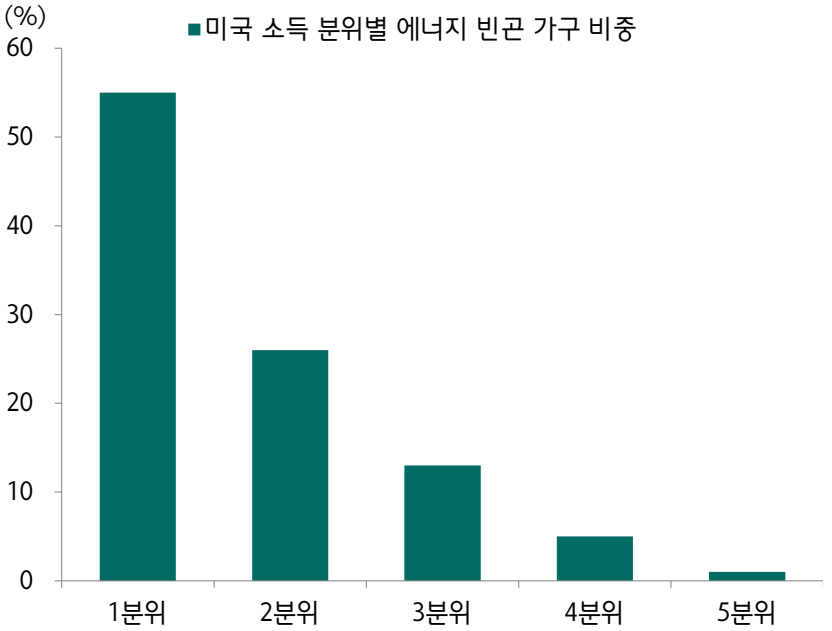
- 이란 전쟁으로 인한 유가 급등으로 미국 휘발유 리테일 가격은 갤런당 $4 내외로 2월 말보다 40% 넘게 상승한 상황. 추가 확전 우려가 제한되며 역내 휘발유 가격 상승세도 점차 완만해질 것으로 보이나, 전쟁 이전보다 높은 수준의 에너지 비용은 불가피
- 미국 에너지 빈곤 가구(소득 대비 에너지 지출이 중간값의 2배 초과)의 81%는 소득 하위 40%에 집중되어 있고, 에너지 빈곤 가구는 가처분소득의 25%를 에너지 비용에 지출해 에너지 가격 충격에 취약한 구조. 미국의 K자형 경제 구도가 심화될 공산

미국의 휘발유 리테일 가격은 전쟁 이전보다 40% 가량 상승



자료: LSEG, 하나증권

에너지 빈곤 가구들의 부담 확대되며 K자형 경제 구도 심화

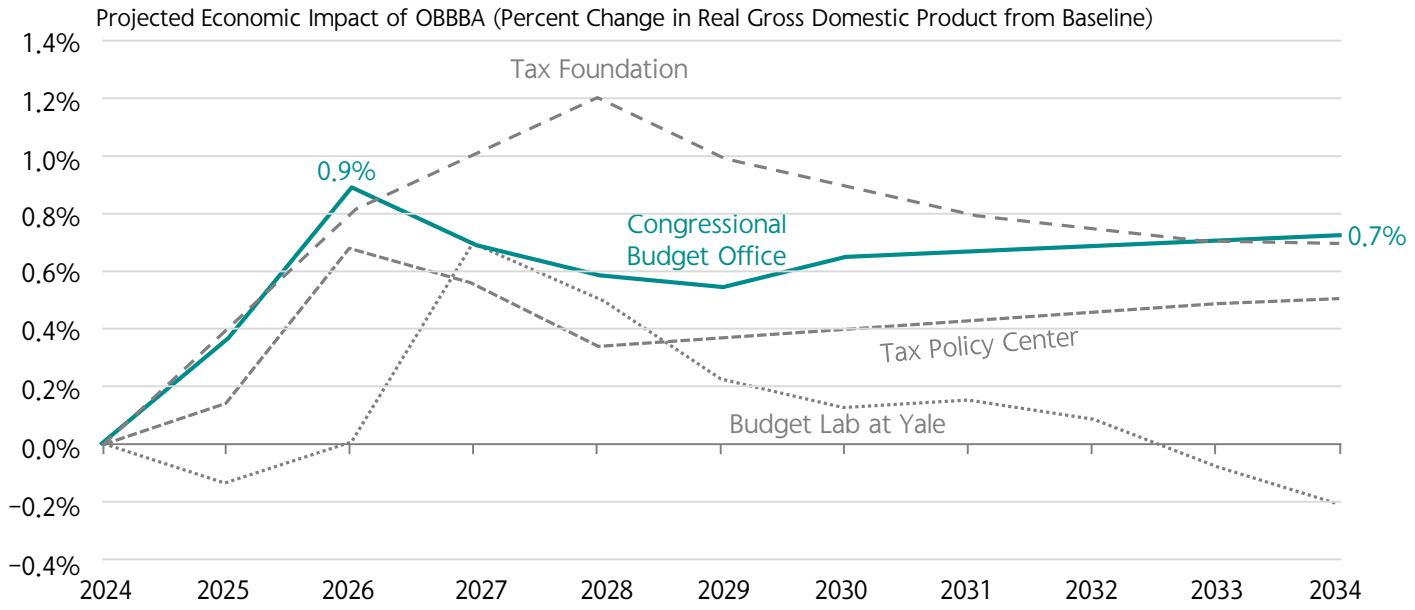


주: 에너지 빈곤 가구 = 소득 대비 에너지 비용 지출 비율이 중간값의 2배를 초과
자료: FRB, 하나증권

단기 내수 부양 효과를 기대할 수 있는 OBBBA

- OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안의 2017년 TCJA 내 개인소득세 및 상속세 조항 영구화, 팁 · 초과 근무 · 노인 대상 임시 소득 공제 도입 등으로 가계의 가처분소득이 증가하면서 소비 증가 유도할 가능성
- 단기적인 경기 부양 효과는 유효. 민간 연구기관들은 OBBBA를 통한 연간 GDP 부양 효과를 약 +0.7%p~1.2%p로 추정
- 다만 재정적자 확대, 금리 상승 및 민간투자 구축효과 등을 고려할 때 중장기 경제에는 하방 압력으로 작용할 가능성 높음

주요 연구기관들의 OBBBA 법안에 따른 경제적 부양 효과 추정

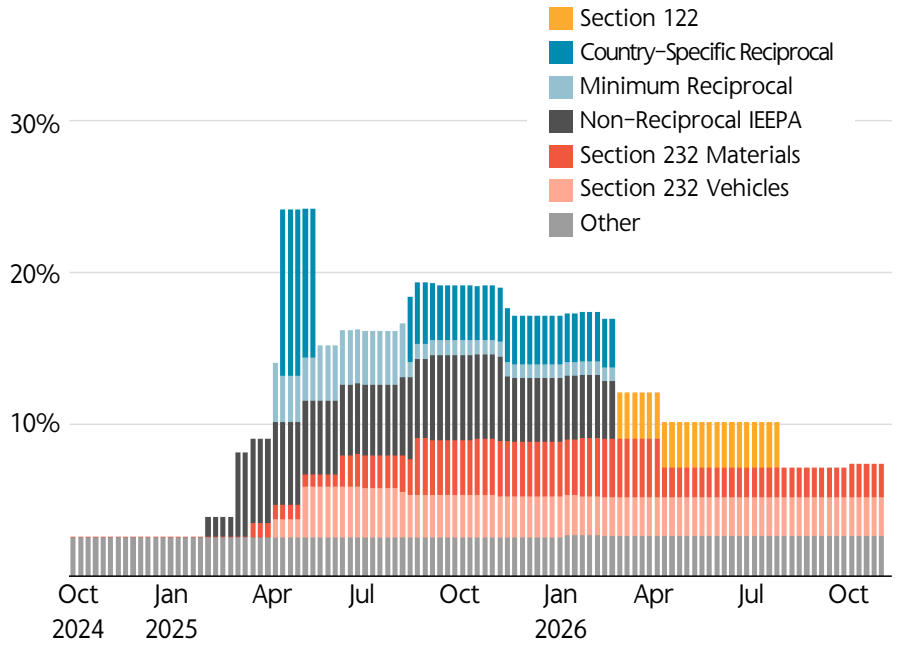


자료: CRFB, 하나증권

관세 등을 통한 대외 압박도 강화될 가능성

- IEEPA 위법 판결 이후 트럼프 정부는 무역법 122조를 통해 전세계에 150일 동안 10% 관세를 부과. 해당 조치는 7월 24일 종료 예정
- 트럼프 정부는 150일 이후에도 고율 관세를 유지하기 위해 무역법 301조에 의거한 관세 부과 조사에 착수. 7월 경 관세 복원 가능성 염두에 둘 필요. 11월 중간선거를 앞두고 각국에 대한 관세 부과 및 투자 유치 등 대외 압박이 강화될 수 있어 경계감 유효
- 한편 지난 해 11월 부산 정상회담에서 합의된 미국과 중국의 상호 관세부과 1년 유예 유효기간은 올해 11/10에 만료. 미국은 펜타닐 관세 인하, 대중국 추가 관세 인상 유예, 중국은 희토류 수출 통제 유예, 미국산 농산물 수입 재개 등을 합의

무역법 122조에 의거한 관세 부과 종료 전에 신규 관세 발표 가능성



자료: TPC, 하나증권

2025~26년 미국의 관세 부과 주요 내용 정리

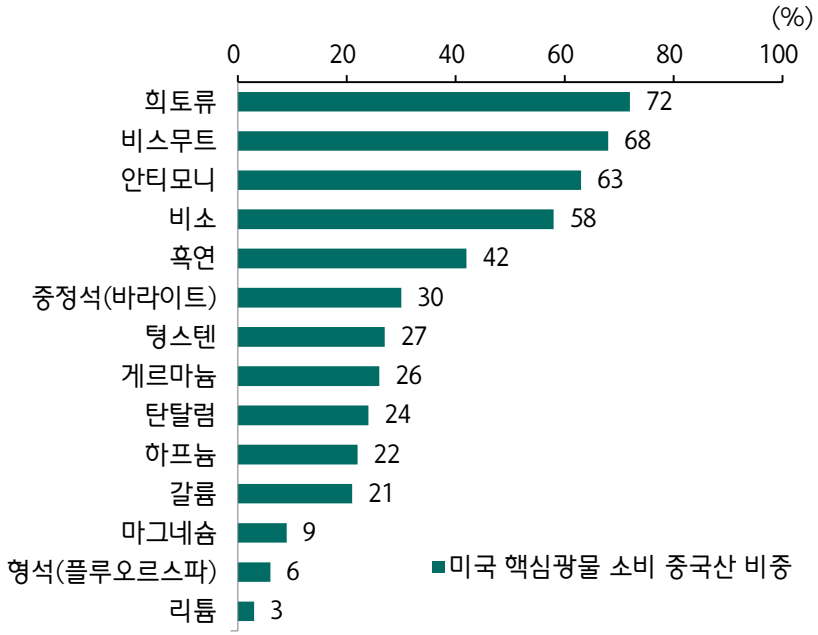
시기	내용
2025.2.4	중국 전품목 +10%p (펜타닐 명목)
2025.3.4	중국 추가 +10%p, 캐나다·멕시코 비USMCA 품목 25%
2025.3.12	전세계 철강·알루미늄 25%
2025.4.3	완성차 25%
2025.4.9	중국 상호관세 +125%p, 전세계 +10%p (Liberation Day)
2025.5.14	중국 관세 -115%p (27년 11월까지 휴전)
2025.5.3	자동차 부품 25%
2025.8.1	반제품구리 및 구리 집약 파생제품 50%
2025.8.6~7	브라질 +40%p, 일본 무역협정 15%
2025.9.1	EU 무역협정 15%
2025.11.1~14	한국·스위스 무역협정 15%, 중국 -10%p
2026.2.20	대법원 IEEPA 관세 위헌 판결 → 무역법 기반 10%로 재부과
2026.4.6	철강·알루미늄·구리 50%로 강화
예정	의약품 관세 (최대 100%, 7~9월 발효), EU 자동차관세 25% 예고

자료: 주요 언론, 하나증권

미·중 무역 의존도 낮아졌지만 여전히 주요 자원을 둘러싼 갈등 지속

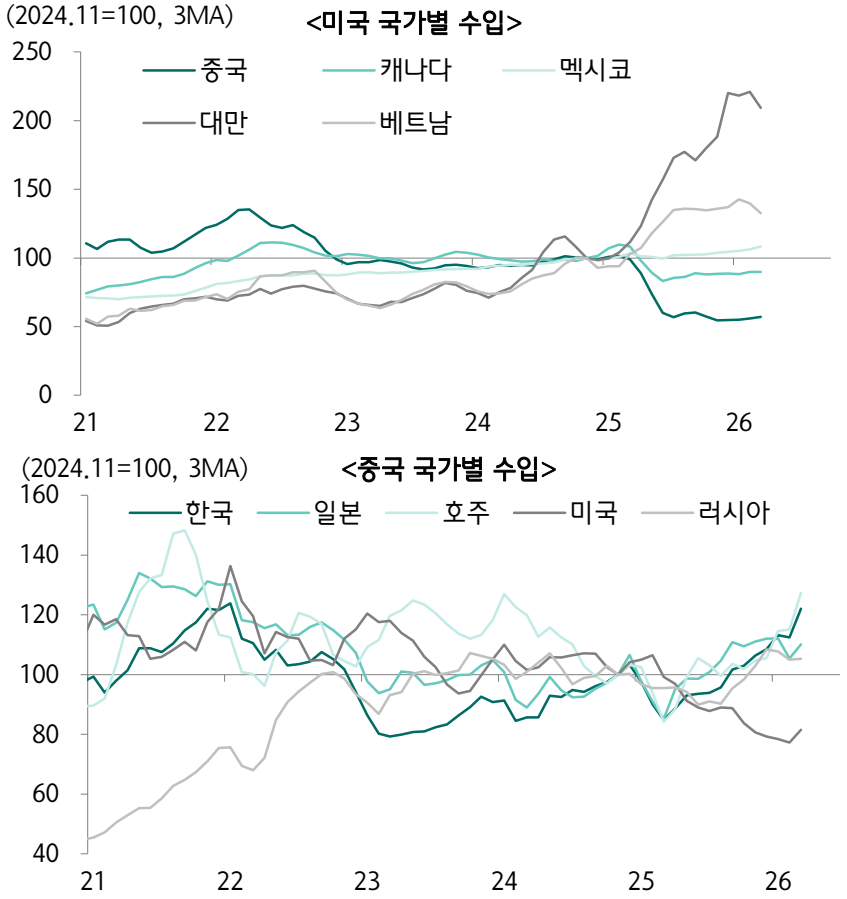
- 트럼프의 무역전쟁 이후 미국의 대중 수입, 중국의 대미 수입 모두 감소하며 양국의 무역 의존도 줄어드는 양상
- 그러나 여전히 희토류, 반도체 수출 통제 등 주요 자원을 둘러싼 갈등 재개 가능성은 상존. 미·중 상호 약점 고려 시 무역 전쟁 휴전 종료를 앞두고 양국의 견제 구도 나타날 소지

미국 핵심광물 소비에서 중국산이 차지하는 비중



자료: NYT, 하나증권

미국과 중국의 무역 의존도는 점차 줄어드는 양상

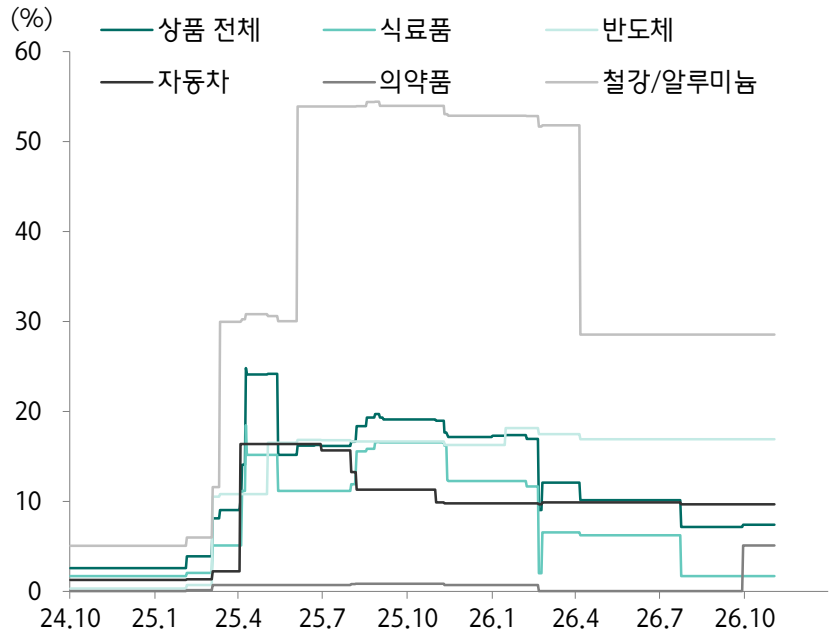


자료: Bloomberg, CEIC, 하나증권

상품과 서비스 물가 전반으로 파급된 관세

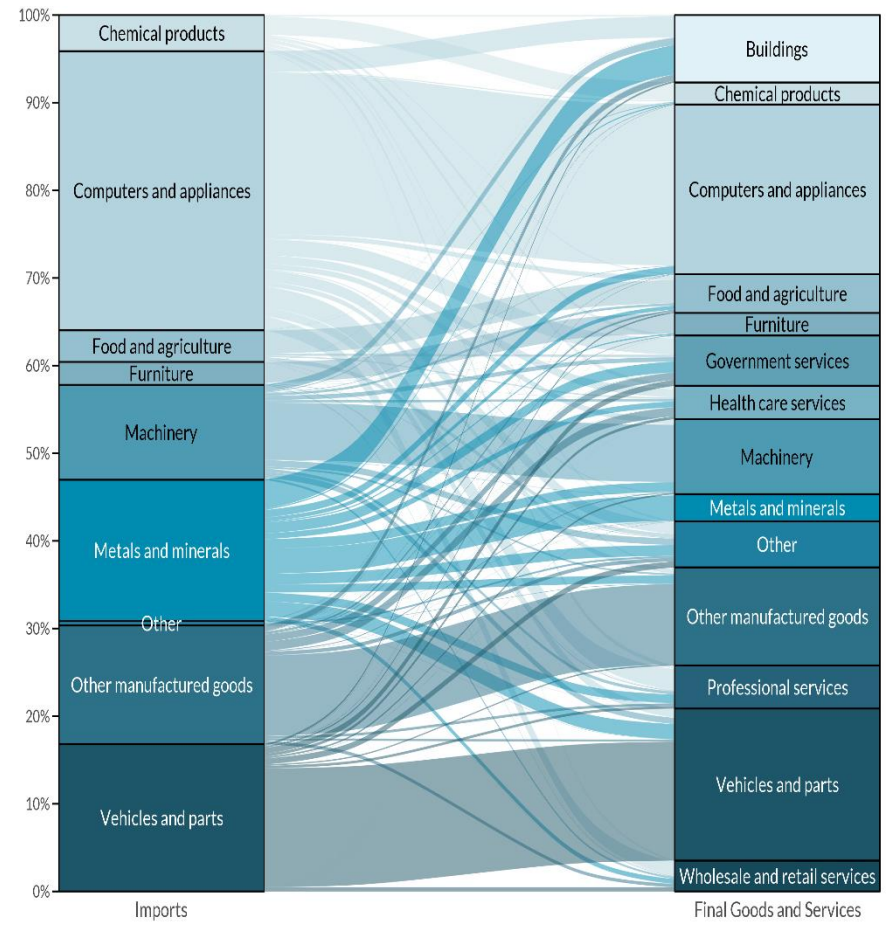
- 현재 미국 수입품에 대한 평균 관세율은 약 10%로 추산
- 미국 수입품에 부과된 관세는 결국 자국 상품 및 서비스 비용으로 전가. 서비스 부문은 관세가 직접적으로 적용되지 않지만 금속, 화학제품, 컴퓨터 등이 의료, 전문직 등 서비스 부문의 주요 투입재로 사용돼 전체 관세 부담의 약 1/6을 떠안음

미국 수입품에 대한 평균 관세율은 현재 약 10% 내외



자료: TPC, 하나증권

수입품에 부과된 관세 비용 VS 최종 재화 및 서비스 파급

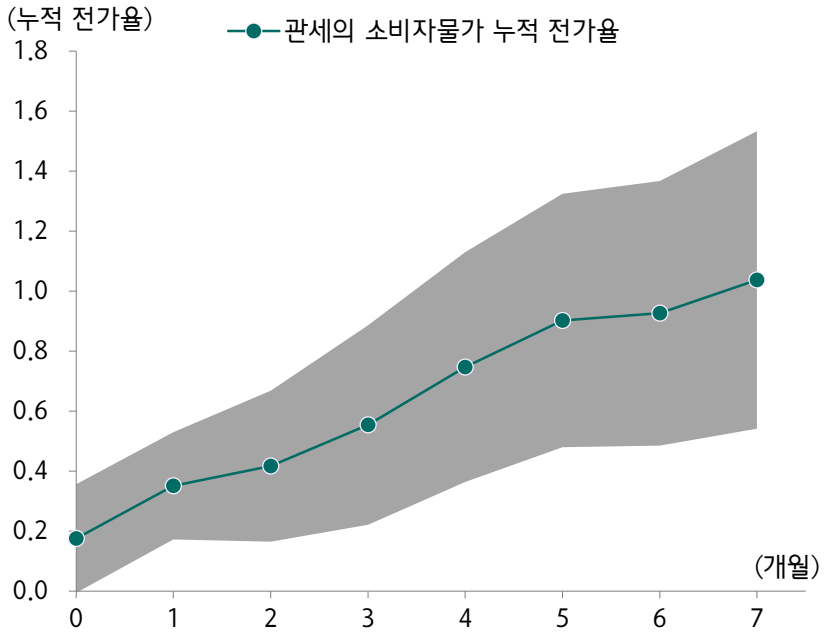


자료: TPC, 하나증권

관세의 물가 전가는 마무리 국면. 다만 신규 관세 부과 시 경계감 재차 확대될 것

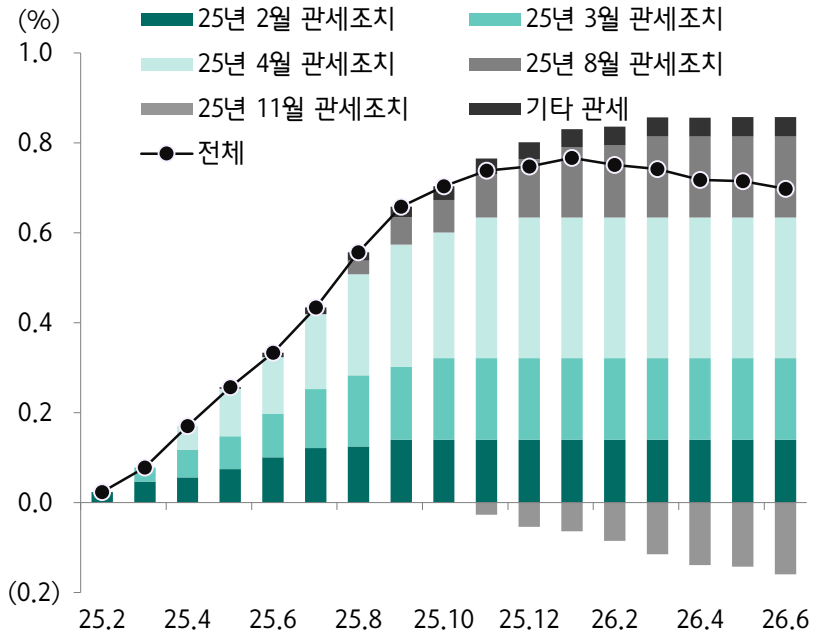
- 미 연준이 2025년 2월~11월 중 부과된 관세 조치들이 소비자물가에 미친 영향을 분석한 결과, 관세 부과 후 약 5~9개월에 걸쳐 관세액 전액이 소비자물가에 전가되는 것으로 나타남. 관세 부과 후 7개월 뒤 누적 전가율 계수가 1.0에 수렴
- 관세는 근원 PCE 물가를 0.8% 끌어올렸고, 특히 근원 상품 물가를 3.1% 상승시킨 것으로 분석
- 현재 관세 발 소비자물가 전가는 대체로 마무리된 것으로 판단. 그러나 신규 관세가 부과된다면 물가 상승이 다시금 나타날 수 있어 경계감은 유효

관세 부과 7개월 후 소비자물가 누적 전가율은 1.0에 수렴



자료: FRB, 하나증권

2025년 관세 조치가 근원 PCE 물가에 미친 영향

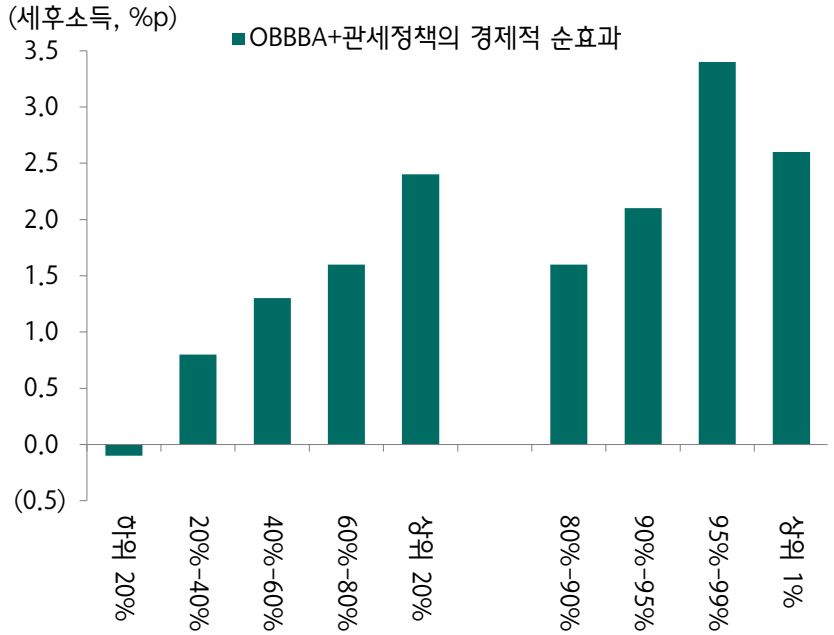


자료: FRB, 하나증권

트럼프의 대내외 정책은 역진적 구조를 유발

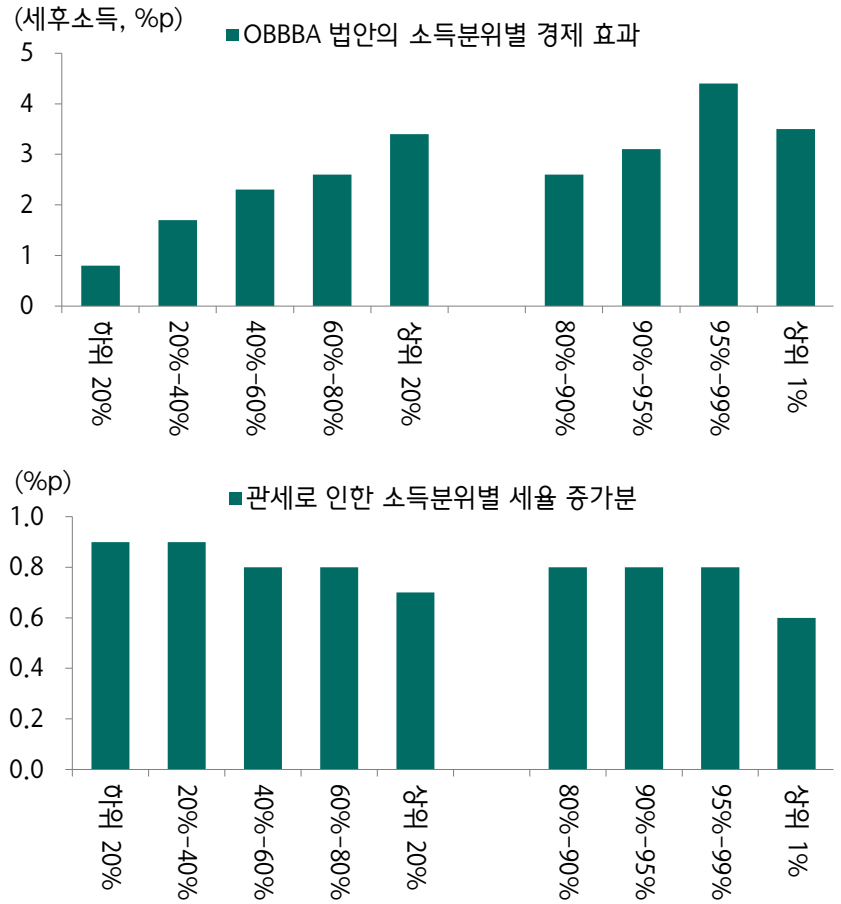
- OBBBA 법안의 경기 부양 효과는 중산층과 고소득층에 집중
- 관세는 본질적으로 소비세의 성격을 띠며 실질소득을 낮춤. 세율 부담은 소득분위별로 +0.7~0.9%p 가량으로 추정
- OBBBA와 관세 영향을 합산하면 소득은 더욱 역진적으로 변모. 중산층과 고소득층의 소비가 미국 경제를 좌우

OBBBA와 관세 영향 합산 시 소득 역진적 구조 유발



자료: Brookings, TPC, 하나증권

OBBBA 법안과 관세의 소득분위별 영향 비교



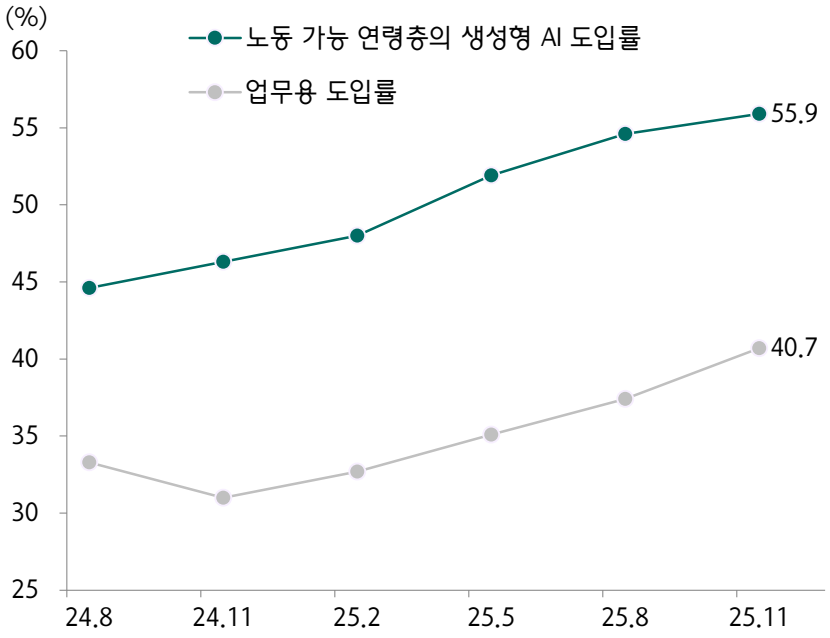
자료: Brookings, TPC, 하나증권

Economist 전규연

빠른 속도로 일상과 업무에 도입되고 있는 생성형 AI

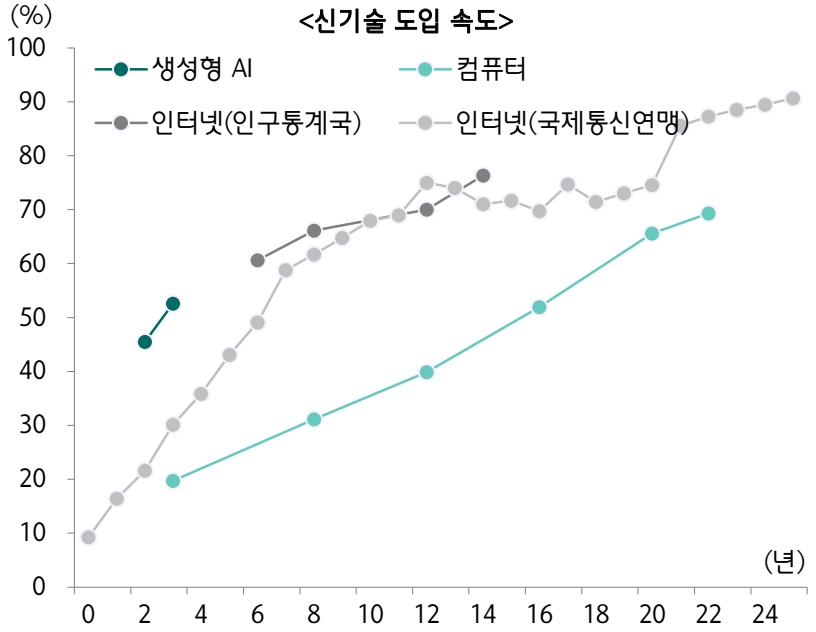
- 2022년 ChatGPT 등장 이후 생성형 AI가 빠르게 확산되며 2025년 말 기준 미국 전체 인구의 56%, 노동자의 41%가 생성형 AI 도구를 사용. 이는 대중용 PC 출시 3년 후 컴퓨터 도입률(20%)과 인터넷 사용의 주류 전환 3년 후 인터넷 도입률(30%)을 크게 상회
- 생성형 AI는 업무 및 개인 용도 모두에서 이전 기술들에 비해 빠른 속도로 도입되는 중

미국 생성형 AI 도입률 추이



자료: Bick, Blandin, and Deming(2026), 하나증권

컴퓨터, 인터넷 대비 도입 속도가 상당히 빠른 생성형 AI

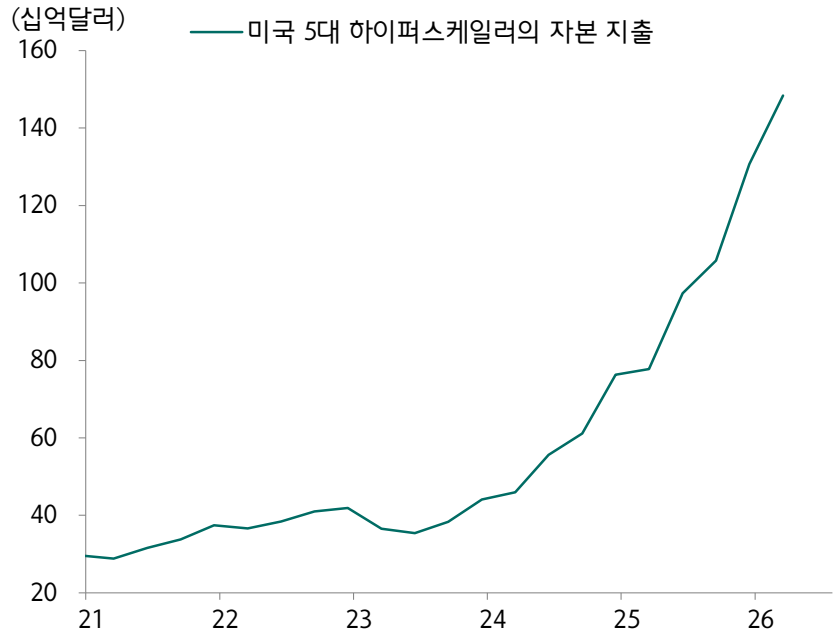


자료: Bick, Blandin, and Deming(2026), 하나증권

AI 발 성장률 제고 효과가 초기에 몰린다면…

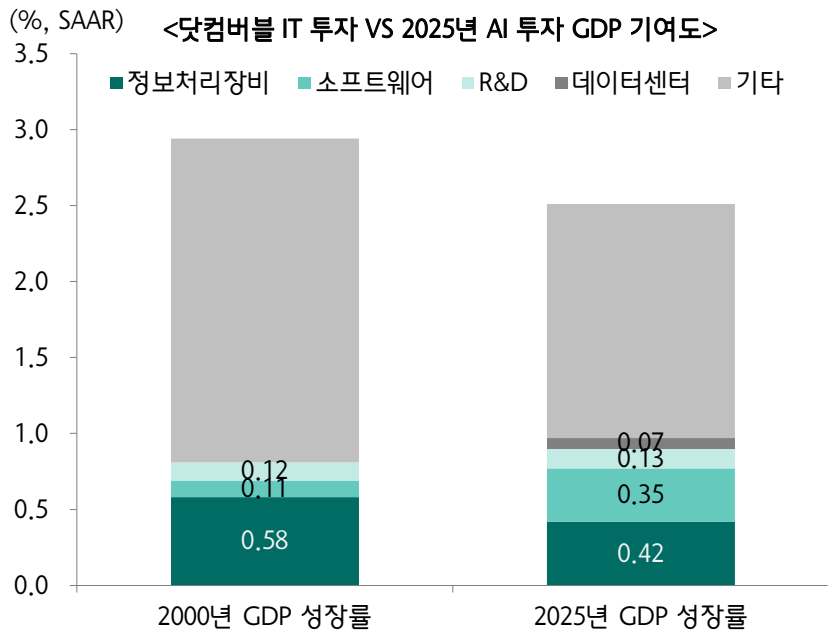
- AI 관련 투자 급증과 AI 도입 가속화는 생산성을 끌어올리며 미국의 중기 성장을 예상보다 앞당겨 견인할 수 있을 듯
- 미국 비주거용 고정투자 중 AI 관련 투자는 크게 1) 정보처리장비(서버, GPU 등 하드웨어), 2) 소프트웨어(AI 소프트웨어 개발/구매), 3) R&D, 4) 데이터센터(건설투자)로 분류 가능. AI 관련 투자 집계 결과 미국 2025년 1~3분기 성장률(2.5%)에서 AI 투자는 0.97%로 성장에 약 39% 기여. 이는 2000년 닷컴버블 당시 기여도(28%, 성장률 2.9% 중 IT 투자 0.81%)를 능가하는 수준

미국 5대 하이퍼스케일러의 자본 지출 추이



주: 5대 하이퍼스케일러는 Amazon, Google, Meta, Microsoft, Oracle
자료: Bloomberg, 하나증권

닷컴버블 당시보다 2025년 AI 투자의 GDP 성장 기여도가 더 높아

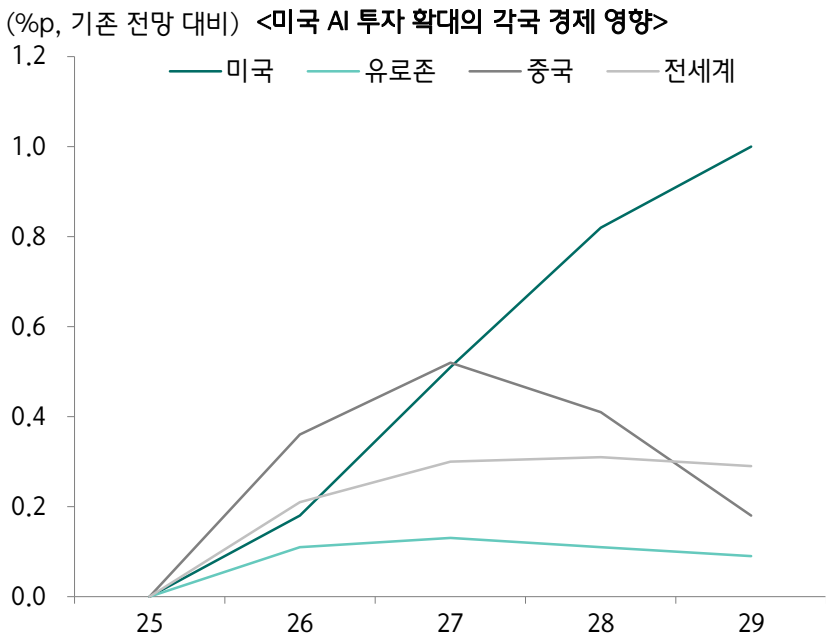


주: 2025년은 1~3분기 평균 기준
자료: FRB of St.Louis, 하나증권

AI 투자 확대로 아시아 경제권 수혜 기대

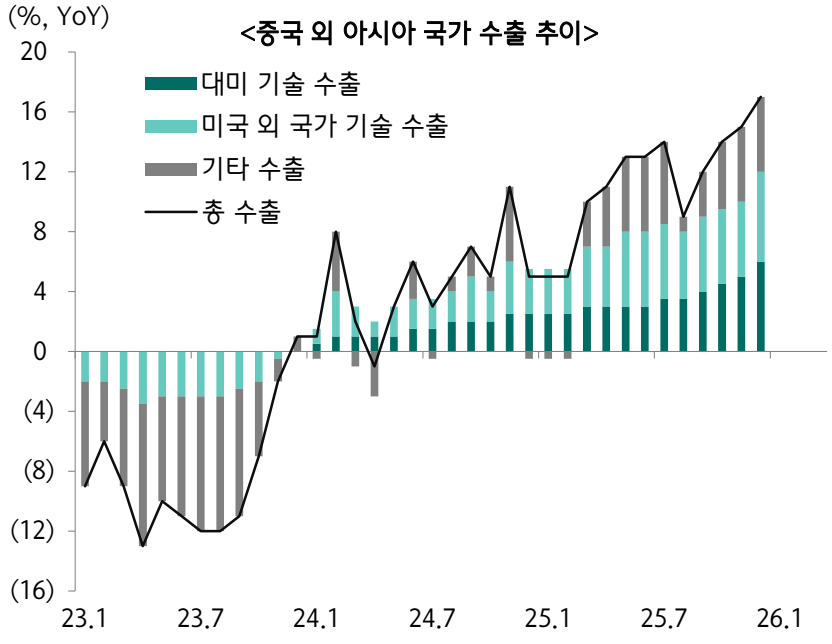
- 미국 주도의 AI 투자 급증은 미국 경제의 완만한 확장 효과(투자 ↑, 수입 ↑) 뿐만 아니라 전세계 성장에 긍정적으로 작용
- 특히 기업들이 디지털 및 AI 관련 기술에 대한 투자를 서두르면서 반도체 및 관련 장비 수출 비중이 높은 아시아 경제권 수혜 기대
- IMF는 미국의 AI 투자가 추가적으로 급증할 경우(2030년까지 기존 전망 대비 투자 5% 높은 수준) 미국 성장률은 2026년 0.2%, 2027년 0.5% 가량 오를 것이며, 전세계 성장률도 2026-2027년 중 0.3% 가량 증가할 것으로 추정

미국의 AI 투자 확대가 각국 경제에 미치는 긍정적 영향



자료: IMF, 하나증권

특히 아시아 경제권의 직접적 수혜 기대



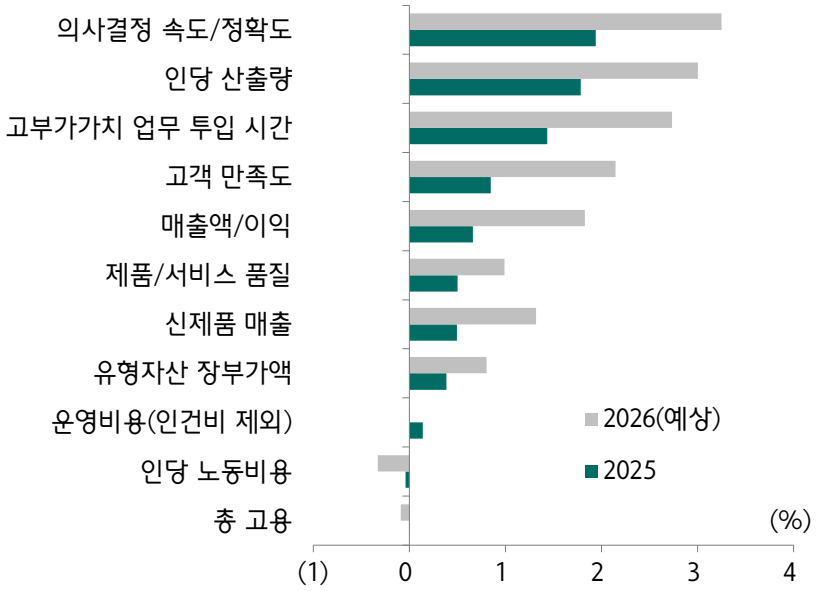
자료: IMF, 하나증권

AI로 인해 노동력은 대체될 것인가?

- AI로 인한 노동시장의 구조개편은 중장기적으로 이어질 가능성. 반복적 업무 비중이 높은 직종들은 자동화 위험이 높아 AI로 대체될 수 있으나, 인간의 관여가 필요한 업무들은 AI가 데이터 처리를 지원하더라도 최종 판단과 의사결정은 인간의 몫이 될 것
- 실제로 ChatGPT 출시 이후 자동화 위험이 높은 직종의 채용 공고는 13% 감소, AI 보완 가능 직종의 채용 공고는 20% 증가한 것으로 분석(Chen, Srinivasan, and Zakerinia(2025)). 중장기적으로는 고용 창출 효과가 더 클 것으로 판단
- 특히 AI 도입률이 높은 정보업, 전문경영서비스, 금융업 등은 고학력·고숙련 전문 인력 종사 비중이 높은 업종들로, 노동 취약계층이 아님. 이들은 AI에 적응, 변화하며 생산성을 높일 가능성 상존

기업들은 AI를 통한 고용 감소보다는 업무 정확도 및 생산성 향상에 초점

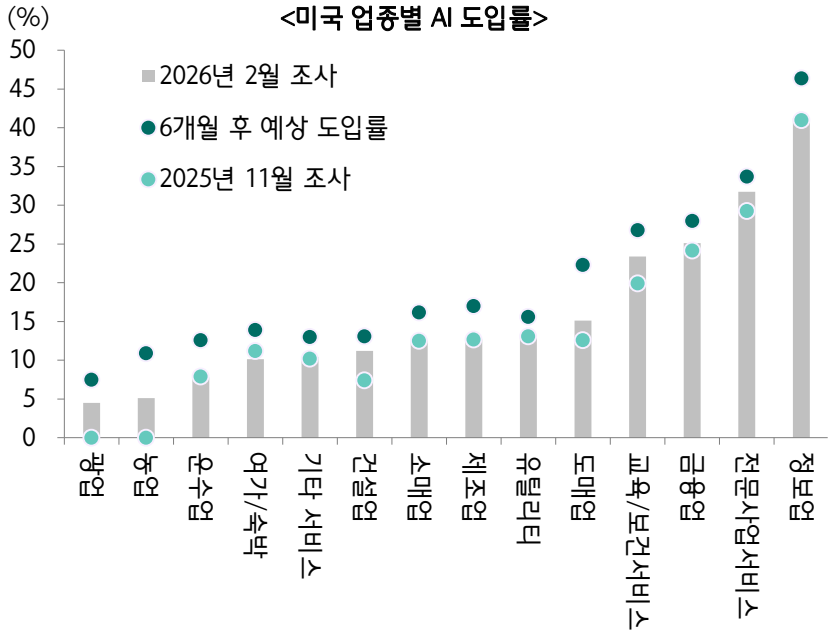
<AI 활용을 통한 기업들의 예상 효과>



자료: Atlanta Fed, 하나증권

전산업에서 AI 도입률 높아지고 있으나 업종별 편차는 큰 상황

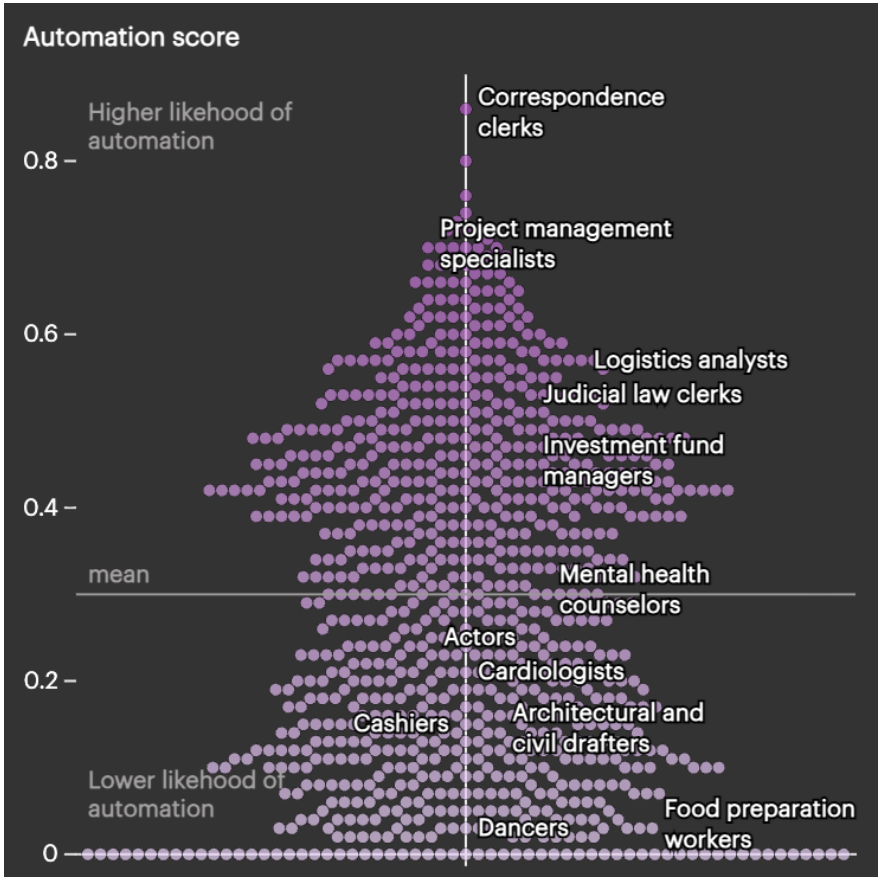
<미국 업종별 AI 도입률>

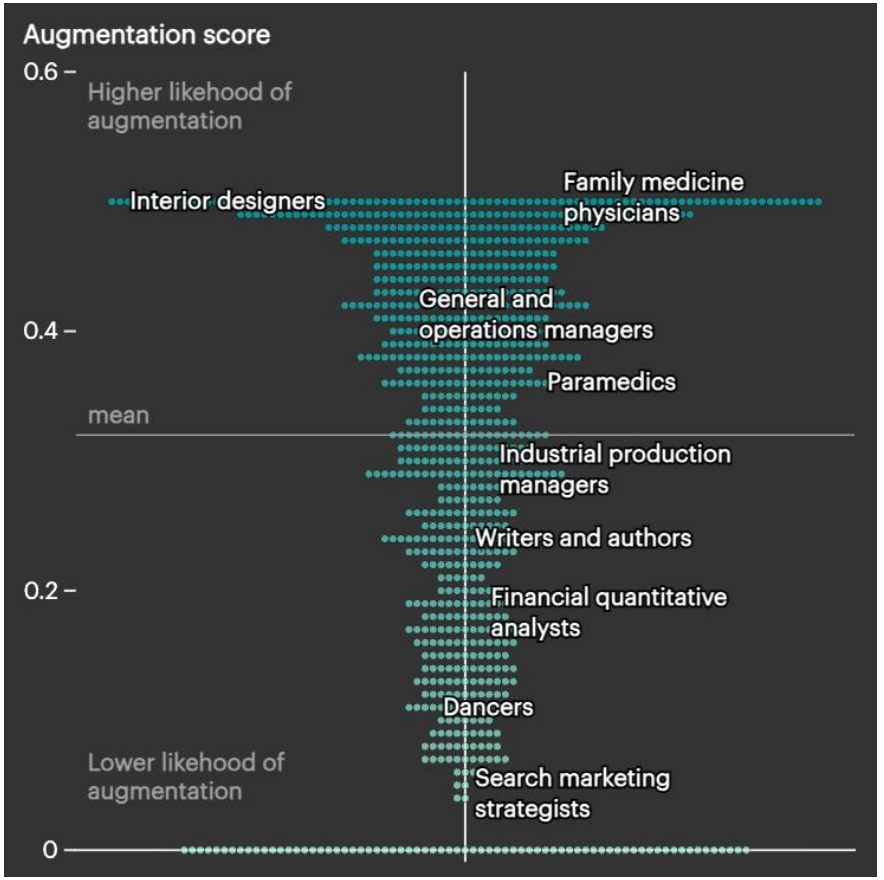


자료: US Census, IMF, 하나증권

AI 대체 직종 vs AI 보완 직종

문서 담당자, 프로젝트 관리 전문가 등은 대체 가능성이 높고, 식품 조리원, 댄서 등은 대체 가능성 낮아. AI의 보완 가능성이 높은 직종 주목



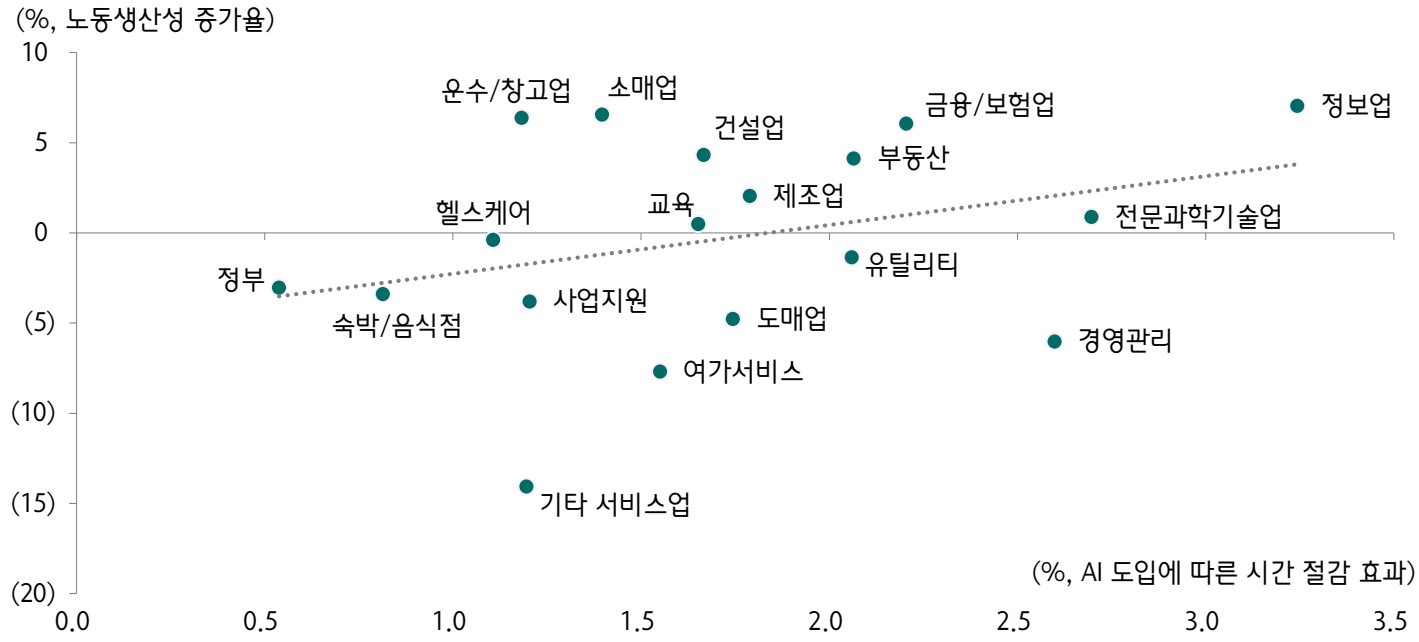


자료: Harvard Business Review, 하나증권

절감된 근로시간을 추가 업무에 활용한다면 시너지 효과 기대

- 2025년 11월 서베이 결과, 생성형 AI를 통한 근로시간 절감 효과는 전체 업무의 약 2% 수준으로 상승
- 실제로 업종별 AI 도입률과 시간 절감 효과, 노동생산성 증가율을 비교해본 결과, AI 도입률이 높은 정보업, 금융/보험업 등의 노동생산성이 크게 증가하는 경향. 물론 근로시간 절감이 생산성 증가로 이어지려면 절감된 시간을 여가 대신 추가 업무에 활용할 필요
- 장기적 관점에서 AI 도입에 따른 경제적 효과를 평가하는 것은 시기상조이지만, AI는 자동화, 노동력과의 시너지 효과 등을 통해 최근 미국 잠재성장률 상승에 일부 기여하고 있을 가능성

AI 도입률이 높은 업종일수록 노동시간 절감에 따른 노동생산성 증가 나타나

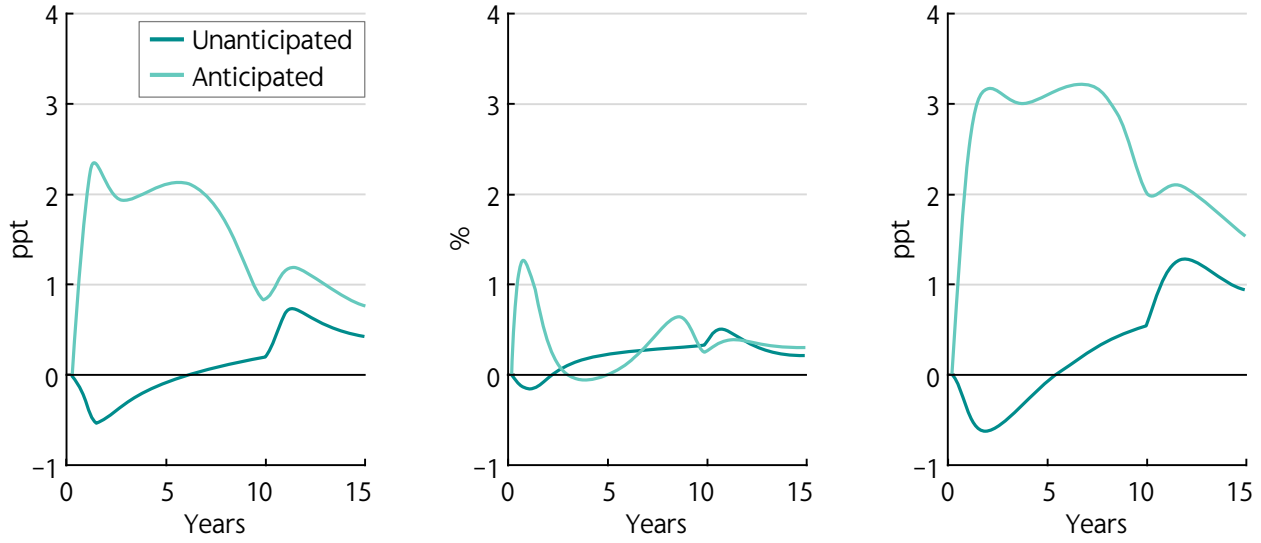


자료: FRB of St.Louis, 하나증권

AI는 케빈 워시의 주장처럼 디스인플레이션을 유도할 수 있을까?

- 케빈 워시 차기 연준 의장 후보는 AI는 구조적 디스인플레이션 요인이므로 생산성 확인 전에 선제적으로 금리를 내려야 한다고 주장
- 그러나 실제 AI 도입으로 인한 인플레이션 경로는 총수요(민간소비 ↑, 기업투자 ↑)와 총공급(생산성 ↑)의 움직임에 따라 달라짐
- 1) 총공급 > 총수요: 생산성이 임금보다 빠르게 오르게 되면, 단위노동비용이 낮아지며 디스인플레이션 흐름 가능,
  2) 총수요 > 총공급: AI에 대한 낙관적 기대 강화로 총수요가 먼저 증가하면 오히려 인플레이션 유발 요인으로 작용

AI 발 생산성 향상에 대한 기대가 강하면 인플레이션 심화, 금리 인상 요인으로 작용할 수 있어

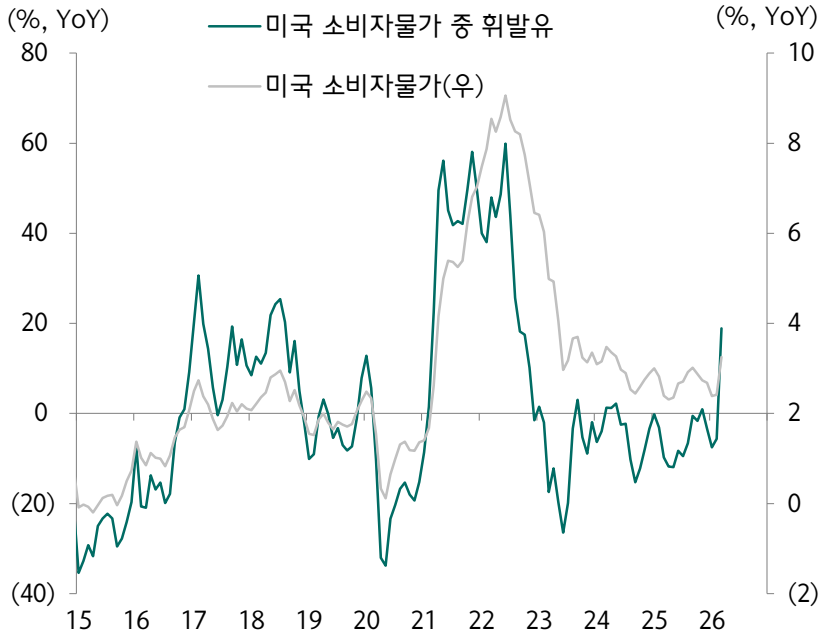


자료: BIS, 하나증권

근원 물가 대신 Trimmed mean 물가를 보는 것은 적절한가?

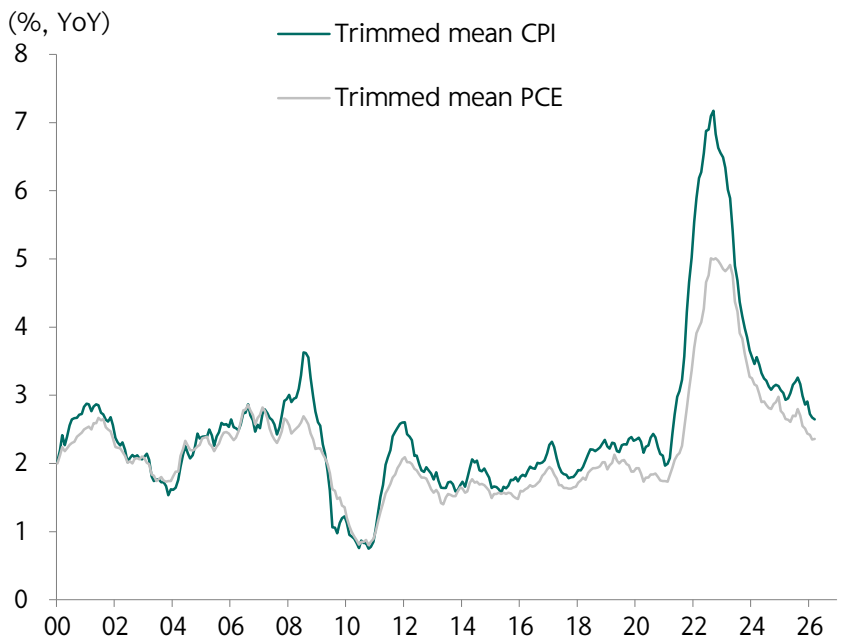
- 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등으로 당분간 소비자물가 상승은 불가피한 상황. 전쟁 지속 기간에 따라 물가 상승 기간도 달라질 것
- 케빈 워시는 현재 인플레이션 측정 데이터가 불완전하다며 양 극단의 이상치를 잘라내는 절사평균(Trimmed mean)을 사용해야 한다고 주장. 근원 물가는 고정적으로 식품과 에너지 물가를 제외하는데 절사평균은 매월 가장 변동성이 큰 항목을 유동적으로 제거
- 절사평균 물가는 기저 가격 변화 분포가 일정할 때는 편향(bias)이 없어 물가 추세를 확인하는 데 유용할 수 있으나, 관세, 에너지 위기 등 광범위한 인플레이션 압력이 시작될 때는 이를 과소평가할 수 있어 한계점 상존

에너지 가격 급등으로 인해 당분간 미국 소비자물가 상승 불가피



자료: LSEG, 하나증권

케빈 워시가 선호하는 절사평균(Trimmed mean) 물가지표

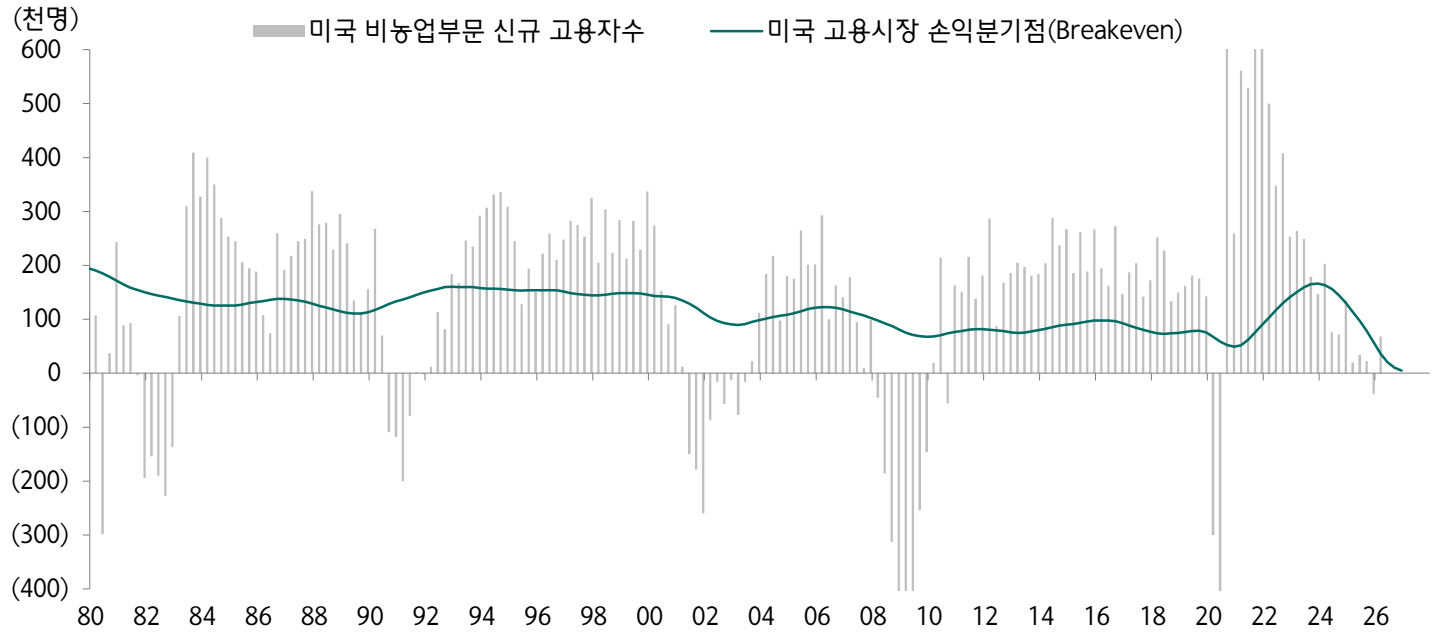


주: Trimmed mean CPI는 상하위 8%, Trimmed mean PCE는 상위 31%, 하위 24%를 제거
자료: LSEG, 하나증권

낮은 실업률과 신규 고용의 손익분기점 하락

- 신규 고용 손익분기점(Breakeven): 실업률을 안정적으로 유지하기 위해 매월 필요한 최소 신규 일자리수
- 최근 연준 내부에서는 낮은 순이민(트럼프 정부 이민정책 영향), 고령화(구조적 요인) 영향으로 경제활동참가율이 급격히 둔화되며 신규 고용 손익분기점이 0에 가까워질 수 있다는 연구들이 다수 발표되고 있음. 신규 고용 손익분기점은 26.1Q 35.8만 → 2Q 20.3만 → 3Q 10.1만 → 4Q 5.2만 명으로 줄어들 것으로 추정
- 이는 비농업부문 신규 고용 둔화에도 불구하고 실업률이 낮은 수준을 유지하고 있는 이유를 설명해주는 요인

경제활동참가율 둔화로 미국 고용시장의 손익분기점은 0에 가깝게 낮아지는 중

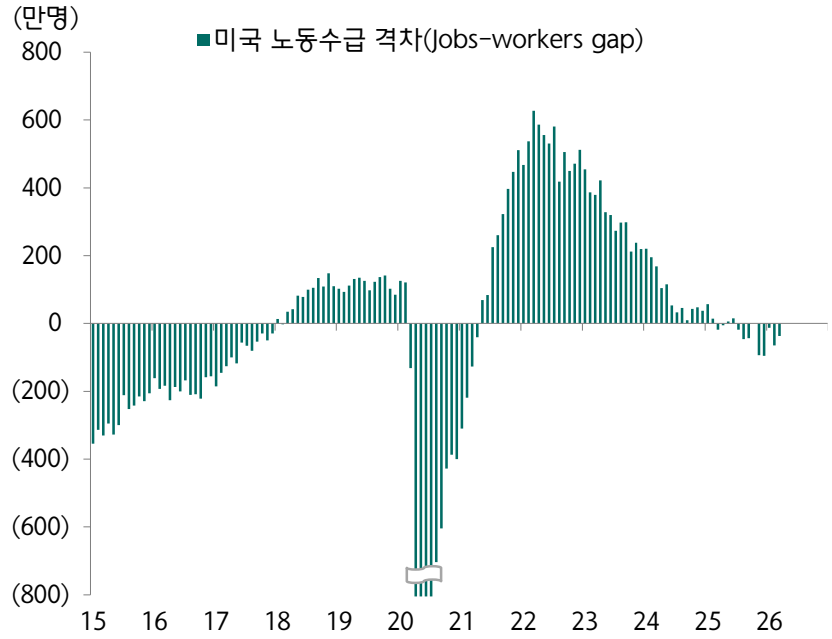


자료: FRB, LSEG, 하나증권

노동시장 수급 불균형(수요<공급)과 미스매칭 누적도 고려할 필요

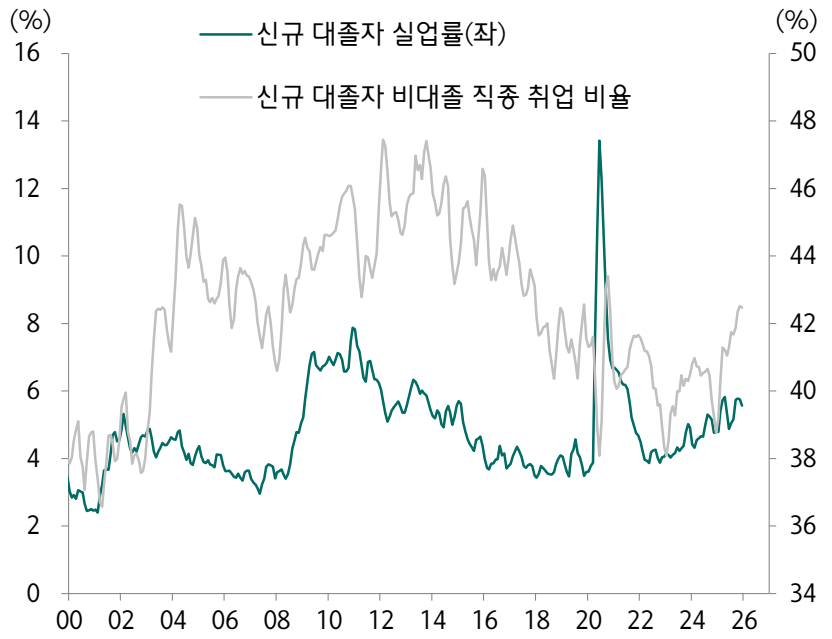
- 장기적인 인구 구조 감안 시 고용 손익분기점의 구조적 하락 추세는 유효. 다만 손익분기점이 급격히 하락한 것은 대체로 순이민자 감소 때문인데, 이민자 데이터 추정이 어렵다는 점을 감안하면 적정 고용 수준을 파악하는 것도 쉽지 않은 상황
- 미국 노동시장은 해고가 제한된 상태지만 기업의 구인 의지가 줄어들며 수요보다 공급이 더 많은 상황. 수급 불균형이 지속되면 적절한 일자리를 찾기 힘들어 미스매칭이 심화되며 고용시장의 취약성이 드러날 수 있음
- 일례로 미국 22-27세 젊은 대졸자들 중 40%는 자신의 학력보다 낮은 일자리에 종사 중이며, 실업률도 지속적으로 상승

미국 노동시장은 수요보다 공급이 더 많은 상황



자료: LSEG, 하나증권

미국 신규 대졸자들의 비대졸 직종 취업 비율 상승하며 미스매칭 누적

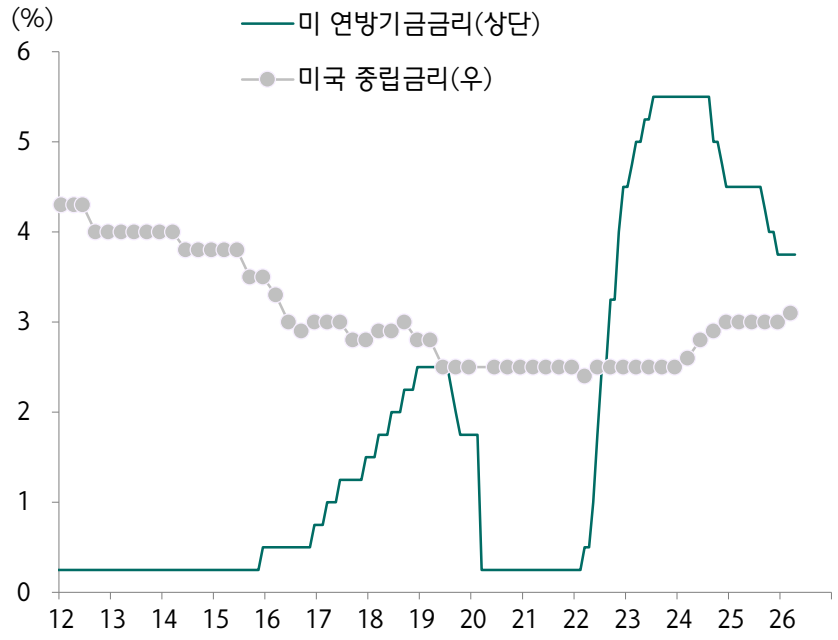


자료: NYFED, 하나증권

미 연준은 하반기 한 차례 인하 후 금리 인하 사이클 종료 예상

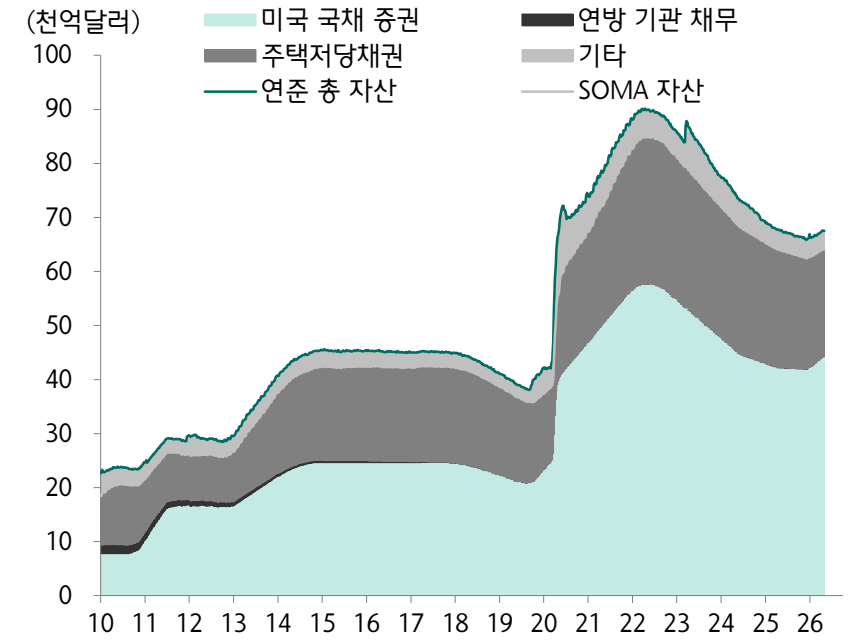
- 케빈 워시가 이끄는 미 연준은 내부 위원들 간 의견 불일치 심화, 파월의 연준 이사직 유지 등으로 정책 불확실성이 높아질 듯
- 미 연준은 관세, 유가 등 일시적 물가 상승 부담이 완화되는 것을 확인하면서 금년 10월 25bp 금리 인하 단행 예상. 고용시장의 하방 리스크를 고려할 때 연방기금금리가 중립 수준에 근접하도록 한 차례 정도 인하 가능
- K자형 경제 구도가 심화되고 있지만, 전반적으로 미국 경제가 견조한 흐름을 이어가고 있어 금리 인하 사이클은 올해로 종료 예상. 한편 케빈 워시는 중앙은행이 보유한 막대한 규모의 국채가 금융시장에 큰 영향력을 행사한다며 대차대조표 축소를 예고했으나, 실제 보유자산 축소는 내년 이후 점진적인 속도로 이루어질 전망

미 연준은 기준금리가 중립 수준에 근접하도록 연내 한 차례 인하 예상



자료: LSEG, FRED, 하나증권

대차대조표 축소는 내년 이후 점진적인 속도로 진행될 듯

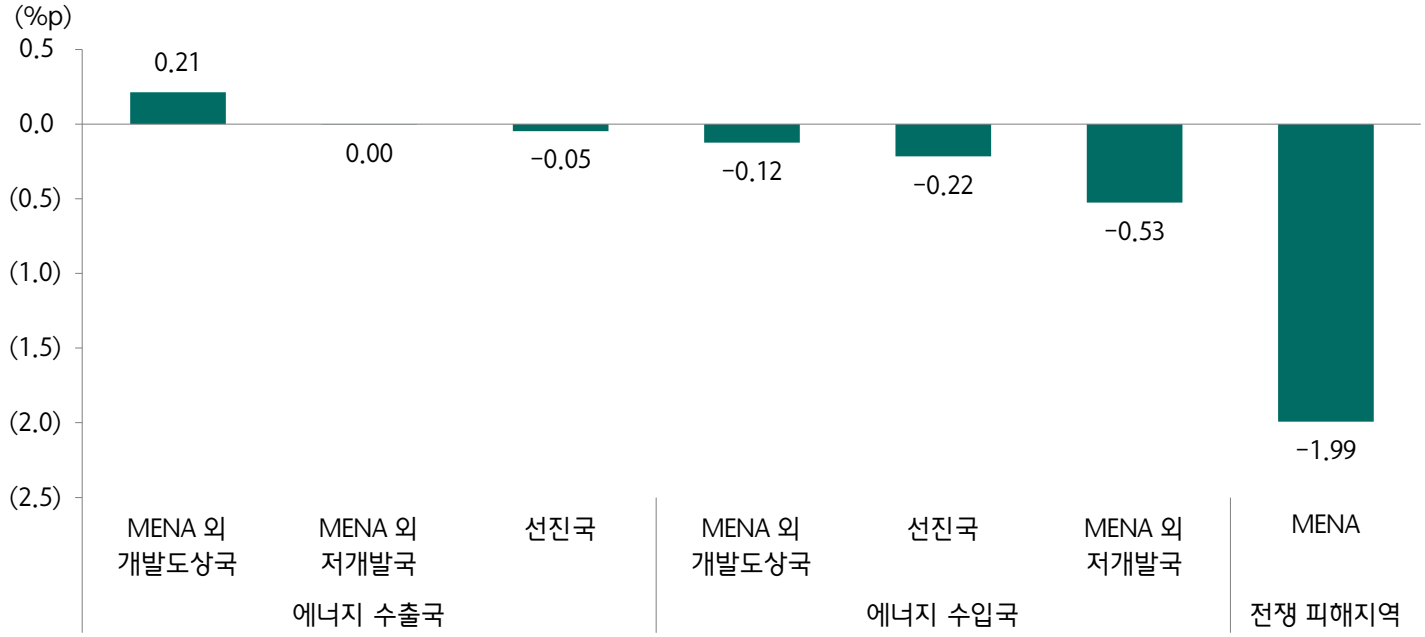


자료: Bloomberg, 하나증권

전쟁 이후 출발선이 달라진 주요국

- 이란 전쟁으로 인한 원유 공급 차질과 공급망 교란은 한동안 글로벌 경제에 부정적 영향을 미칠 것. 전쟁으로 인한 2026년 세계 경제 하락 효과는 약 -0.3%p 내외로 추정. 다만 전쟁의 영향은 국가별로 고르게 나타나지 않을 소지
- 전쟁 발 타격이 집중된 중동 국가들의 성장률 둔화는 불가피하며, 에너지 수입국과 수출국의 상대적 격차도 심화될 듯
- 다만 금번 전쟁의 득과 실을 고려할 때 장기전으로 이어질 가능성은 낮아 보이며, 유가가 점차 안정된다면 주요국 경제는 단기 공급 차질로 인한 하방 압력을 만회할 만한 회복탄력성을 보유하고 있을 것으로 기대

중동 전쟁 이후 IMF의 에너지 수출국/수입국/전쟁 피해지역 성장률 전망치 조정

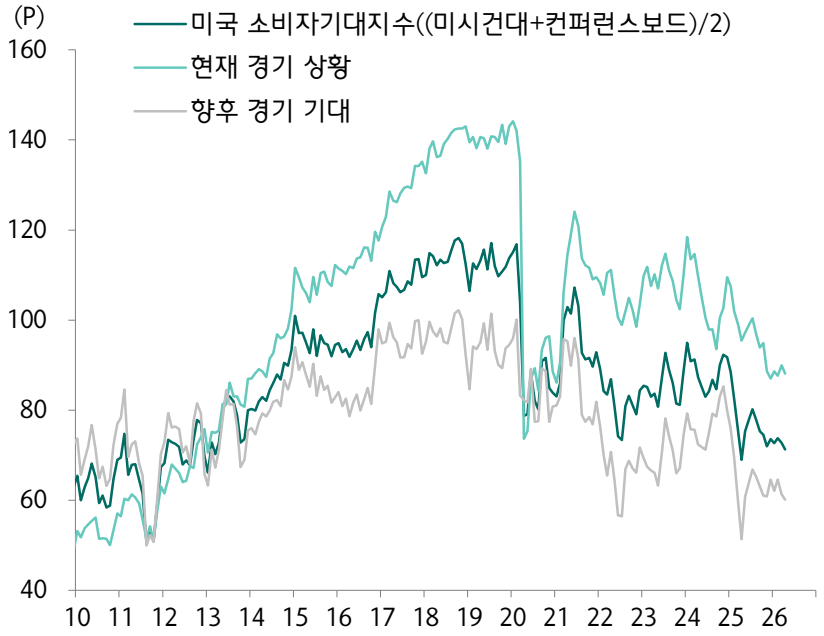


주: 2026년 성장률 전망치 조정폭
자료: IMF, 하나증권

미국: 소비 양극화 심화되나 고소득층의 소비가 내수를 지지

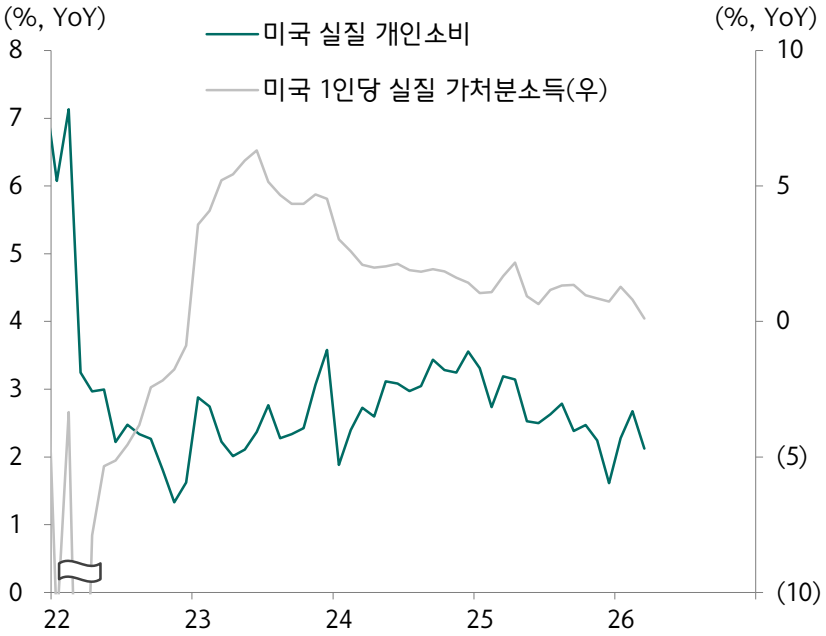
- 이란 전쟁으로 인한 불확실성 증대로 향후 경기에 대한 기대가 줄어들며 미국 소비자심리는 약화되는 모습
- 저소득층은 물가 상승으로 인한 재량적 지출 감소 불가피. 관세, 유가 충격으로 생활비 부담 높아지며 실질 가처분소득 둔화
- 다만 고소득층은 전체 소비에서 에너지 지출이 차지하는 비중이 적으며, OBBBA에 따른 세금 환급 혜택 편중 등으로 소비 타격 제한. 실제로 BOA의 카드 지출 데이터를 보면, 고소득층의 지출 증가율이 중·저소득층을 크게 앞서고 있는 상황

전쟁 발 불확실성 증대로 미국 소비심리는 약화되는 모습



자료: LSEG, 하나증권

관세 및 유가 충격으로 물가 상승하며 가처분소득은 다소 둔화

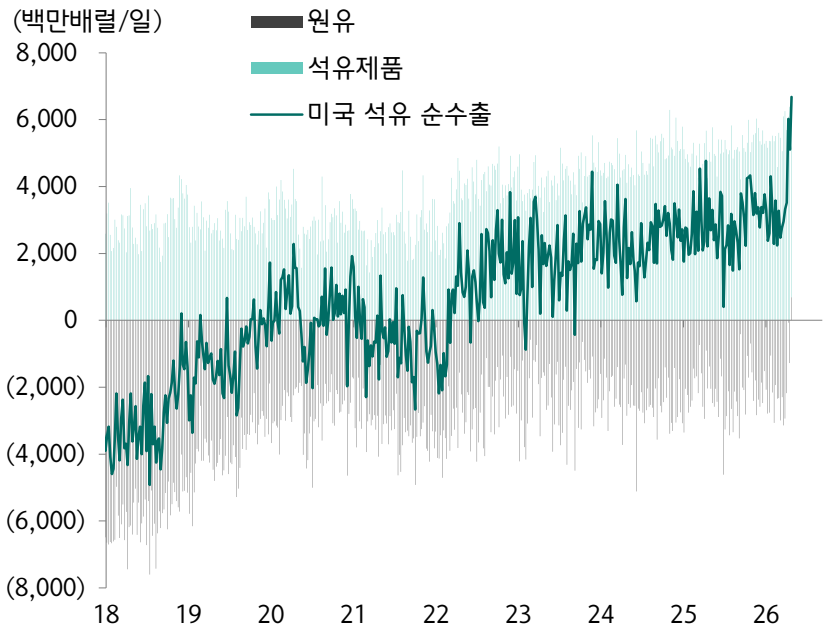


자료: LSEG, 하나증권

미국: AI 투자 수요와 석유제품 수출이 견조한 성장을 이끌어

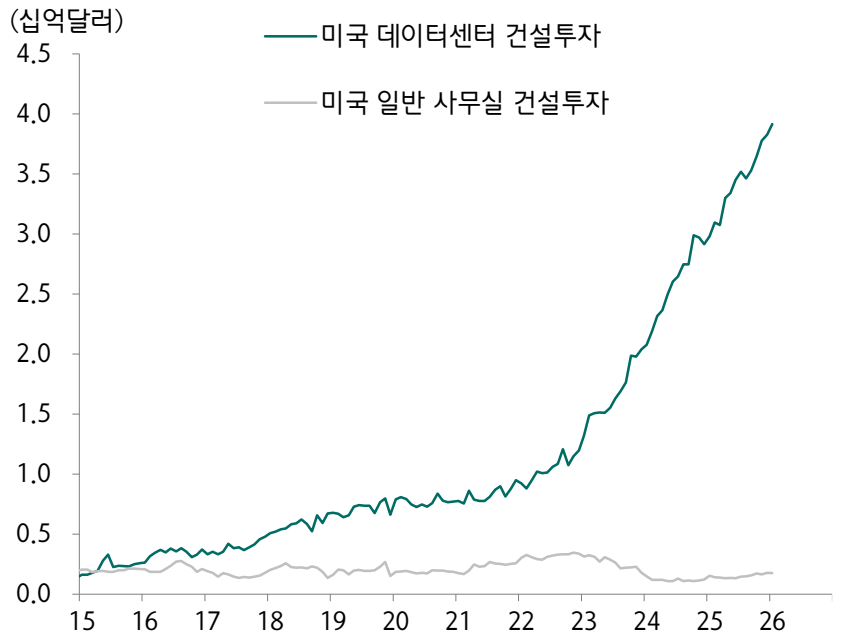
- 호르무즈 해협 봉쇄로 3월 이후 아시아 국가를 중심으로 원유 공급 차질이 지속되며 미국 석유제품 수입 유인 확대. 미국의 석유제품 수출이 큰 폭으로 증가하며 역내 무역수지 적자 폭을 완충해줄 가능성
- 주거용 부동산 경기 부진에도 불구, AI 붐에 따른 데이터센터 건설 수요가 급증. 비주거용 건설 투자 증가가 경제 성장을 지지할 듯
- 미국 경제는 K자형 경제 구도 심화에도 불구 내수 중심으로 2026년 연간 2.3% 내외의 견조한 성장 가능할 전망

글로벌 원유 공급 차질 지속되며 미국 석유제품 수출은 큰 폭 증가



자료: LSEG, 하나증권

일반 사무실 건설 제한된 가운데 데이터센터용 건설투자는 가파른 증가세

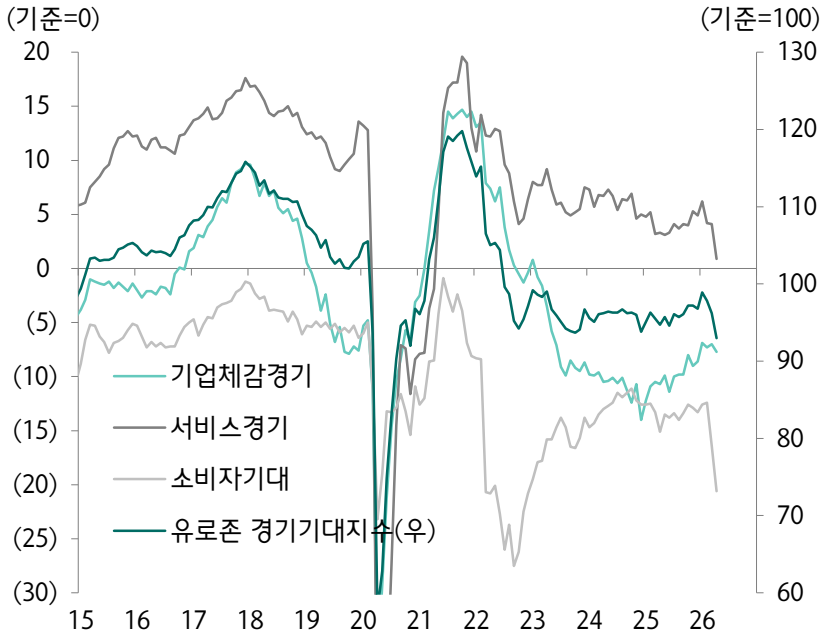


자료: Bloomberg, 하나증권

유로존: 완전히 아물지 못하고 다시 벌어진 상처

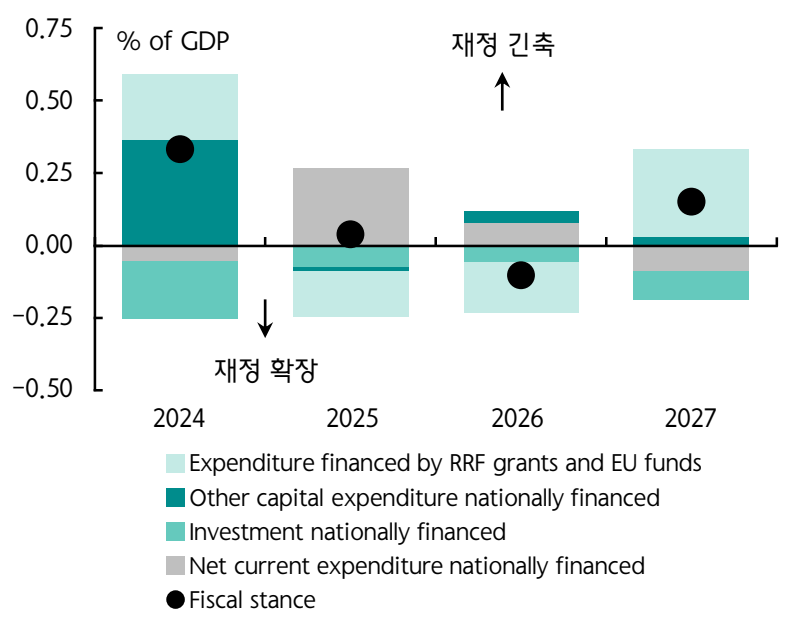
- 유로존은 러-우 전쟁으로 인한 충격에서 회복하던 중 중동 사태로 인해 에너지 공급 차질이 재차 발생하며 경기 둔화 압력 부각
- 전쟁 이후 역내 체감경기가 급격히 나빠지며 내수 회복을 제약할 소지. 트럼프 정부의 관세 압박, 주요국 의회 분열 등도 하방 요인
- 재정부양책이 경기 하단을 일부 지지해줄 것. 2026년 유로존의 평균적 재정 기조는 방위·인프라 투자, 경제회복기금(NGEU) 지출로 긴축에서 중립으로 전환. 다만 러-우 전쟁 이후 과도한 정부지출에 대한 경계심도 늘어난 만큼 재정 확대 가능성은 낮음

급격히 나빠지고 있는 유로존 체감경기



자료: LSEG, 하나증권

2026년 유로존 재정 기조는 중립 ~ 약간 확장적인 수준

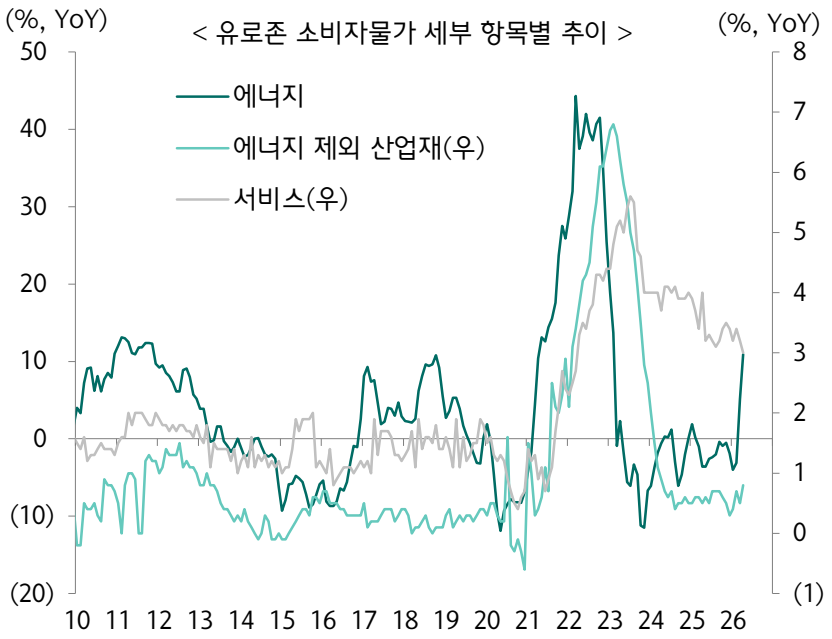


자료: European Commission, 하나증권

유로존: 성장 리스크와 물가 리스크 사이에서 고민하는 ECB

- 러-우 전쟁 이후 유럽 천연가스 가격은 서서히 안정되며 메가와트시당 €30 근방으로 하락 → 이란 전쟁 이후 €40~ €50 대로 오르며 에너지 비용 부담 재부각. 유로존 3월 소비자물가는 에너지 충격을 반영해 전년비 3%까지 올랐으나 2차 파급효과는 제한적인 상황
- 역내 성장 하방 리스크 고려 시, 에너지 가격 상승으로 인한 2차 파급효과를 확인하기 전까지 ECB는 금리 인상에 신중할 듯
- 다만 유로존의 에너지 의존도 고려 시 물가 상승 흐름이 중기적으로 이어질 수 있어 연내 한 차례 정도 금리 인상 가능성에 무게

에너지 가격 급등으로 소비자물가 상승했으나 2차 파급효과는 제한적



자료: LSEG, 하나증권

ECB의 시나리오 별 경제 및 물가 전망. 베이스 시나리오 실현 가능성 높아

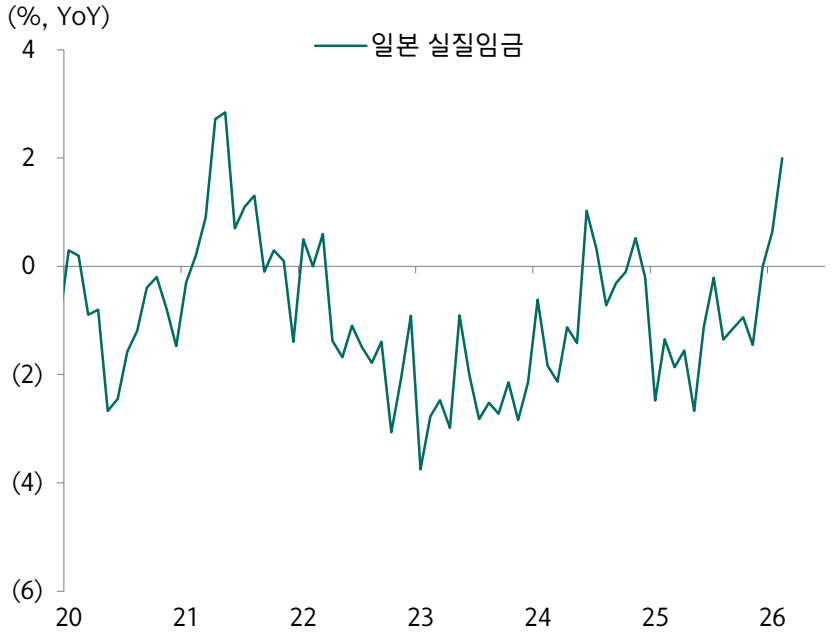
		Baseline (원유 $90/bbl, 천연가스 €50/Mwh)	Adverse (원유 $119/bbl, 천연가스 €87/Mwh)	Severe (원유 $145/bbl, 천연가스 €106/Mwh)
GDP성장률	2026	0.9	0.6	0.4
	2027	1.3	1.2	0.9
	2028	1.4	1.6	1.9
물가상승률	2026	2.6	3.5	4.4
	2027	2.0	2.1	4.8
	2028	2.1	1.6	2.8
근원 물가상승률	2026	2.3	2.4	2.6
	2027	2.2	2.7	3.9
	2028	2.1	2.1	2.9

자료: ECB, 하나증권

일본: 소득 환경 개선 vs 고유가 파급효과

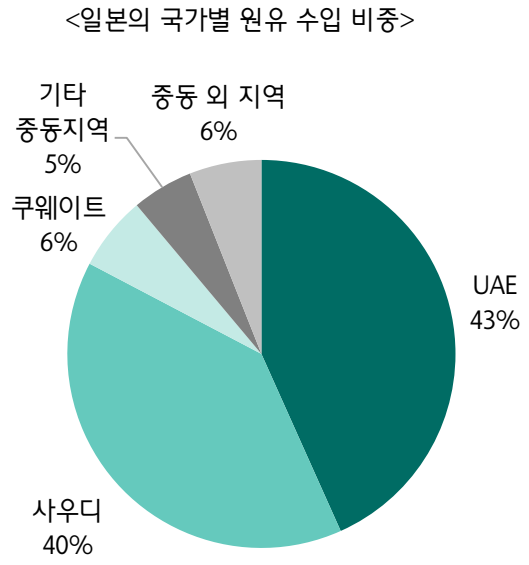
- 일본 경제는 소득 환경 개선에 따른 내수 회복과 중동 전쟁으로 인한 경기 하방 압력이 서로 상충하며 2026년 연간 0.7% 성장 전망
- 유효구인배율 하락 등 고용시장 개선이 지속되며 실질임금 증가율 플러스(+) 전환. 춘투 1차 집계 결과 총 임금인상률이 5.26%로 3년 연속 5% 상회. 임금-물가의 선순환 구조 확인하는 국면 진입. 반도체 제조장비와 데이터센터 관련 설비투자 확대 움직임도 유효
- 다만 일본의 대 중동 원유 수입 의존도가 94%에 이르는 점 감안 시 원유 공급차질 현실화에 따른 경기 하방 압력은 불가피한 상황. 제조업 기업 생산비용 상승에 따른 기업 수익 약화 가능성도 고려

고용시장 개선되며 일본 실질임금 증가율 플러스(+) 전환



자료: Thomson Reuters, 하나증권

대 중동 원유 수입 의존도가 높은 일본

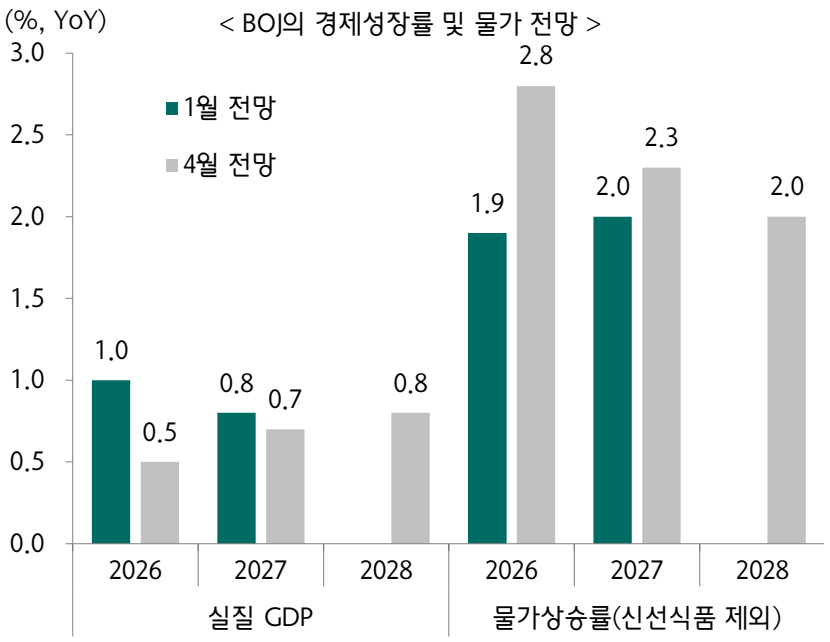


자료: CSIS, 하나증권

일본: BOJ의 Behind the curve 경계

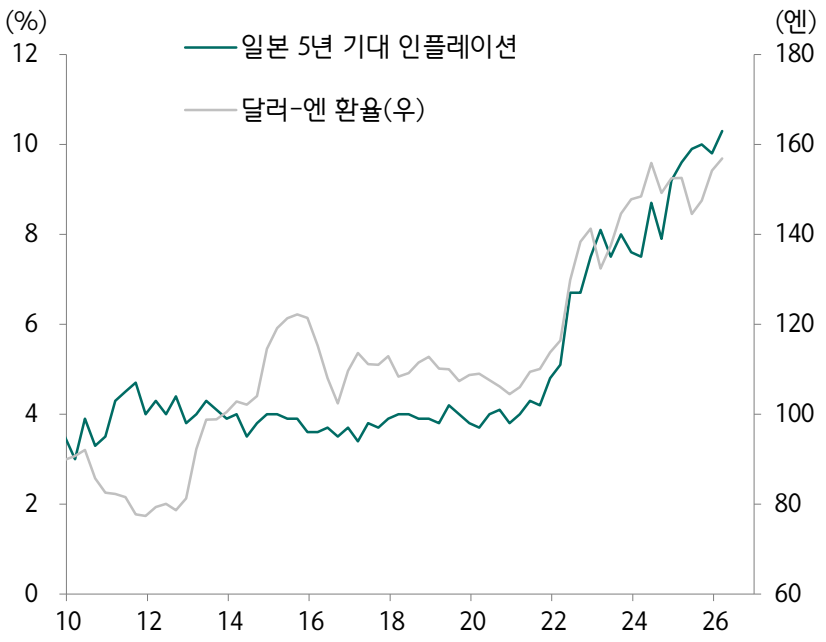
- 일본 정부의 휘발유 및 전기·가스 보조금 등 생활비 부담 완화 정책이 물가 상승을 일부 완충시켜줄 것이나, 하반기 물가는 상승 압력 우위. 높아진 구매력 감안 시 기업들의 생산비용 전가 가능성을 염두에 둘 필요가 있으며, 달러-엔 환율도 수입물가 상승을 유도
- 일본 내 기대 인플레이션이 상당 수준 높아지고 있어 BOJ의 금리 인상 시점은 빨라질 가능성. 4월 통화정책회의에서는 3명의 위원들이 소수 의견(=인상)을 제시. BOJ는 6월부터 연내 두 차례 금리 인상을 단행할 전망

BOJ는 2026년 성장률을 하향 조정, 물가는 큰 폭으로 상향 조정



자료: BOJ, 하나증권

엔화 약세로 역내 기대 인플레이션도 상승

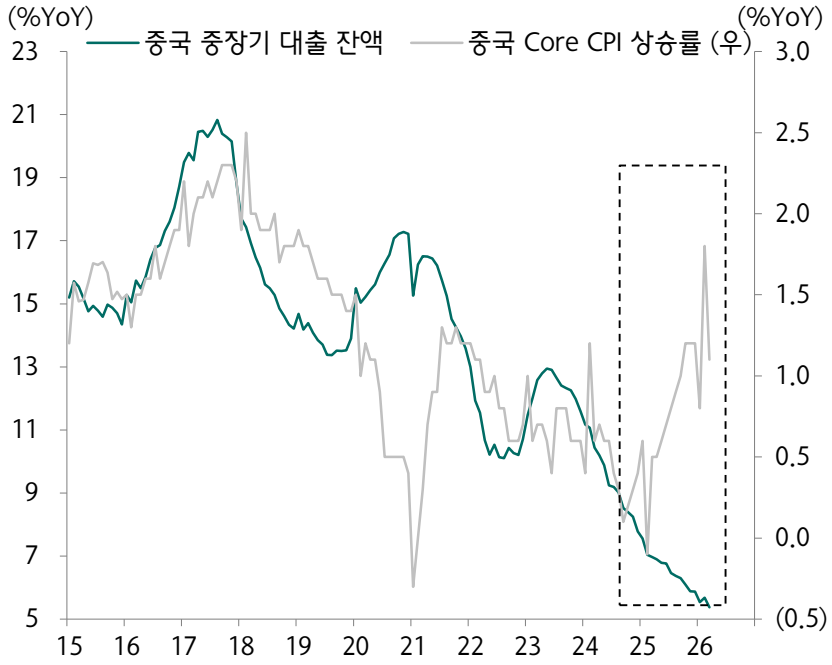


자료: Bloomberg, BOJ, 하나증권

중국: 성장 모델 전환 이후 첫 번째 균형 (2026년-2027년)

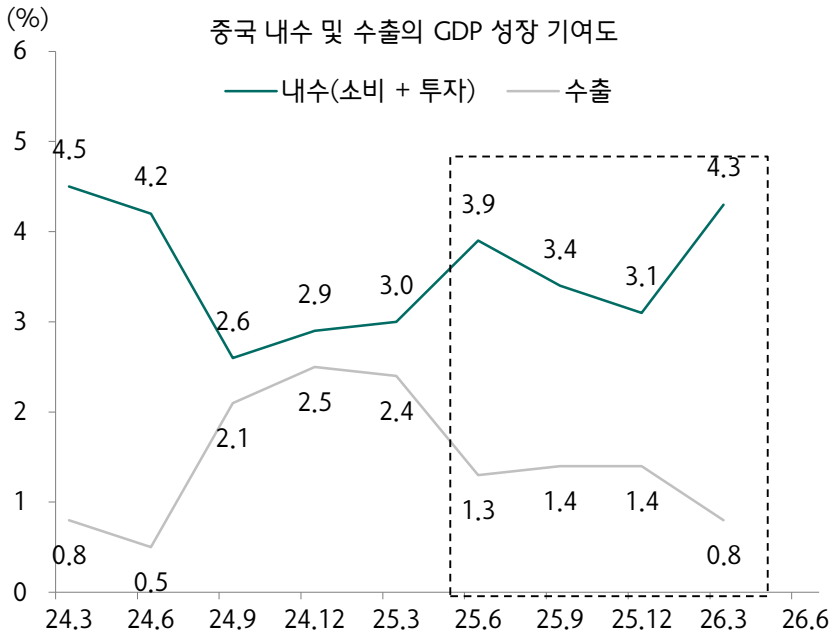
- 2026년-2027년 중국 경제는 디레버리징과 디플레이션 국면 탈피, 펜데믹 이후 신-구 성장 모델 전환 이후 첫번째 균형 국면
- 탈(脫) 부동산 충격과 전통 산업(高부채) 침체의 역성장 기여는 2025년부터 하향 안정, 공급과 수요의 불균형 점진적 개선
- 2026년 물가(명목GDP)-내수-신용-산업 사이클 구조적인 반등, 동일 강도 정책의 실질적인 부양 효과는 리오프닝 이후 최고
- 중국 경제 성장 모델 전환 이후 첫번째 균형은 펜데믹 이후 장기 비관론을 축소시키고 장기금리-환율-주가 하단을 상향 시킬 것

중국 중장기 대출 VS Core CPI : 디레버리징과 디플레이션 최악을 통과



자료: Wind, 하나증권

중국 GDP 성장 기여도 : 2026년-2027년 내수와 수출 점차 균형

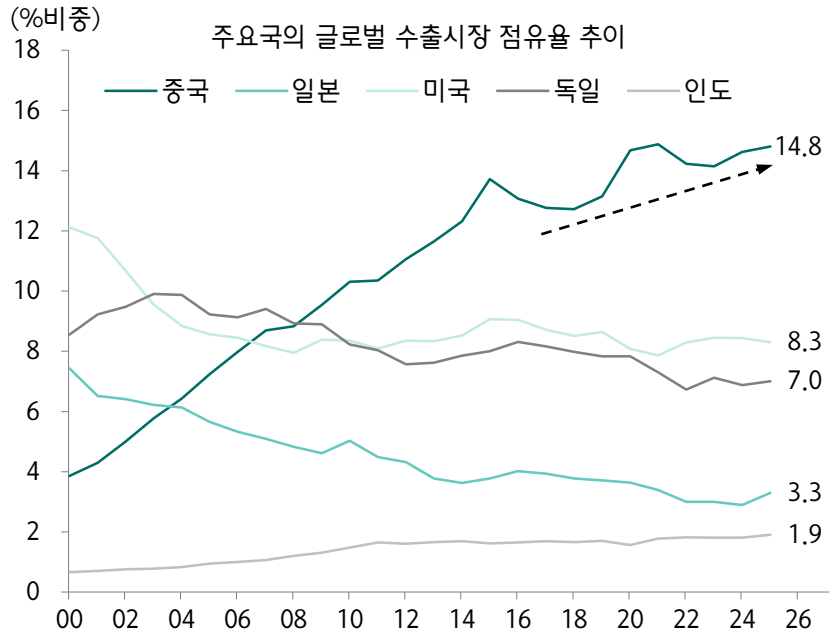


자료: Wind, 하나증권

중국: 수출은 구조적인 호황 유지, 내수는 구조적인 침체 탈출

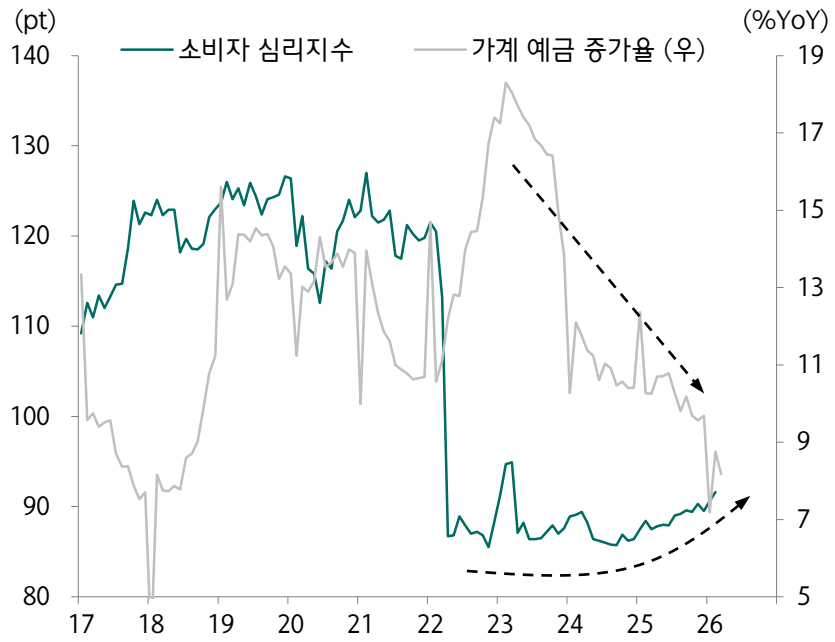
- 2026년-2027년 분기 성장률 평균 4.8%-5.2% 안정적 유지 전망, 수출은 구조적인 호황 유지-내수는 구조적인 침체 탈출
- 중국 수출은 2026년 품목 고도화 및 지역 다변화 경쟁력 유효, 중동-고유가 충격을 점유율 상승으로 만회하며 5%대 성장 유지
- 중국 소비는 2026년 대출 상환과 초과 저축 중단으로 4-5%대 성장 회복, 고정투자 정상화는 시간 필요하나 하반기 하향 안정
- 구조적인 침체를 보인 부동산 침체는 2027년까지 가계-디벨로퍼-지방정부 순으로 완만한 회복세 전환 전망

주요국 글로벌 수출 시장 점유율 : 중국 MS 팬데믹, 전쟁 이후 지속 상승



자료: Wind, 하나증권

소비자 심리지수 VS 가계 예금 증가율 : 초과 저축 축소, 소비 심리 반등

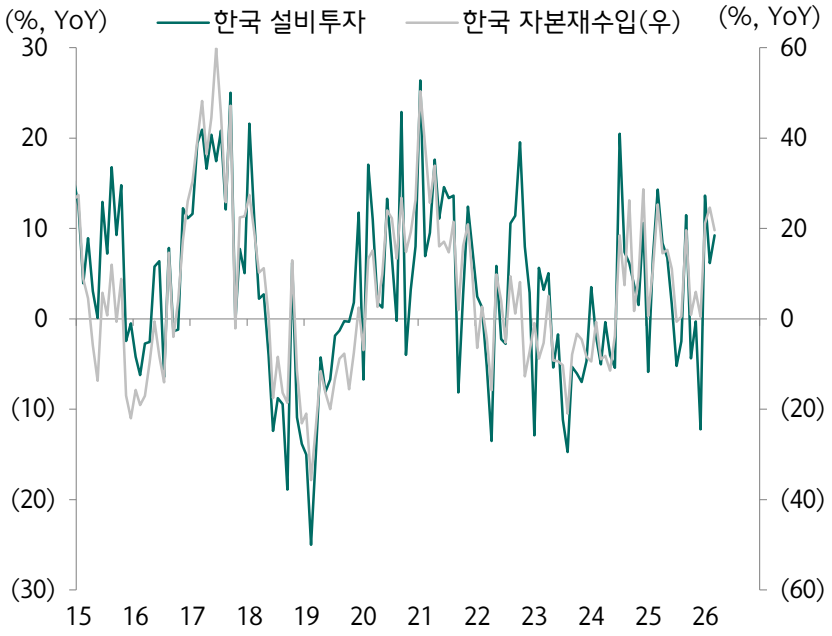


자료: Wind, 하나증권

한국: 반도체가 이끄는 성장, 수출과 설비투자의 동반 증가 기대

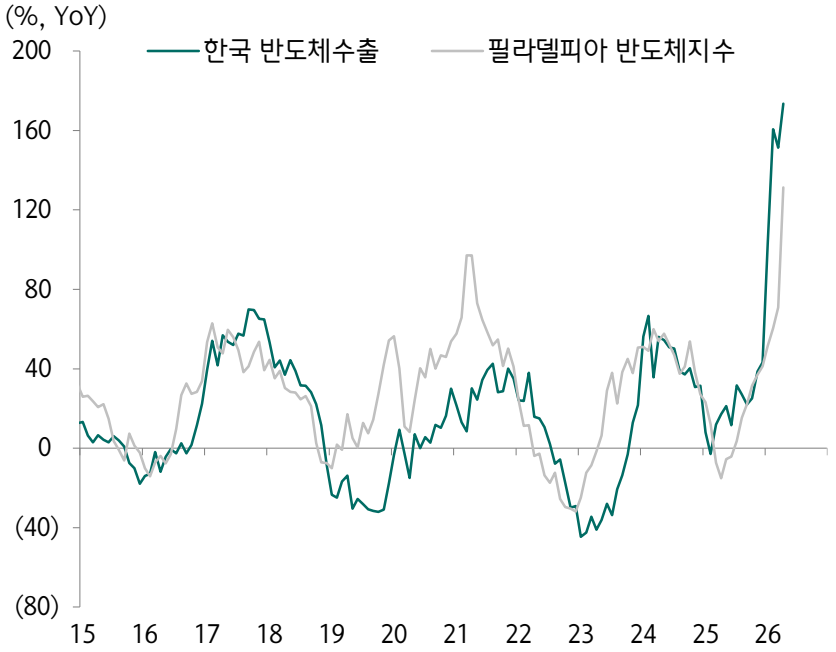
- 반도체 경기가 전례 없는 확장세를 이어가면서 반도체 수출 호조와 설비투자 회복이 한국 경제의 성장 동력이 될 것으로 기대
- AI 서비스 확산, 데이터센터 투자 급증으로 HBM과 범용 D램 수요는 빠르게 증가. 반면 반도체 공급은 고성능 제품 생산의 기술적 어려움, 메모리 기업들의 보수적 증설 기조 등으로 인해 수요 증가 속도에 못 미치는 상황
- 반도체 업황 호조는 최소 연말까지 이어질 가능성이 높으며, 반도체 제조용 기계 투자가 늘어나며 설비투자 증가 흐름도 이어질 전망

반도체 업황 호조로 기계류 위주로 설비투자 증가 기대



자료: KITA, LSEG, 하나증권

AI 투자 확대로 반도체 수요 급증하며 수출 호조 기대



자료: LSEG, CEIC, 하나증권

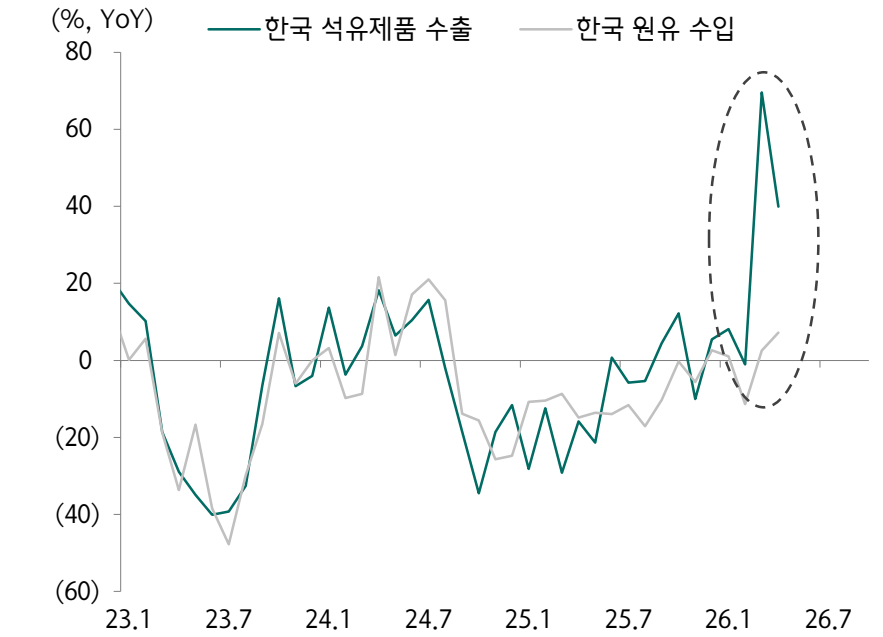
한국: 순수출 왜곡 현상은 2-3분기에 점차 되돌려질 듯

- 호르무즈 해협이 봉쇄되기 직전 해협을 통과한 마지막 유조선이 3/20에 국내에 입항. 전쟁 영향은 대체로 2분기부터 반영될 공산
- 원유 수입물량 감소로 인해 에너지 부문 순수출은 왜곡 현상 나타나는 중. 원유 수입 단가 상승에도 불구 물량 차질로 인해 원유 수입 증가율은 한 자릿수 대 증가율 시현. 반면 석유제품 수출은 단가 상승을 반영해 큰 폭으로 증가(3, 4월 평균 54.7% 증가)
- 호르무즈 해협 재개방 전까지 한국 순수출의 왜곡 현상은 지속될 수 있으며, 순수출 기여도는 재개방 이후 급격히 악화될 것

유가 상승 반영해 한국 원유 수입단가는 급등 불가피

자료: LSEG, CEIC, 하나증권

호르무즈 해협 봉쇄로 인해 국내 원유 수입 물량이 제한적인 상황

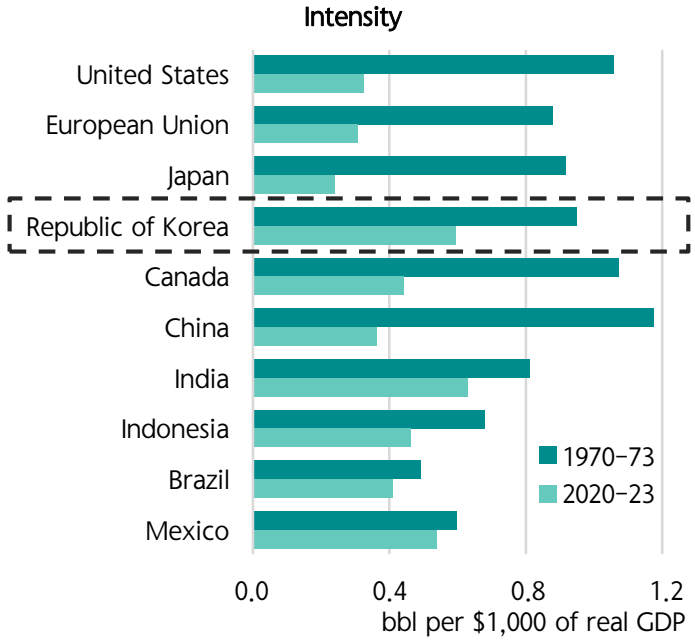


자료: CEIC, 하나증권

한국: 생산비용 증가의 부작용도 고려

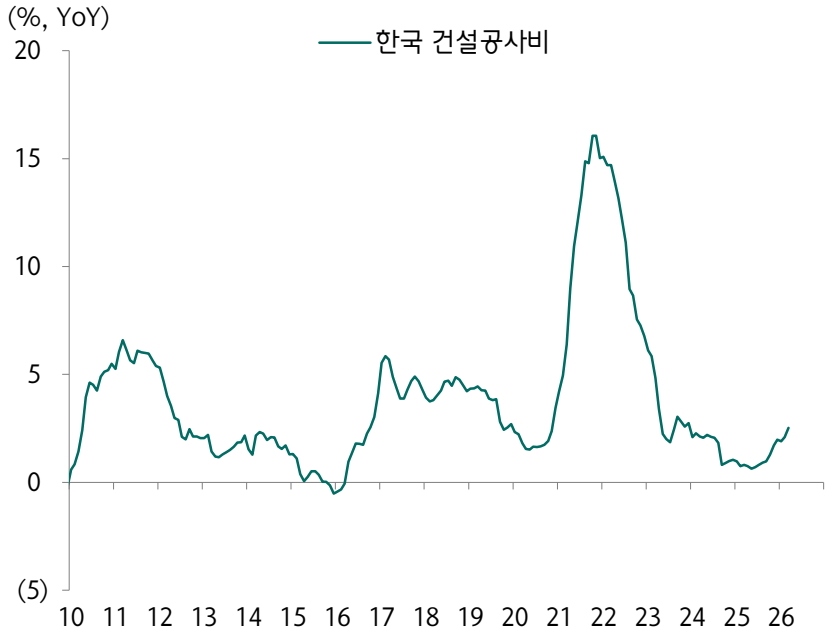
- 한국은 중동산 원유 의존도가 70%에 달하고, 경제 규모(GDP) 대비 원유 순수입 비중도 여타 주요국 대비 높아 금번 사태에서 취약한 위치에 있음. 산업연구원은 국제유가가 10% 상승할 때 국내 제조업 생산비용이 0.7% 가량 상승하는 것으로 추정
- 제조업 기업들은 환율 및 원자재 가격 상승으로 인해 비용 부담을 소비자가격에 전가하고자 하는 의지가 커지는 모습
- 한편 원자재 가격 상승으로 인해 건설공사비 증가하며 국내 건설투자는 부진한 흐름이 이어질 듯

과거에 비해 낮아졌으나, 한국은 여타 국가 대비 석유의존도가 높음



자료: World Bank, 하나증권

원자재 가격 상승으로 건설공사비 증가하며 건설투자 회복 제약

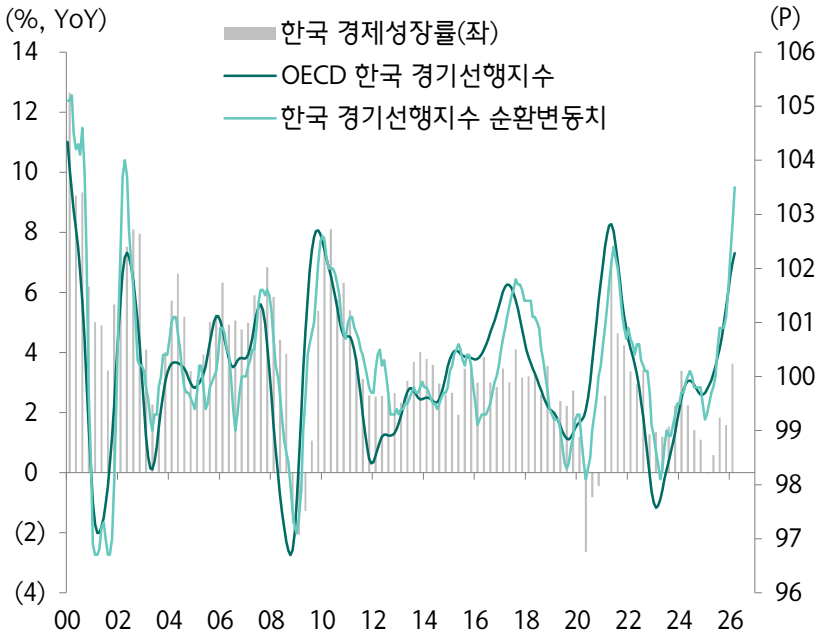


자료: LSEG, 하나증권

한국: 2026년 연간 성장률은 2.4% 수준 전망

- 1분기 성장 호조를 반영해 한국 2026년 성장률은 2.4%로 전망. 전쟁으로 인해 성장 경로의 불확실성이 확대되었지만, 반도체 수출 호조와 정부 추경(26.2조원)이 한국 경제 성장을 지탱해줄 것으로 예상
- 연간 성장 경로는 상고하저 흐름 예상. 내수와 순수출 기여도 모두 약화될 것. 물가 상승으로 민간소비가 점차 약화될 가능성이 높고, 원자재 가격 상승으로 건설투자 회복도 기대난. 호르무즈 해협 개방 이후에는 원유 수입이 급증하면서 순수출 기여도도 약화될 소지

한국 경제는 반도체 업황 주도로 성장 흐름 이어갈 듯



자료: LSEG, 하나증권

추경의 집행 시점별 경제적 효과

시나리오	추경 집행(%)			2026년 경제성장률 제고 효과
	2Q	3Q	4Q	
A	50	30	20	0.288
B	33.3	33.3	33.3	0.241
C	20	40	40	0.208

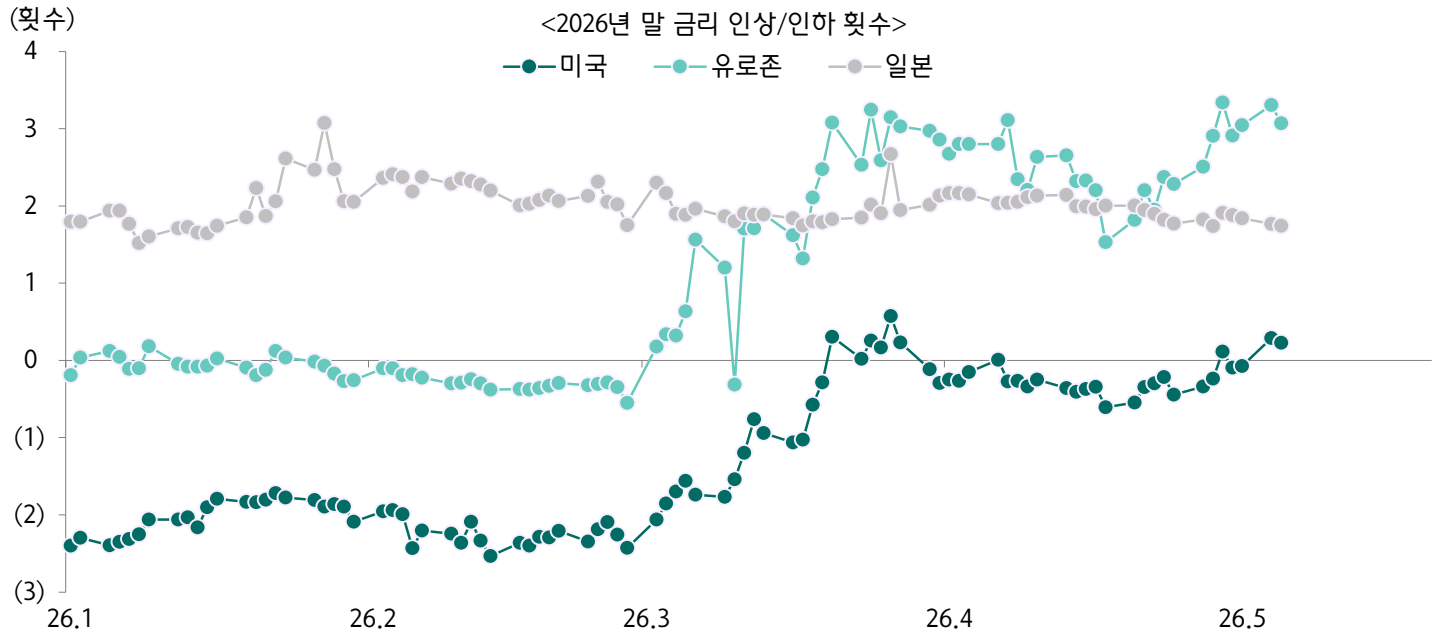
주: 추경안 중 국채 상환(1.0조원)을 제외한 규모 기준
자료: 국회예산정책처, 하나증권

Economist 전규연

미 달러 약세 요인 1) 주요국 금리차 여건

- 미국과 주요국의 금리차 여건은 미 달러 약세를 유도할 가능성. 전쟁으로 인해 금융시장은 각국의 통화 긴축 가능성을 높게 보는 중
- 그러나 물가 및 통화정책 경로는 국가별로 상이할 여지. 이란 전쟁이 격화되지 않는다면 미국의 물가 압력은 일시적일 것이며, 이는 미 연준의 연내 금리 인하 가능성을 높일 것. 반면 ECB는 금리 인하 사이클이 종료됐으며, 에너지 가격 상승으로 인한 물가 압력이 강할 수 있어 금리 인상 리스크 상존. BOJ도 에너지 공급 차질, 신정부 재정 확대 등으로 연내 두 차례 금리 인상 예상
- 하반기 미 연준의 금리 인하 전망 혹은 ECB, BOJ의 금리 인상 전망이 강화될수록 미 달러의 약세 가능성은 높아질 전망

선물시장의 2026년 말 주요국 중앙은행의 금리 인상/인하 기대 횟수

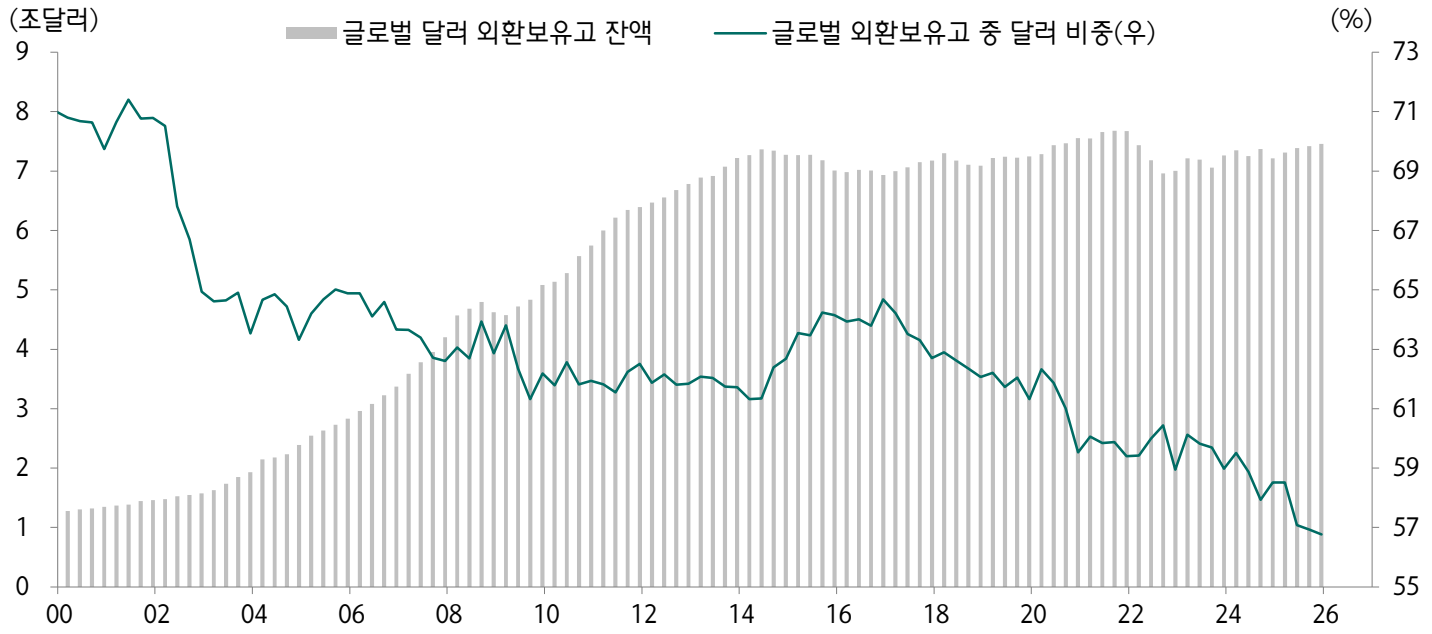


자료: Bloomberg, 하나증권

미 달러 약세 요인 2) 통화 다변화 수요

- 주기적으로 확대되는 지정학적 리스크와 미-중 갈등은 각국의 외환보유고 다변화 수요를 늘리는 요인으로 작용할 것
- 글로벌 외환보유고 중 미 달러의 비중은 꾸준히 하락해 2025년 말 57% 수준 기록. 물론 국제결제통화로서 미 달러의 위상이 급격히 훼손될 가능성은 낮다고 판단하지만, 미 달러의 안전통화 역할은 소폭 약화되는 양상
- 서방의 제재 우회 차원에서 비달러 결제 수요가 늘어나고 있고, 특히 이란 전쟁 이후 위안화 표시 원유 거래가 증가하며 페트로위안 가능성도 부각된 바 있음. 글로벌 금융 시스템에서 위안화의 역할은 제한적이나 위안화 결제 수요는 꾸준히 늘어날 듯

글로벌 외환보유고 중 미 달러 보유 비중은 점차 줄어드는 중

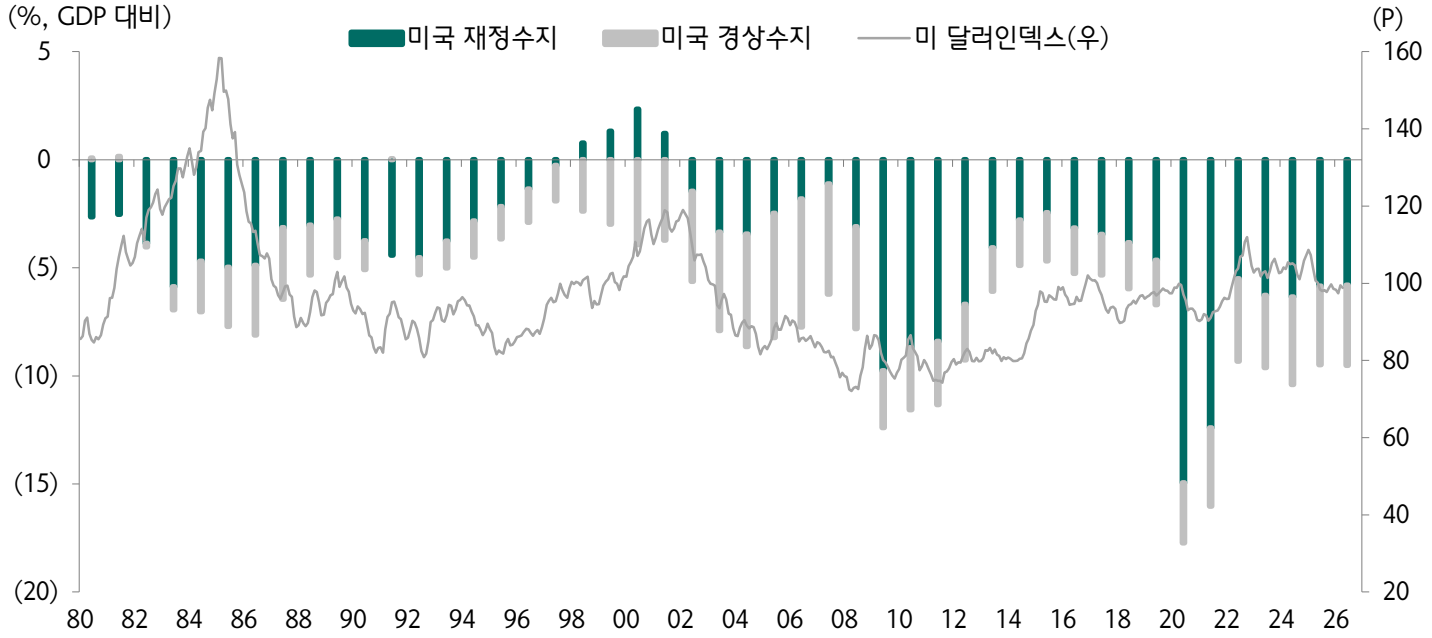


자료: LSEG, 하나증권

미 달러 약세 요인 3) 미국 쌍둥이적자

- 트럼프 정부의 관세 정책, 중동 전쟁으로 인한 미국의 원유 순수출 확대 등은 미국 경상수지 적자 폭을 줄일 수 있겠지만, 전쟁으로 인한 재정수지 악화가 이를 상쇄하며 미국 쌍둥이적자 움직임은 지속될 소지. 이는 중장기적으로 미 달러 약세를 유도할 가능성

전쟁으로 인한 재정수지 악화 가능성 고려 시 미국 쌍둥이적자 규모는 전년과 유사할 듯

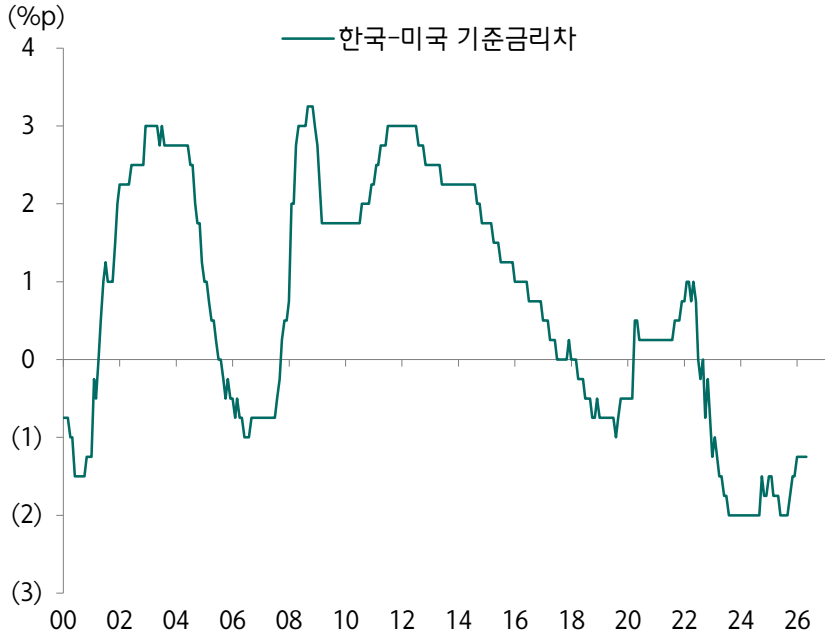


자료: IMF, 하나증권

KRW: 한은의 매파적 스탠스는 원화 강세를 유도

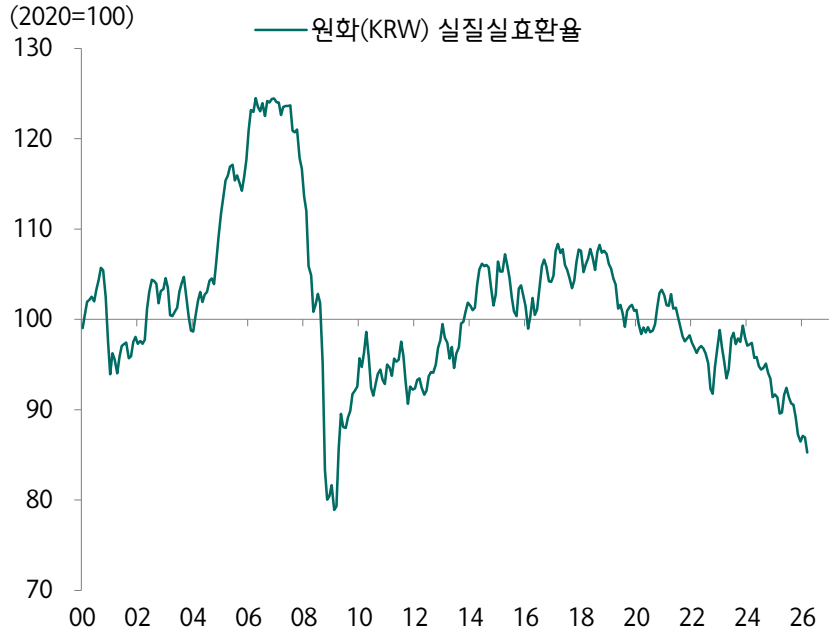
- 한국은 에너지 가격 상승이 운송비, 가공식품, 석유화학 원료 등으로 번지며 간접효과 발생, 물가 상승이 보다 장기화될 가능성 상존
- 신현송 신임 한은 총재는 물가와 성장 간 정책 목표가 상충될 경우 물가에 중점을 두겠다고 언급. 하반기 내내 한은의 매파적 스탠스가 이어질 것이며, 연말(11월) 한 차례의 금리 인상이 단행되며 달러-원 환율 하락을 유도할 것으로 예상
- 원화 실질실효환율도 지속적으로 하락하며 원화 저평가 국면을 시사하고 있어 장기적인 평가절상 압력 유효

한국과 미국 기준금리 역전 폭은 125bp → 75bp로 줄어들 전망



자료: LSEG, 하나증권

원화 실질실효환율은 대폭 하락하며 원화 저평가 시사

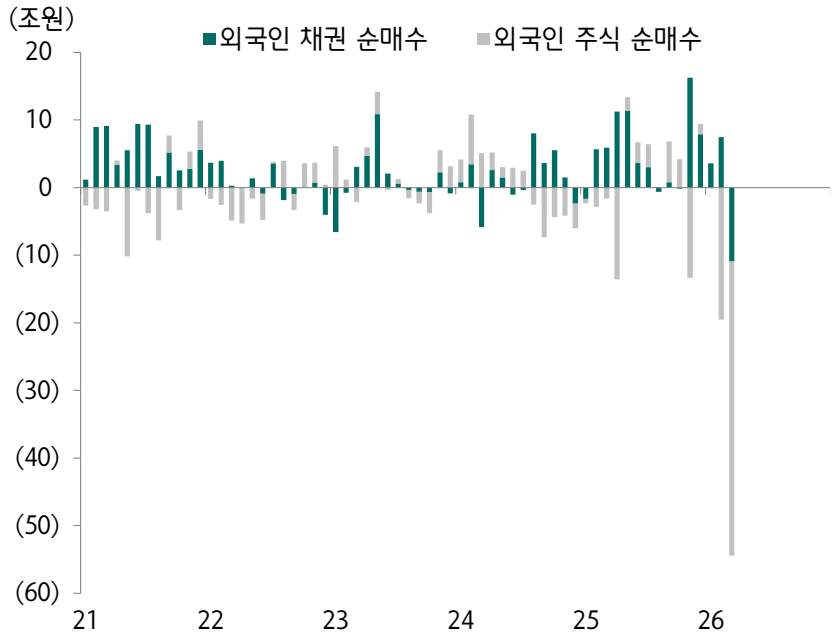


자료: LSEG, 하나증권

KRW: 외국인 증권자금 유입 기대

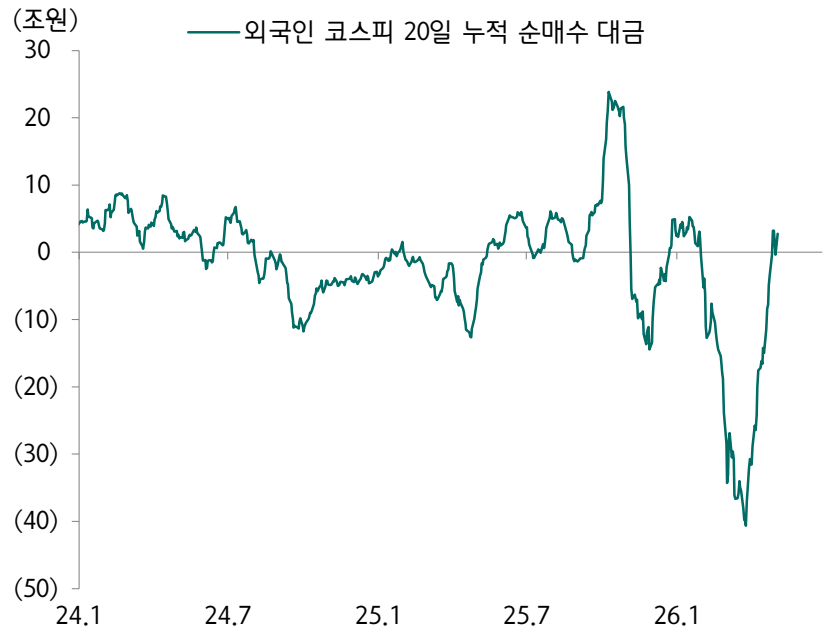
- 지난 3월 외국인의 국내 증권시장 자금 유출이 급격하게 나타나며 커스터디 달러 매수가 달러-원 환율의 과도한 상승을 이끌었음
- 코스피 차익실현 심리와 전쟁 발 위험회피 심리가 겹치면서 외국인은 3월 중 유가증권시장에서 35조원 넘게 순매도
- 국내 반도체 업황 호조 및 코스피 신고가 경신 등을 감안할 때 외국인 자금은 재차 유입되며 달러-원 환율 안정을 유도할 가능성

지난 3월 외국인 증권자금의 급격한 유출은 원화 절하 폭을 키워



자료: LSEG, 하나증권

반도체 업황 호조 감안 시 외국인 증권자금은 재차 유입될 듯

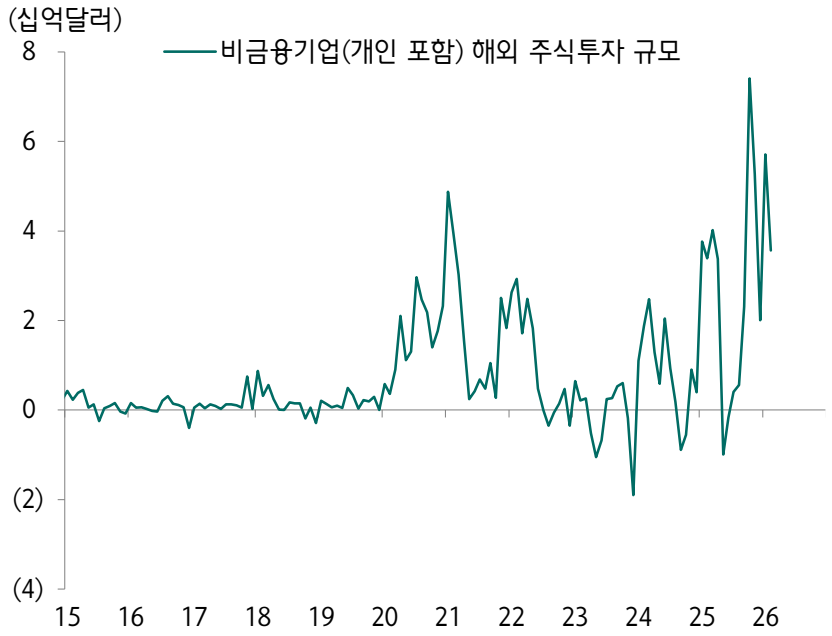


자료: LSEG, 하나증권

KRW: 구조적인 외화 수요 증가 흐름은 염두에 둘 필요

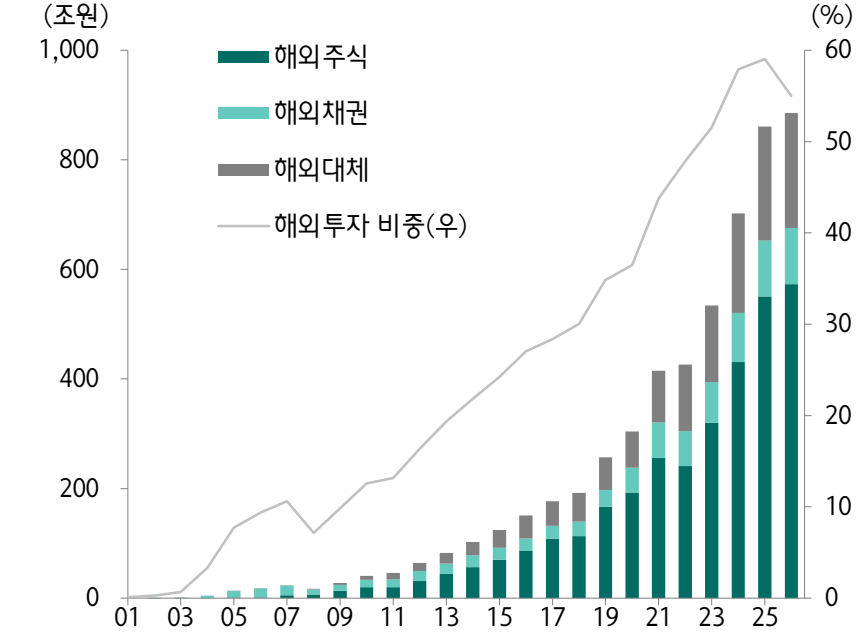
- 내국인 해외투자 확대는 꾸준히 원화 유출 압력으로 작용할 소지. 금융기관 뿐만 아니라 개인들의 해외주식 투자가 지속적으로 늘어나고 있음. RIA 계좌(국내시장 복귀 계좌) 출시 등이 해외주식 투자 수요를 일부 약화시킬 수 있겠으나, 개인들이 해외 투자의 한 축으로 자리잡은 만큼 구조적인 외화 수요 증가 흐름은 불가피할 듯
- 국민연금도 고령화, 저출산으로 인한 수익성 제고 필요성 등으로 중장기적인 해외투자 비중 확대가 필수적일 소지

개인들의 해외주식 투자는 꾸준히 높은 수준을 유지 중



자료: ECOS, 하나증권

국민연금의 해외투자 규모 및 비중 추이

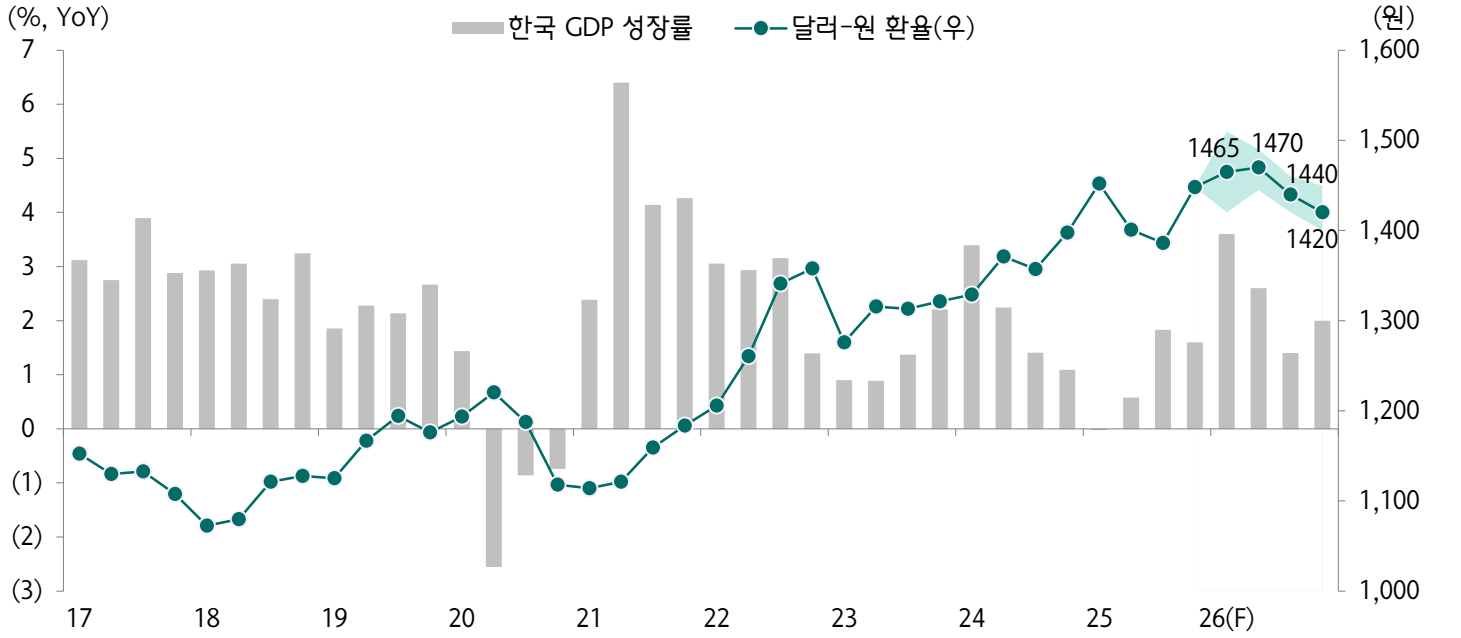


자료: NPS, 하나증권

2026년 하반기 달러-원 환율은 1,430원 내외로 전망

- 중동 발 충격에도 불구하고 한국 경제성장률이 연간 2% 중반 수준을 기록할 것으로 전망되고 반도체 수출 호조가 경상수지 흑자를 주도하며 원화의 강세 압력을 높일 여지. 외국인 증권자금 유입 기대감도 달러-원 환율 하락 요인
- 하반기 미 연준의 금리 인하와 한은의 금리 인상이 순차적으로 단행되며 한-미 기준금리 역전 폭은 기존 125bp에서 75bp로 줄어들 것이며, 이는 달러-원 환율의 점진적 하락을 이끌 듯. 다만, 중장기 구조적인 외화 수요 증가 고려 시 환율 하락 폭은 제한
- 달러-원 환율은 2Q 1,470원 – 3Q 1,440원 – 4Q 1,420원(분기 평균 기준) 내외로 점차 하락할 전망

2026년 하반기 달러-원 환율은 1,430원 내외 예상

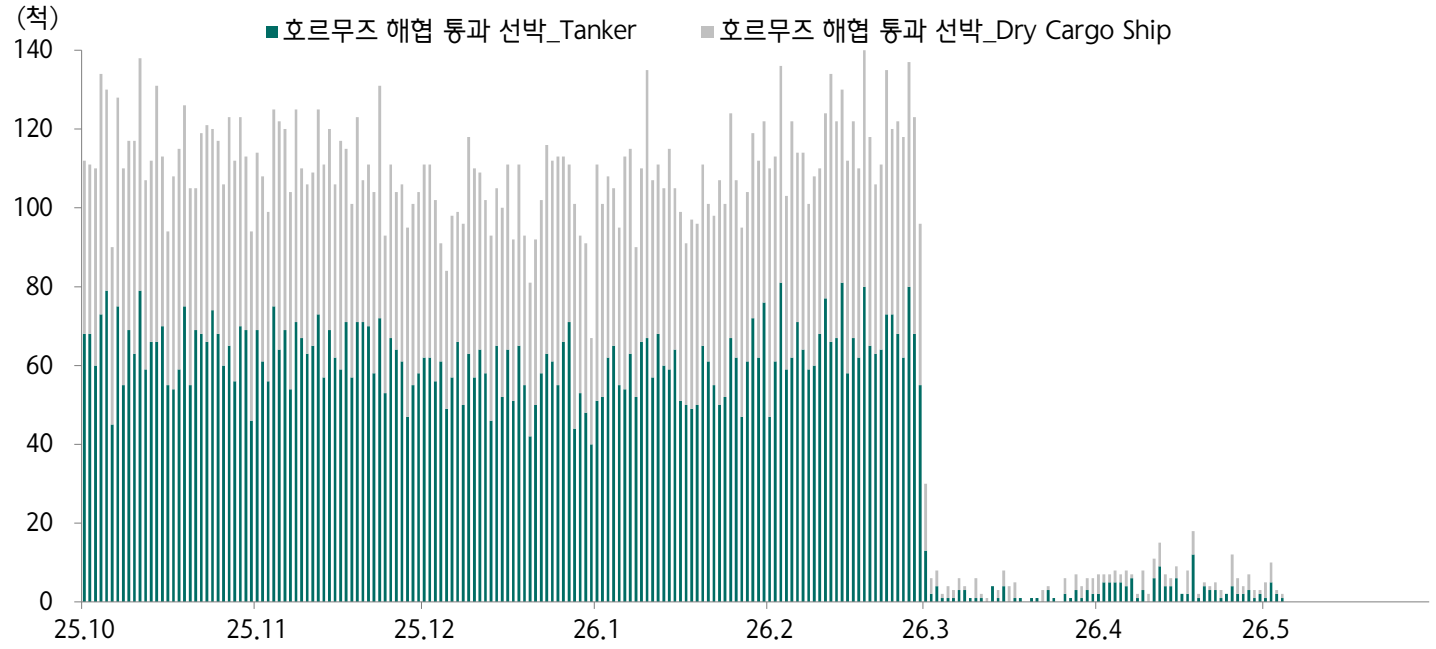


주: 음영은 분기별 달러-원 환율 상/하단
자료: LSEG, 하나증권

호르무즈 해협의 통제권 싸움

- 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되면서 글로벌 해상 운송 차질이 현실화. 이란의 호르무즈 톨게이트 추진 여부도 새로운 변수로 등장. 미국과 이란 모두 호르무즈 해협을 봉쇄하면서 통제권 싸움에 나서는 모습
- 전쟁 초기에 비해서는 호르무즈 해협을 통과하는 선박 수가 늘어나고 있으나, 여전히 정상 수준(하루 100척)에 크게 못 미치는 상황. 4월 이후 평균적으로 하루에 6척 정도가 통항 중

4월 이후 호르무즈 해협을 통과하는 선박은 하루에 6척 내외로 늘어

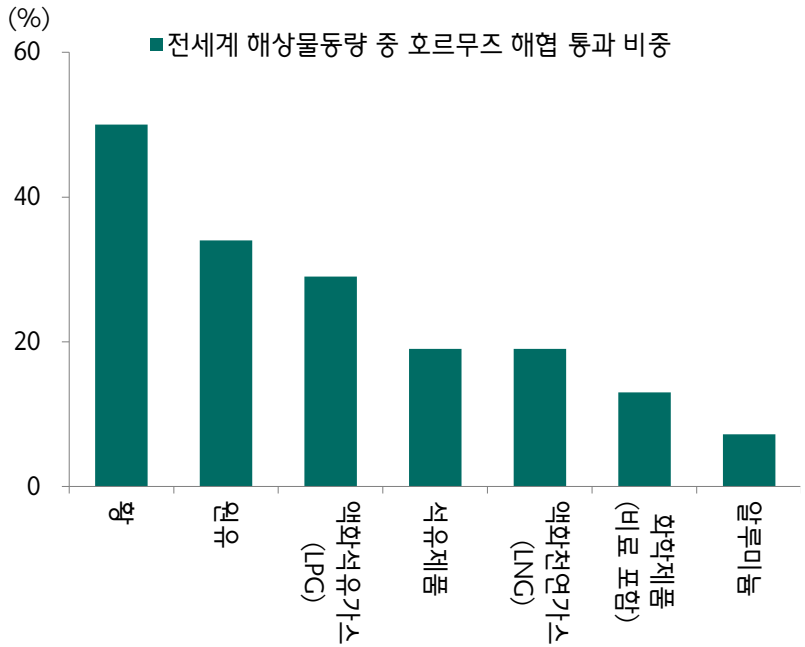


자료: Bloomberg, 하나증권

중동 전쟁의 상흔, 원자재 시장 교란 시작될 듯

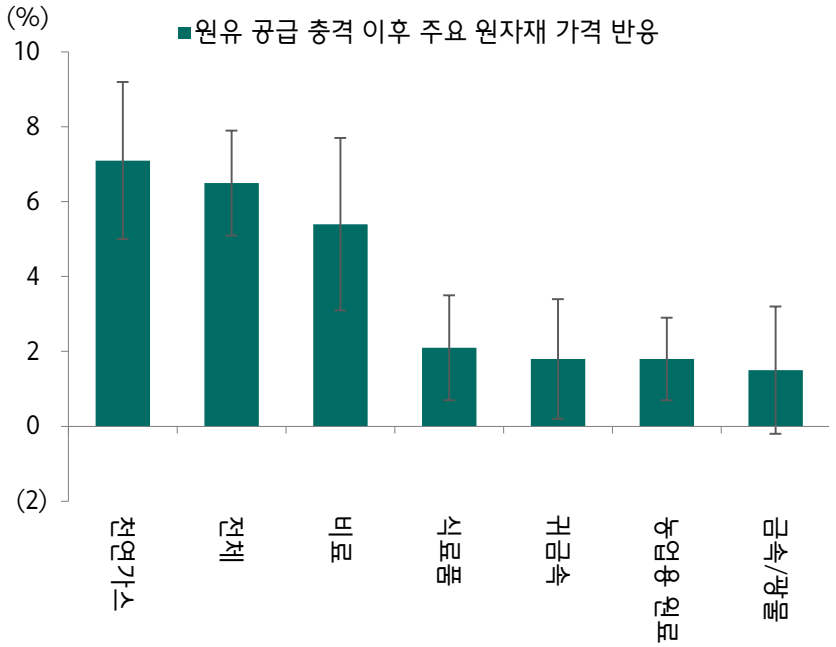
- 호르무즈 해협은 석유, 천연가스 외에도 여러 원자재 교역의 주요 통로. 에너지 원자재 외에 전세계 해상물동량 중 호르무즈 해협을 통과하는 비중이 높은 원자재는 황(50%), 비료 등 화학제품(13%), 알루미늄(7%) 등이 있음
- 지정학적 리스크로 인해 원유 공급 충격이 발생하며 유가가 상승할 경우, 천연가스, 비료, 금속/광물까지 여러 원자재 가격이 동반 상승하는 경향을 지님. 에너지가 여타 원자재들의 생산과 운송에 핵심 투입재로 사용되기 때문

석유, 천연가스 외에도 주요 원자재들의 호르무즈 해협 통과 비중 높아



자료: World Bank, 하나증권

원유 공급 충격으로 유가 10% 상승 시 여타 원자재 가격도 상승하는 경향

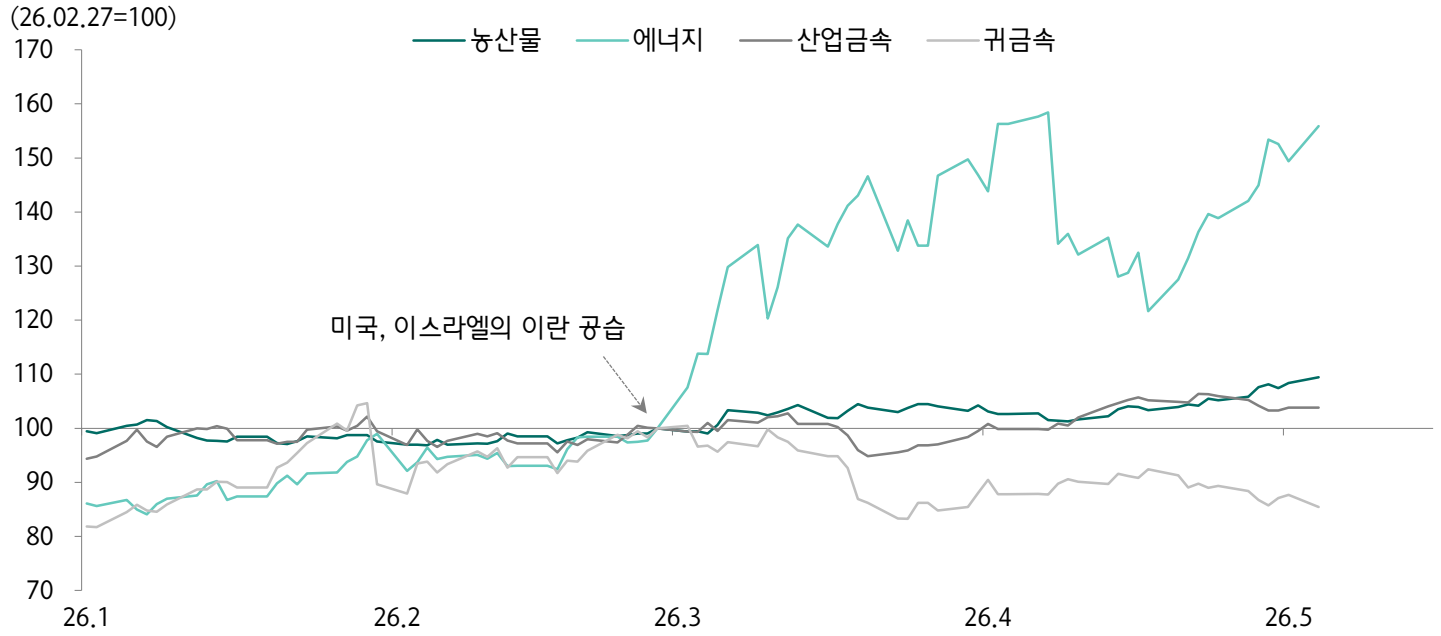


주: 원유 공급 충격으로 유가 10% 상승 시 원자재 별 최대 가격 반응, 수직선은 1s.d. 신뢰구간 의미
자료: World Bank, 하나증권

그동안 보지 못했던 파급효과로 눈을 돌려보자

- 이란 전쟁 기간 중 공급 차질이 눈에 보이는 에너지 원자재 위주로 가격이 급등했다면, 전쟁 이후 원자재 시장은 그동안 미처 보지 못했던 파급효과에 주목하기 시작할 것
- 산업금속은 전쟁 기간 중 다른 원자재들에 비해 가격 변화가 크게 나타나지 않았으나, 전쟁 기간 중 생산 시설 타격 등으로 공급은 타이트해졌을 가능성이 높으며, 수요는 양호할 가능성. 2026년 하반기 원자재 선호도는 산업금속 > 귀금속 > 원유 순으로 제시

이란 전쟁 이후 원자재 부문별 가격 추이

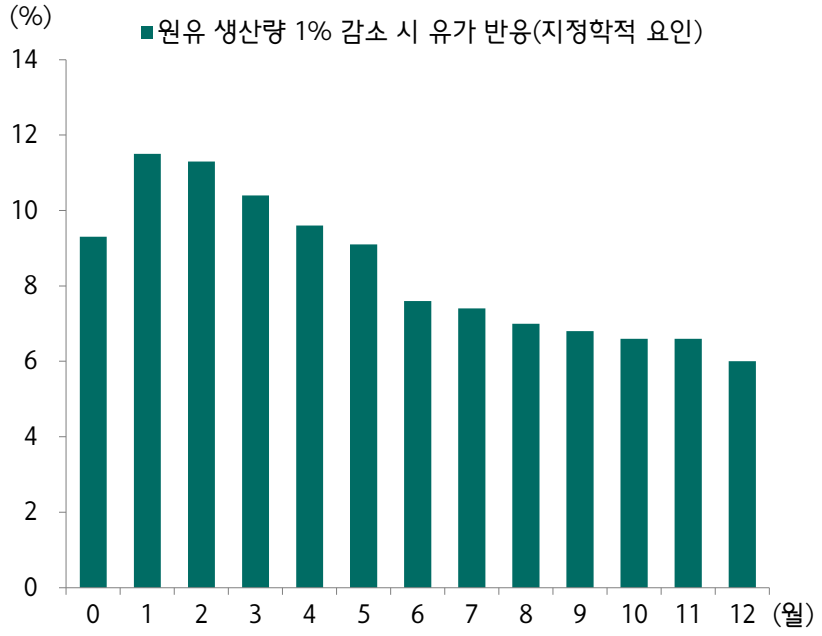


자료: LSEG, 하나증권

사상 최대 규모의 원유 공급 충격

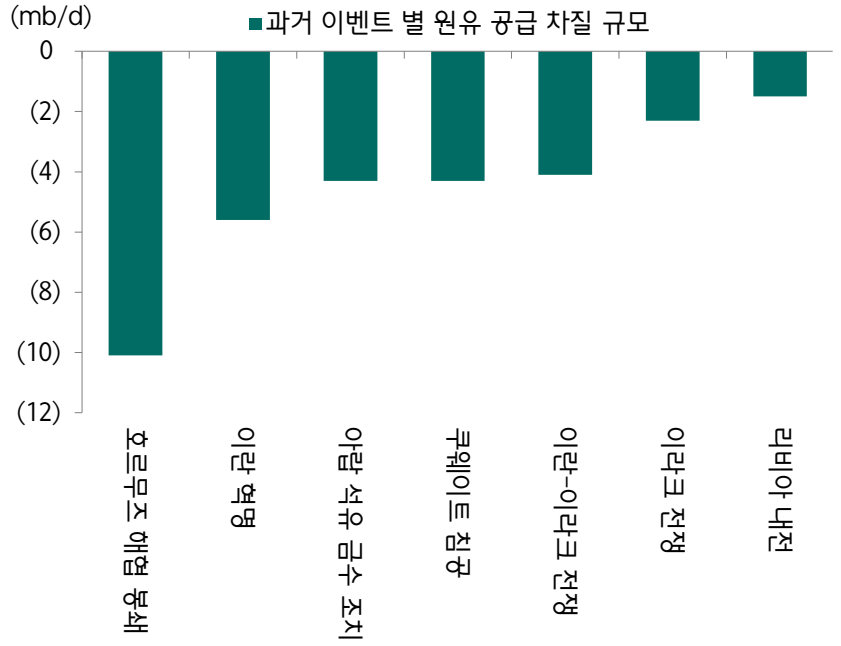
- 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 원유 공급 충격은 사상 최대 규모
- 원유 공급 차질 물량은 일일 1,000만 배럴 내외로, 글로벌 원유 수요의 약 10% 가량이 차질을 빚고 있는 것으로 추정. 이는 사우디와 UAE의 우회 파이프라인 가동, IEA의 전략비축유 방출, 러시아 등 한시적인 원유 제재 물량 도입을 감안한 규모
- 지정학적 리스크로 인해 원유 생산 차질이 발생할 경우 유가는 단기적으로 큰 폭 상승 후 점차 안정되는 흐름을 보이나, 중기적으로 고유가 국면은 다소 길게 유지. 단기 리스크 프리미엄 반영 외에도 중기적 원유 재고 수요가 유가 하단을 지지할 가능성

원유 생산 차질로 인한 고유가 국면은 다소 길게 유지될 가능성



주: 지정학적 요인으로 인한 원유 생산 차질 가정. 유가는 실질 가격 기준
자료: World Bank, 하나증권

호르무즈 해협 봉쇄로 인한 원유 공급 차질은 사상 최대 규모



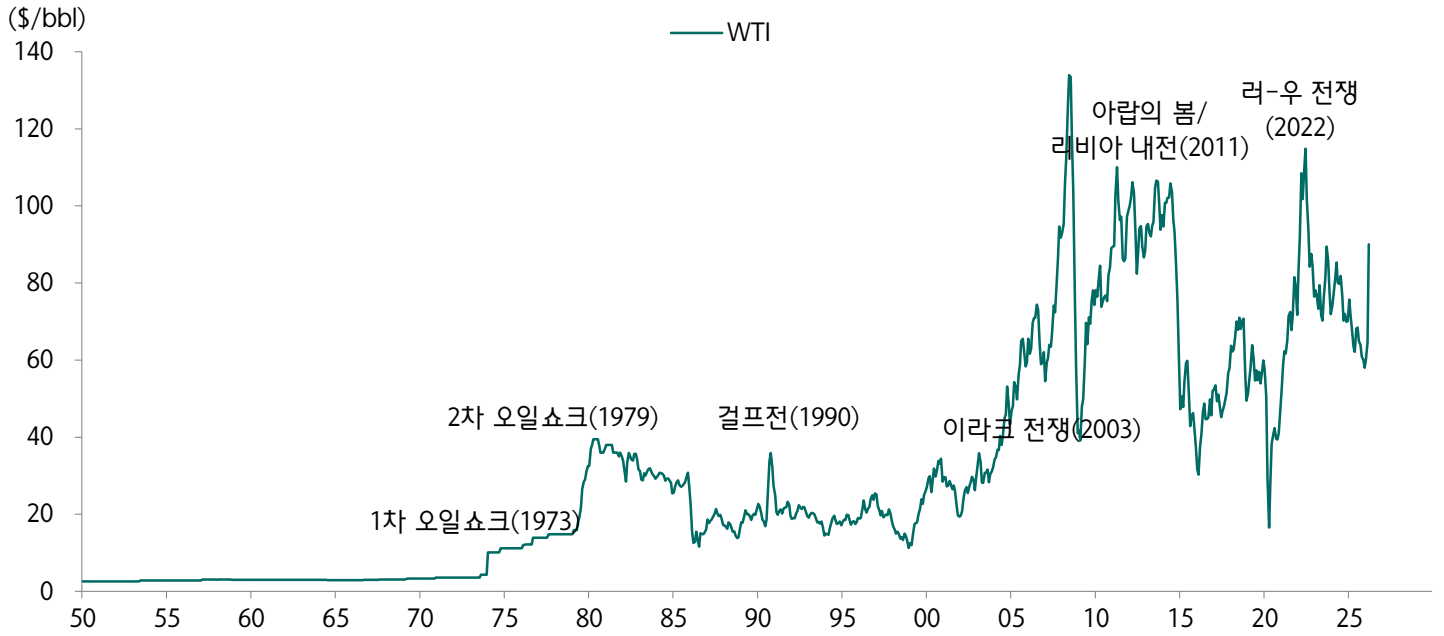
자료: World Bank, 하나증권

Economist 전규연

유가 안정을 결정하는 변수는 상승 폭이 아닌 공급 정상화 여부

- 군사적 충돌이 완화되기 시작하면 앞으로는 유가가 어디까지 안정될 수 있고, 안정되는데 얼마나 시간이 걸리는지가 관건
- 1970년대 1, 2차 오일쇼크 당시에는 OPEC의 금수조치, 이란-이라크 전쟁으로 인한 공급 차질 지속 등으로 고유가가 장기간 이어짐
- 반면 1990년 걸프전과 2011년 리비아 내전, 2022년 러-우 전쟁 당시에는 각각 전쟁 조기 종전, 사우디 증산 대응, 전략비축유 방출 및 수요 감소 등으로 공급 부족이 해결되면서 유가가 약 1~4개월 내에 안정

과거 지정학적 리스크 발생 당시 국제유가 추이



자료: FRED, 하나증권

원유 공급 정상화의 세 가지 변수

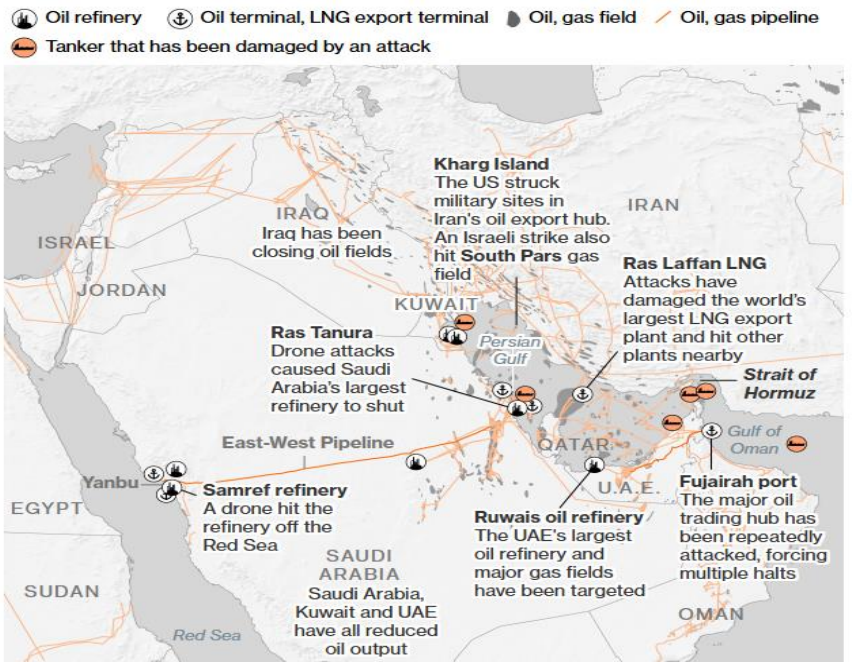
- 원유 공급 정상화의 세 가지 변수: 1) 호르무즈 해협의 안전 보장, 2) 중동 산유국들의 생산 재개, 3) 비OPEC 국가들의 증산 속도
- 1) 호르무즈 해협 통제에 대한 양국 갈등 완화 이후에도 완전한 해상 안전이 보장되기 전까지 선박들의 통항 회피 심리 이어질 소지
- 2) 중동 산유국들은 원유 생산을 늘리며 그간의 손해분을 만회하려 할 전망. 다만 가동이 축소된 유전은 금방 정상화가 가능하지만, 중단 후 재가동하는 경우에는 소규모 유전은 2~3주, 대형 유전은 4~5주 정도가 소요. 전쟁으로 인한 인프라 피해 영향도 상존

지정학적 리스크 이후 원유 공급이 정상화되면 유가 안정

이벤트	발생 시기	유가 고점	상승폭	시작 → 고점	고점 → 안정
걸프전	1990	$41.1	+99.8%	70일	109일 (~3.6개월)
리비아 내전	2011	$113.4	+33.4%	73일	96일 (~3.2개월)
러-우 전쟁	2022	$123.6	+34.1%	12일	29일 (~1.0개월)

자료: FRED, 하나증권

전쟁으로 인한 중동 에너지 인프라 시설 타격 고려해야

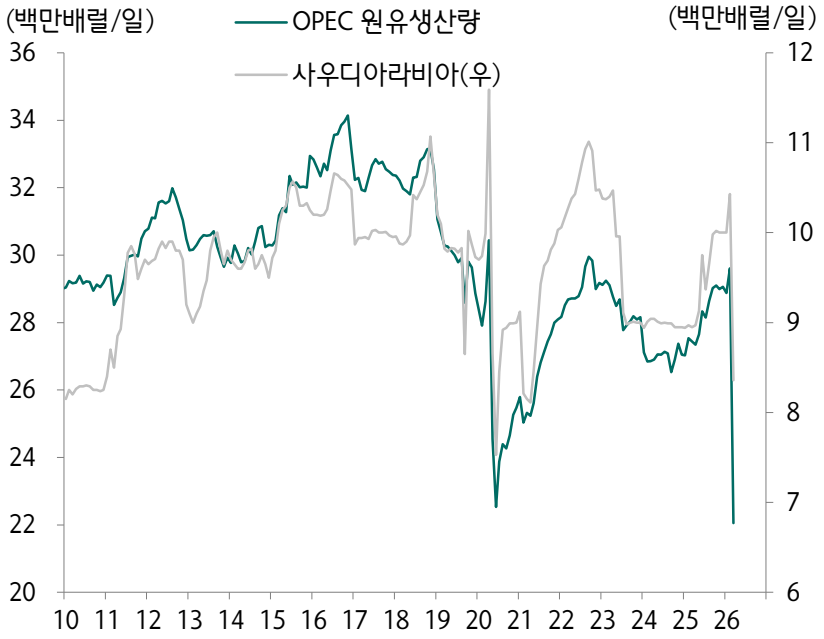


자료: Bloomberg, 하나증권

UAE의 OPEC 탈퇴, 각자도생 기조 심화를 예고

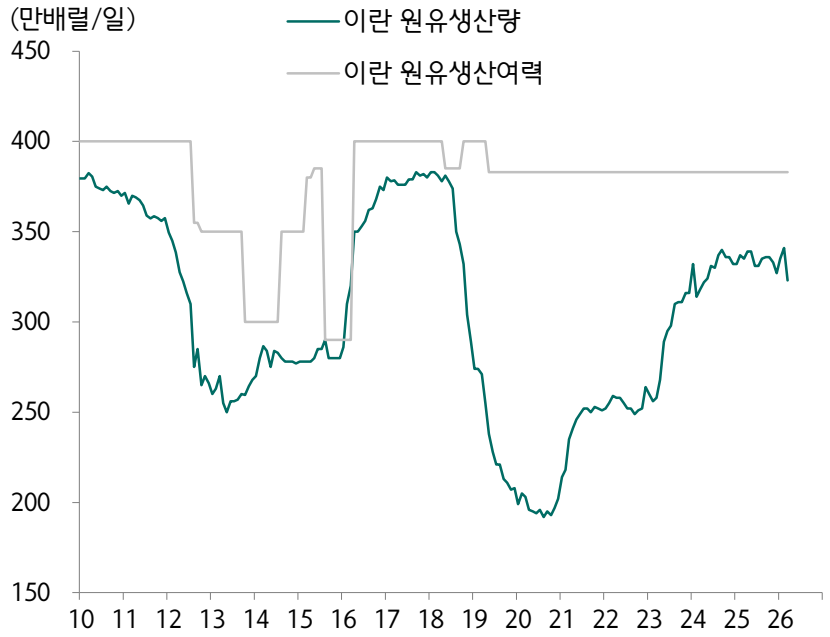
- 전쟁이 길어지면서 원유 저장시설이 부족해졌고, OPEC 3월 원유 생산량은 2월의 74% 수준으로 감소. 반면 이란의 원유 생산량은 전월의 95% 수준으로 크게 줄어들지 않은 상황. 선박 추적 데이터 상 이란은 지난 달 일일 170만 배럴 가량 원유를 수출한 것으로 추정
- OPEC 회원국 중 네 번째로 많이 원유를 생산하던 UAE의 OPEC 탈퇴 결정은 향후 중동 산유국들이 자국의 경제적 이익을 위해 각자도생 움직임을 강화할 가능성을 높이는 요소. OPEC+ 7개국은 6월부터 일일 18.8만 배럴 증산에 합의했으나, 내부 균열 가능성은 상존

OPEC 3월 원유 생산량은 전쟁 이전 대비 74% 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

이란의 원유 생산량은 전쟁 이전 대비 95% 수준으로 크게 줄어들지 않아

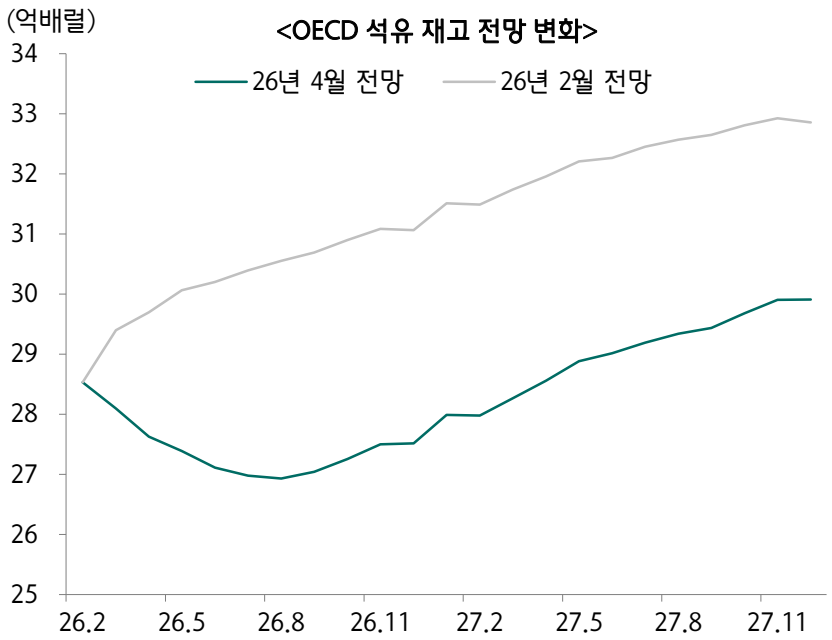


자료: Bloomberg, 하나증권

비OPEC 산유국들의 증산에도 불구 원유 공급 부족 국면은 당분간 이어질 것

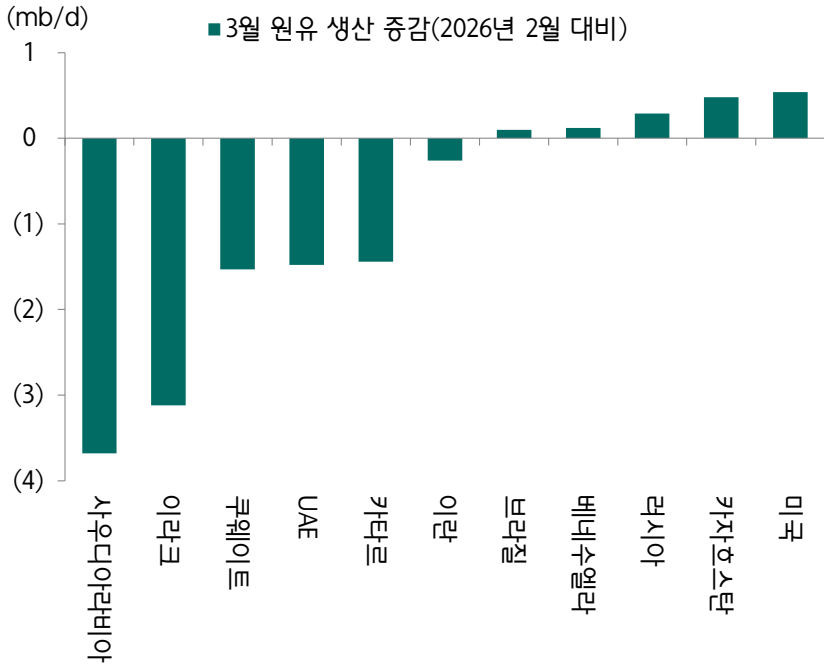
- 3) 한동안 공급 차질 국면은 이어질 수 밖에 없는데, 비OPEC 국가들의 증산이 이를 일부 상쇄해줄 것. 미국 셰일기업들은 전쟁 이후 업황에 대한 기대 심리가 커지고 있어 원유 생산을 점차 늘릴 가능성. 브라질, 가이아나 등 비OPEC 국가들의 증산 기조도 이어질 듯
- 단, OPEC이 전세계 원유 생산에서 차지하는 비중이 36%로 상당히 높은 만큼 비OPEC 산유국들의 증산은 공급 부족분을 다 메우지 못할 것. 전쟁 기간에 따라 달라지겠지만, OECD 석유 재고는 향후 6개월 이상 줄어들 가능성

OECD 석유 재고는 향후 6개월 동안 줄어들 가능성 높아



자료: Bloomberg, 하나증권

중동 지역의 원유 생산 감소, 미국, 러시아 등 여타 산유국은 증산

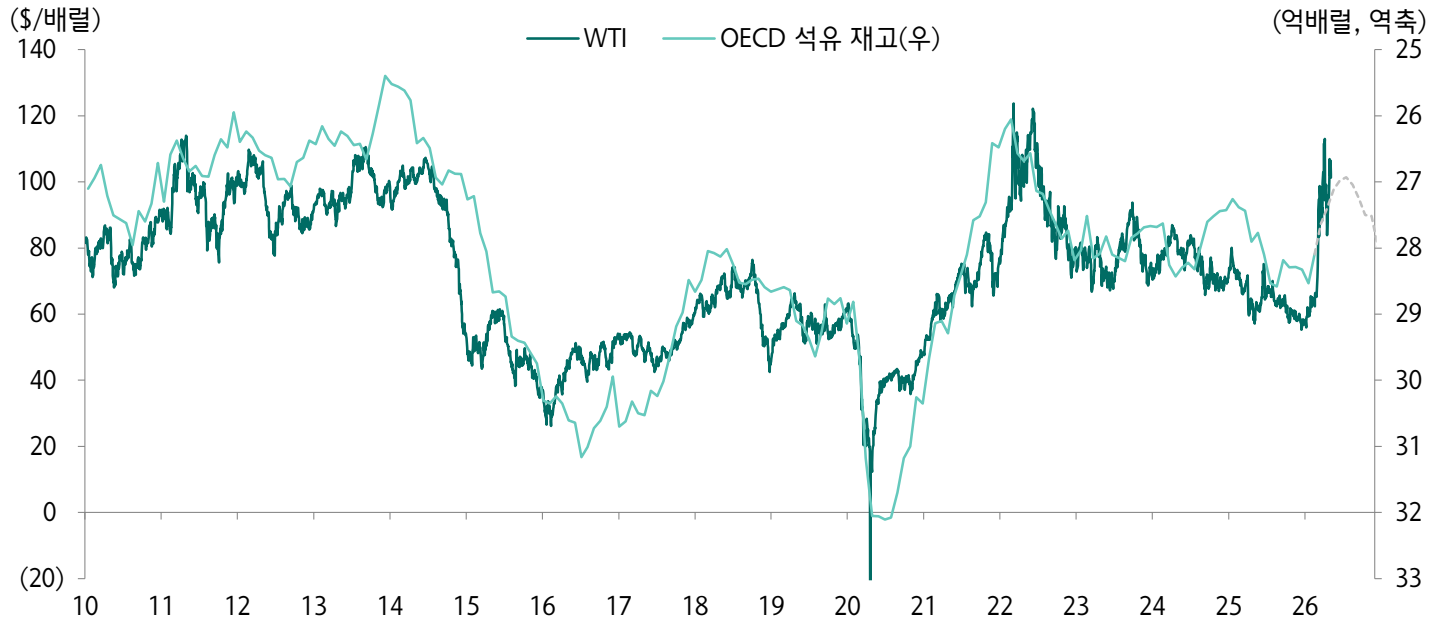


자료: World Bank, 하나증권

유가가 전쟁 이전 수준까지 안정되는 시점은 금년 4분기 경으로 예상

- 당분간 이어질 원유 공급 차질 및 재고 감소를 감안해 하반기 WTI 밴드는 배럴당 $70~$95 수준으로 제시
- OECD 석유 재고는 금년 3분기까지 줄어든 후 서서히 반등할 것으로 보이며, 이에 국제유가는 당분간 높은 수준을 유지할 듯
- 국제유가가 전쟁 이전 수준에 근접하게 안정되는 시점은 금년 4분기 경으로 예상

하반기 WTI 밴드는 배럴당 $70 ~ $95 수준으로 제시

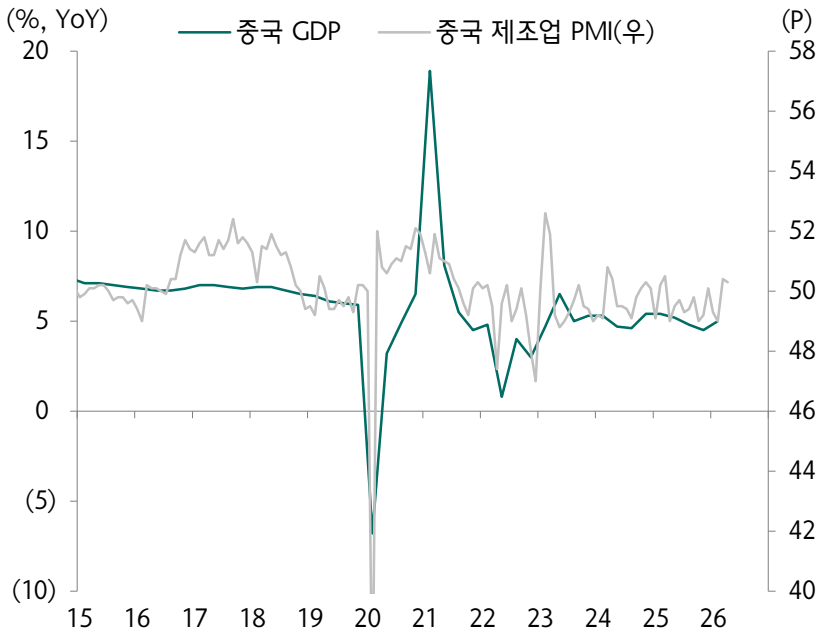


주: 회색 점선은 EIA 전망치 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

산업용 금속은 G2 경기가 중요

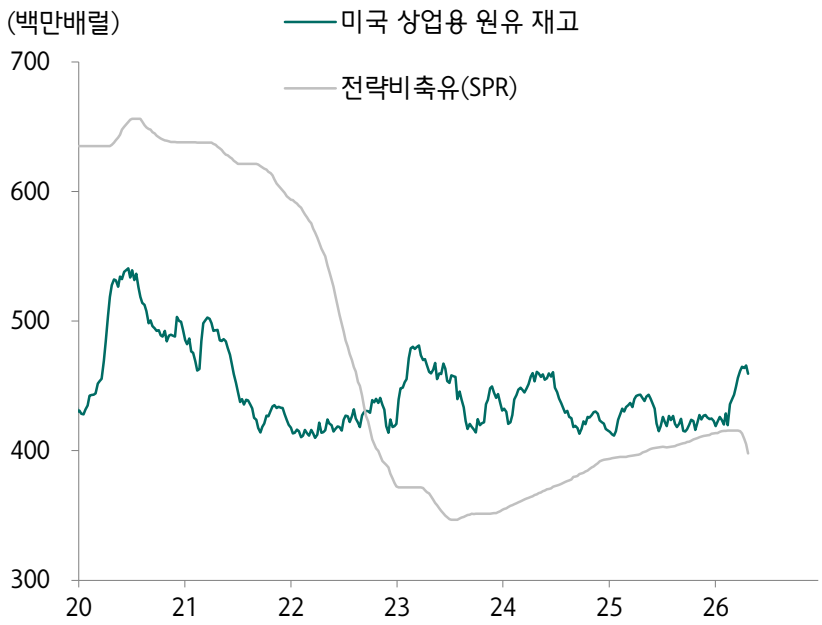
- 전쟁으로 인한 글로벌 경제의 하방 압력에도 불구하고 G2 경제가 양호한 흐름을 이어간다면 산업금속 수요는 견조할 것으로 판단
- 미국은 석유 순수출국으로, 이란 전쟁으로 인한 실질적 원유 공급 차질이 발생하지 않았기 때문에 실물 경제가 크게 훼손되지 않았을 가능성. 석유 재고도 충분한 수준을 유지하고 있음
- 중국은 이란산 원유를 많이 수입하고 있고, 러시아산 원유 의존도를 높이거나 석탄 발전을 통해 에너지원을 대체해 전쟁 영향 제한적

중국 1분기 GDP는 전년비 5.0% 성장



자료: LESG, 하나증권

미국 상업용 원유 재고는 높은 수준을 유지 중

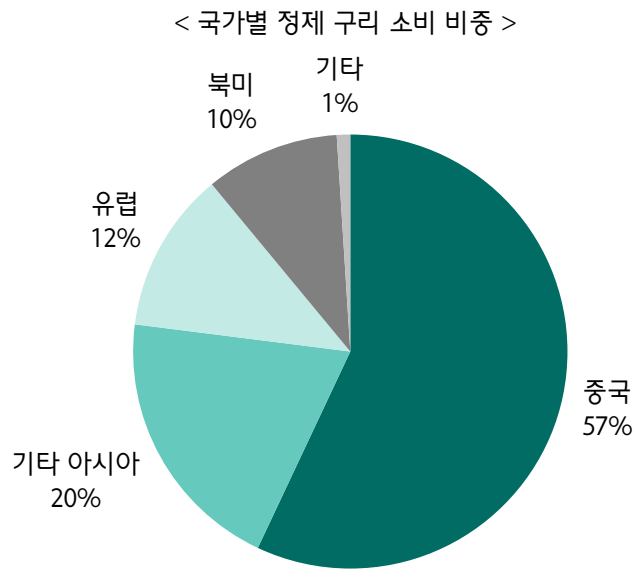


자료: Bloomberg, 하나증권

전기차와 AI가 이끄는 금속 수요

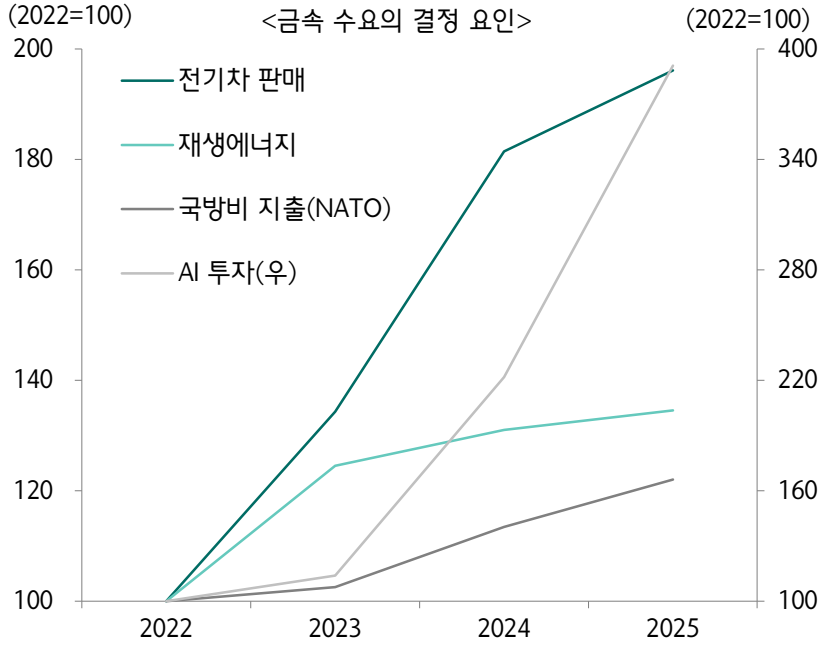
- 중국은 전세계 정제 구리 소비의 약 57%를 차지하는 등 산업금속의 독보적인 수요처. 건설과 전력망은 구리 수요의 가장 큰 원천이며, 전기차용 수요도 빠르게 증가하고 있음
- 구리 수요의 약 6% 내외를 차지하는 미국은 데이터센터용 구리 수요가 강하게 나타날 것으로 기대. 특히 AI 서버의 전력 요구사항이 더 높아지고 있어 구리 집약적인 장비 수요가 확대될 가능성이 높음. 중장기적인 구리 수요는 견조하게 유지될 것으로 기대

중국은 정제 구리 소비의 약 57% 차지



자료: Bloomberg, 하나증권

전기차 판매와 AI 투자가 금속 수요를 주도



자료: World Bank, 하나증권

안보자산으로서의 금속 수요도 중장기 동력

- 중국이 희토류를 비롯해 다수의 광물 공급망을 사실상 독점해온 가운데, 미국이 중국에 대한 핵심광물 의존도를 낮추고 공급망 안전성을 강화하기 위해 프로젝트 볼트(Project Vault), 핵심광물안보파트너십(MSP) 등을 신규 추진. 120억 달러 규모의 프로젝트 볼트는 비상 상황에 대비해 희토류, 리튬, 구리 등 핵심 광물 50종 60일치 분량을 미국 내 비축하는 것을 목표로 함
- 중국은 광물자원법을 개정하고 전략 광물의 수출 통제를 강화하며 핵심광물을 무기화. 현실적으로 중국으로부터 광물 공급망 자립이 어려운 만큼 안보자산으로서의 광물 수요는 장기적으로 이어질 전망

미국 프로젝트 볼트(Project Vault) 주요 내용

	주요 내용
발표일	2026년 2월 2일
정식 명칭	미국 전략 핵심 광물 비축 (U.S. Strategic Critical Minerals Reserve)
규모	약 120억 달러 (EXIM 100억 달러 + 민간 20억 달러)
운영 방식	공공-민간 파트너십 (국방부 비축과 별도, 독립 운영)
비축 대상	USGS 2025 핵심 광물 목록 60개 광물 (초기 희토류 중점)
수요 결정 방식	OEM 기업의 구매 약정 기반
설립 목적	중국 의존 탈피, 공급 충격·가격 변동성 완충, 국내 제조업 보호
주요 한계	의회 입법 없이 추진, 비축 수량·품목 세부사항 미확정

자료: 주요 언론, 하나증권

중국 광물자원법 개정 주요 내용(2025년 7월 시행)

분야	핵심 내용
국가 안보 강화	• 입법 목적에 국가 광물자원의 안보 확보 추가 (제1장 제1조) • 전략적 광물자원 비축 및 비상 대응 법적 근거 신설 (제5장)
경쟁 방식 광업권 양도	• 탐사권과 채광권을 통칭해 광업권이라고 정의 • 입찰·경매·공시 등 경쟁 방식의 광업권 양도를 법제화
광업권 등록·분리	• 광업권 물권 등록 및 탐사·채굴 허가를 분리하는 제도 도입 • 탐광권자의 광업권 보호를 위한 규정 강화
광업 손실 특별 규정	• 광업권자의 지역 생태 복원 의무 명문화 • 생태 피해 복구 이행 관련 법적 책임 강화

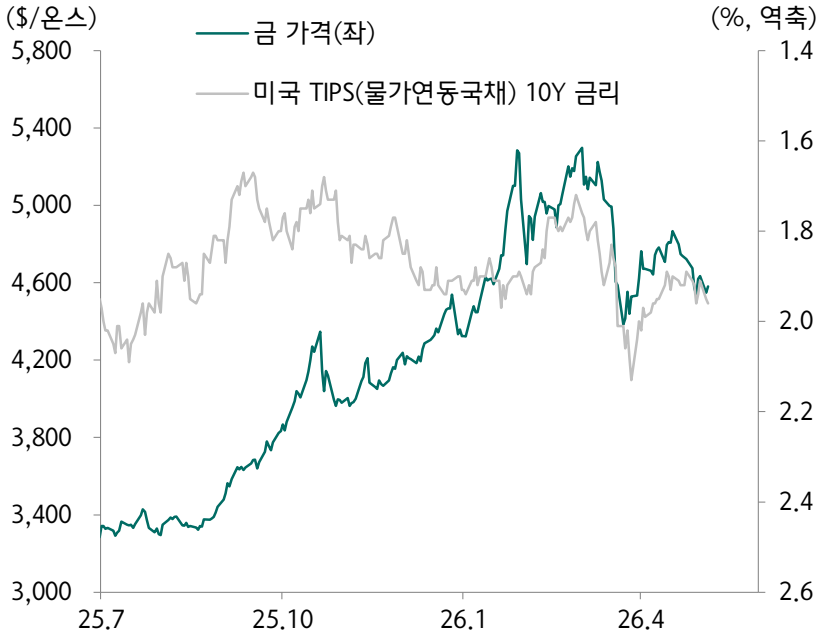
자료: KIEP, 하나증권

Economist 전규연

하반기 금 가격을 좌우하는 변수는 금리와 달러

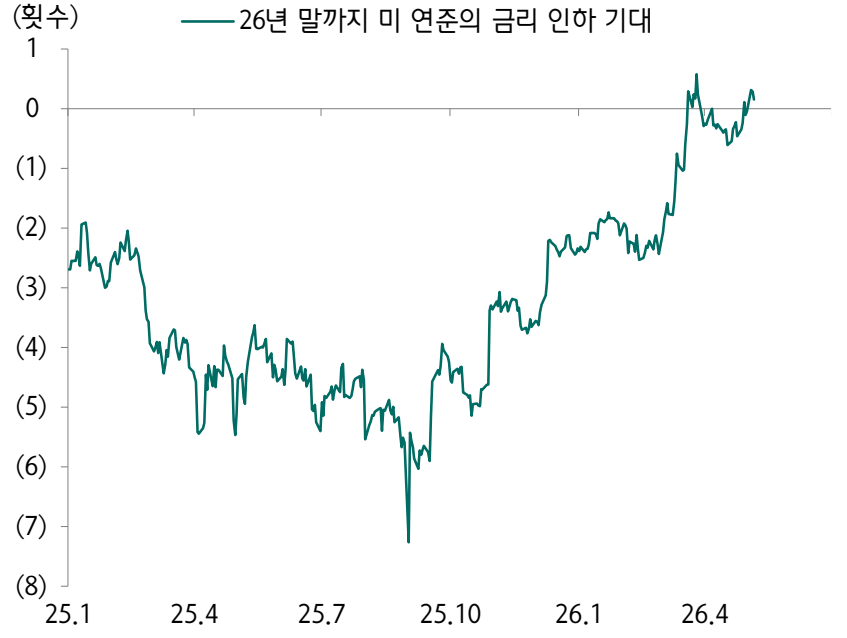
- 올해 상반기 금 가격은 극심한 변동성 국면을 시현. 특히 주목할 점은 이란 전쟁으로 인한 금융시장 불확실성 확대가 직접적인 금 가격 상승으로 이어지지 않았고, 유가 상승에 따른 금리, 달러의 움직임에 보다 연동되는 모습을 보였다는 점
- 하반기에도 금 가격의 향방은 금리와 달러 움직임이 좌우할 것. 금리선물시장은 미 연준이 연말까지 금리를 동결할 것으로 예상하고 있는데, 고용시장 취약성 등으로 연내 금리 인하 기대감이 반영되기 시작한다면 금 가격에 우호적인 환경이 만들어질 듯

2026년 들어 실질금리와의 상관성이 재차 높아진 금 가격



자료: LSEG, 하나증권

선물시장의 연내 미 연준 금리 인하 기대감은 소멸된 상황

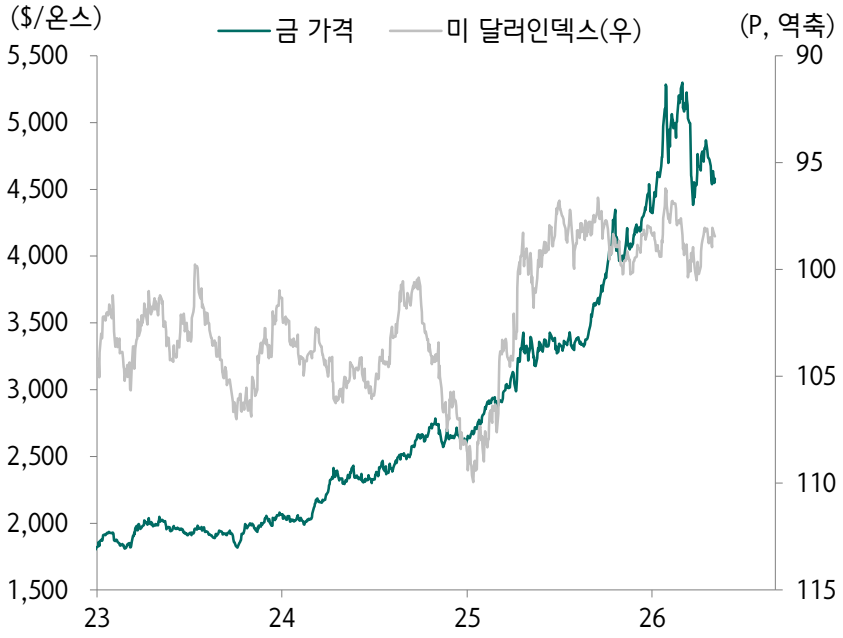


자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 미 달러 약세는 금 가격 상승을 지지할 전망

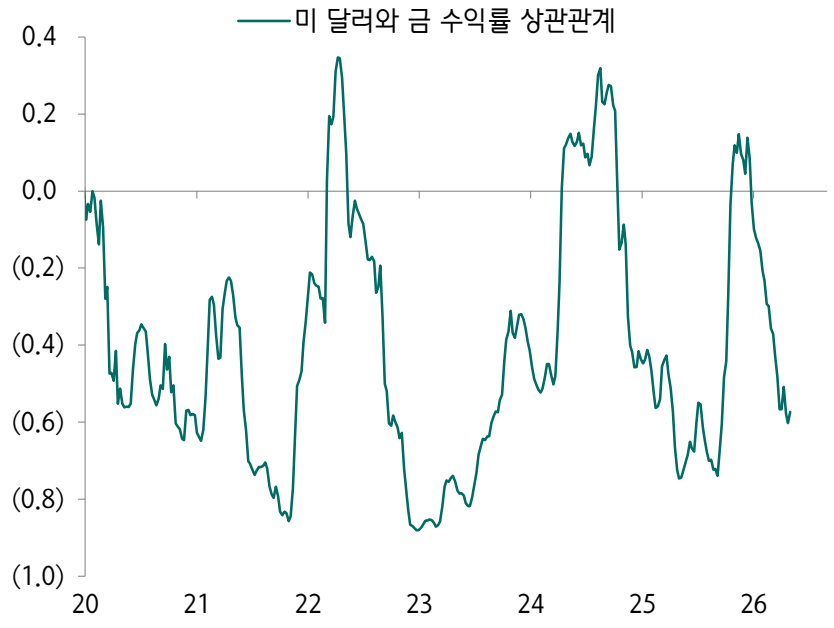
- 하반기 미 달러의 약세 움직임도 금 가격 상승을 지지하는 요인
- 미 달러와 금은 전통적으로 역(-)의 상관관계를 보이는데, 최근 상관계수의 마이너스 폭이 커지고 있음

하반기 미 달러 약세는 금 가격 상승을 지지할 전망



자료: LSEG, 하나증권

미 달러와 역상관성이 점차 높아지고 있는 금 가격

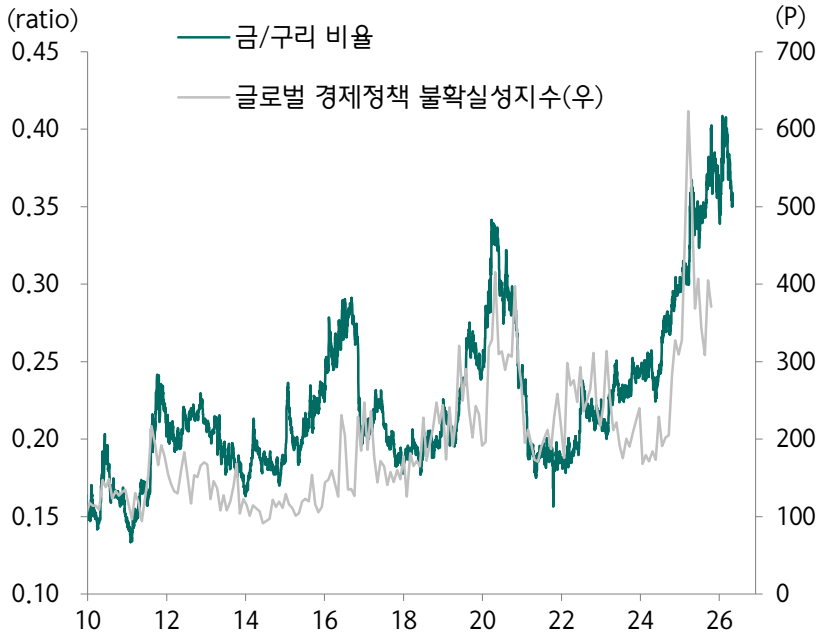


자료: LSEG, 하나증권

지정학적 리스크는 신흥국 중앙은행의 구조적 금 매입을 유도

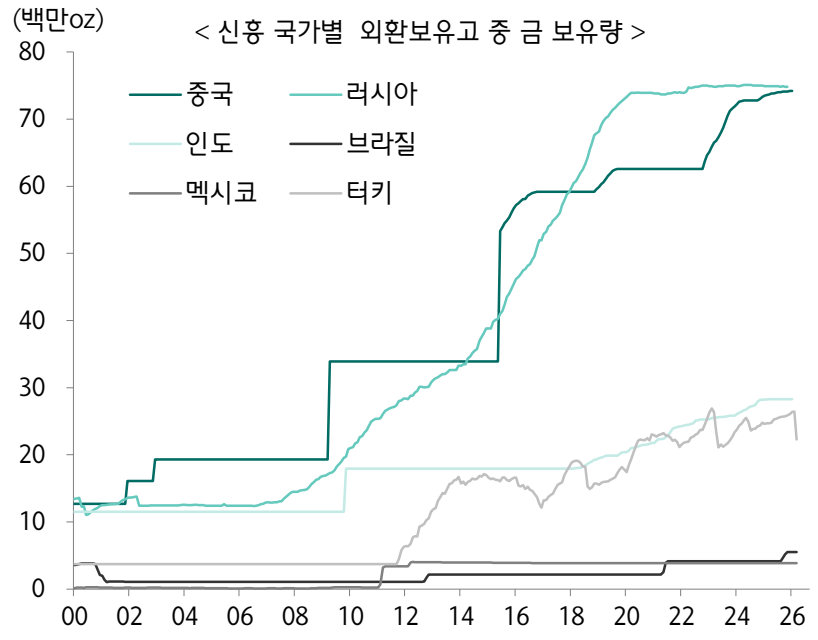
- 트럼프 집권 기간 중 글로벌 경제 불확실성은 주기적으로 부각될 소지. 자산배분 차원에서 안전자산 성격의 금 수요는 꾸준히 유입될 가능성 높음
- 지정학적 리스크와 대외 불확실성 고려 시 신흥국 중앙은행의 금 선호 현상이 지속되며 구조적인 금 매입세가 이어질 전망. 미국을 비롯한 서방의 금융 제재가 신흥국 중앙은행의 금 매입을 이끌면서 중국, 러시아의 금 매입 움직임 지속

주기적으로 부각되는 불확실성 고려 시 안전자산 성격의 금 수요 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

대외 불확실성 고려 시 신흥국 중앙은행의 금 매입 기조는 유지될 것

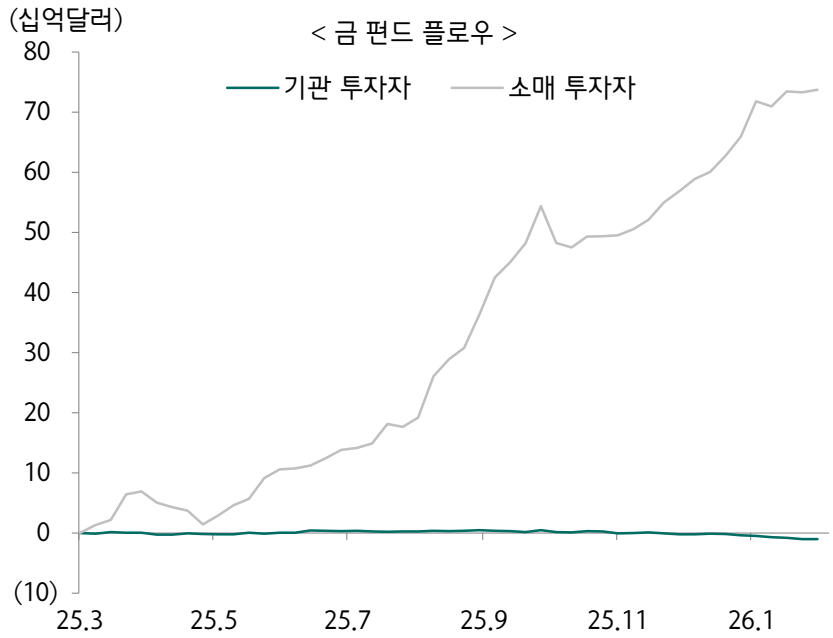


자료: LSEG, 하나증권

투기적 수요 유출 과정 속 변동성은 불가피

- 금 가격 상승 랠리가 장기간 펼쳐지자 ETF, 선물시장 등을 통해 소매 자금이 급격하게 유입되며 과열 장세를 유도
- 2025년 이후 기관 투자자들은 금 포지션을 안정적으로 유지하거나 익스포저를 줄인 반면 소매 투자자들은 금 매입을 가파르게 확대
- 선물시장에서도 CFTC에 보고 의무가 없는 소규모 계약 건(Non-reportables)들의 금 선물 순매수 금액이 가파르게 증가했다가 금 가격이 하락하자 포지션 정리가 진행되는 중. 투기적 수요 유출 과정 속 금 가격 변동성은 불가피할 듯

금 가격 상승을 이끈 주체는 소매 투자자들



자료: BIS, 하나증권

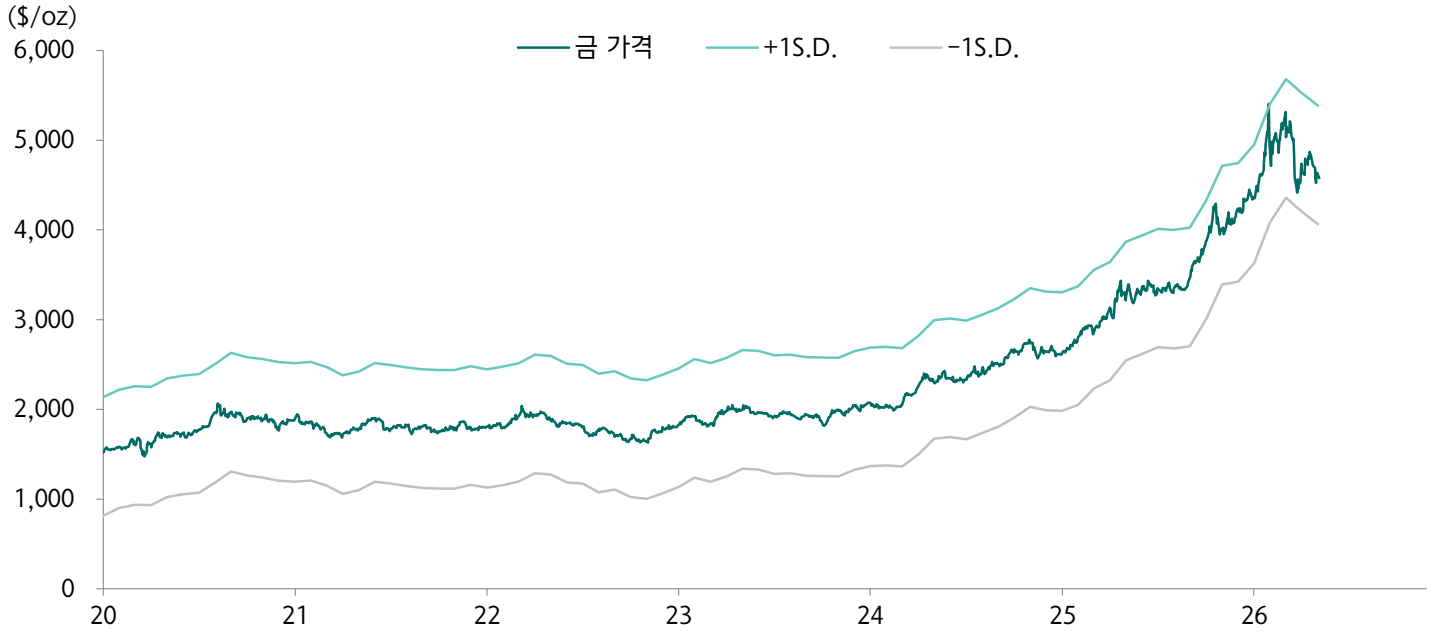
금 선물시장의 소매 투자자 추정 자금의 순매수세 약화

자료: LSEG, 하나증권

금 가격은 완만한 상승 흐름 기대하나 잦은 변동성 유의

- 금 가격은 완만한 상승 흐름 기대. 하반기 미국 금리 인하 기대감 부상 및 미 달러 약세 움직임은 금 가격에 우호적으로 작용할 듯
- 주기적으로 나타나는 지정학적 리스크와 금융시장 불안, 신흥국 중앙은행의 구조적인 금 매입 움직임도 중장기 우상향 요인. 다만 투기적 수요 유출로 인한 변동성 국면은 유의할 필요
- 하반기 금 가격 밴드는 온스당 $4,100 ~ $5,300 수준으로 제시

하반기 금 가격 밴드는 온스당 $4,100 ~ $5,300 수준으로 제시



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.