

IBKS Economy Outlook

Peril Point:

이번 경기사이클은 어떻게 막을 내릴까?

Economist

정용택

02) 6915-5701

ytjeong0815@ibks.com

RA

김예슬

02) 6915-5526

chchu93@ibks.com

Jun/Jul 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

✓ 무엇을 불안하게 보는가?

▶ 투자가 견인하는 경기와 심화되는 양극화, 깊어지는 양극화에서 고조되는 불안

자본 투자가 성장을 견인하는 경제 ▶ 미래에 대한 불안이 견인하는 투자

- GDP 구성 요소 중 가장 눈에 띄는 것은 설비투자 지표의 가파른 상승세
▶ 공격적인 투자가 전체 미국 경기를 이끌어 가는 흐름
- 과열 논란 있지만 대규모 자본을 소모하는 AI 투자가 중심에 있고 관련 공급망 등에 대한 투자 뒤따름
- 투자와 경쟁에 집중하는 이유 ▶ 세계화 종료 하지만 새로운 패러다임은 아직
▶ 미래와 진영을 선점하기 위한 경쟁 국가 간 기업 간 치열한 경쟁도 작용

고용 없는 과열된 경기

▶ 기술변화가 지식자본 중심으로 이동하며 투자가 고용과 소비를 견인하지 못하는 경제

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

심화되는 양극화 ▶ 하위에 누적된 부담이 경기와 시장의 발걸음을 늦추고 결국 주저앉게 만들

- 자본과 노동, 노동과 노동, 자본과 자본
▶ 추세적으로 확대되고 있고 주목할 필요가 있는 것은 노동과 자본의 양극화
- 노동분배율과 경제성장률의 장기추세는 같이 가지만 단기적으로는 반대로 움직임 ▶ 비용절감과 투자 증가가 단기 성장률에 먼저 반영되기 때문 ▶ 최근에는 투자 기여도 높아지면 성장률과 격차 크게 확대
- 양극화는 경상소득보다는 자산소득에 더 긍정적 ▶ 미국 노동소득분배율과 경상소득대비 순자산 배율은 1980년 이후 장기추세와 단기 순환 모두 역의 역의 상관관계를 가짐
- 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 확대시킴

Executive Summary

✓ 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

▶ 호황의 그늘에서 자라 경기의 발목을 잡는 신용위험

미국 사모신용위험은 어디서 왔을까? ▶ 심화되는 양극화로 인해 수면 아래서 팽배해지는 신용위험

- 불안을 키우는 미국 사모 대출 우려 ▶ 빠르게 증가한 규모와 눈에 띄게 늘어나는 부실은 과거 신용위기의 기억을 자극 ▶ 중요한 것은 이유
- 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

‘FOMO’가 자금시장 불안을 가중시킨다?

▶ 소외된 산업과 금융시장 유동성을 더 압박하는 AI기업으로의 자금 쏠림

- AI 투자로 인해 우려가 증폭되고 있으나 실제 파산은 양극화의 소외된 부분에서 발생하고 있고 신용등급 하향도 미래에 대한 기대보다는 현재의 부실에 기반하고 있다는 점
- 2026년 하반기 유례없는 대규모 IPO ▶ 시장 참여자들은 주식시장 상승 랠리 지속 여부에 관심. 하지만, 더 중요한 것은 막대한 자금이 소수의 기업에 몰린 후 자금 시장과 경제는 어떻게 될 것인가?
- 대규모 IPO는 순환적인 경기지표나 GDP 성장률 고점을 약간 선행 ▶ 자금시장에서 소수 기업에 대규모 자금이 잠기게 됨에 따라 자금 시장의 유동성 상황은 경색되고 이는 다른 기업들의 자금 조달 스트레스를 증가시키고 금리를 상승시킴

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 은행들의 NBTI 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 중소형 은행의 영업 환경 그리고 구조적인 문제

Executive Summary

이번 국면만의 현상인가? ▶ 경기 사이클의 또 다른 이름은 신용위험 사이클

- 신용여건 악화는 GDP 둔화를 가속화시키는 요인: 자금 조달 스트레스 ▶ 신용위험 현실화 ▶ 경기침체
- 신용스프레드와 경기국면은 대칭적 관계 ▶ 경기둔화는 기업 수익성을 위축시키고 외부자금 조달 필요성을 늘림으로써 채권 조달 스트레스를 증가시킴
- 미국 기업의 기록적인 이익 증가율은 구조적인 호황을 맞은 소수 IT 기업들의 이익이 전체를 견인하며 크게 상승. 하지만 전체 경제환경은 기업 수익성이 개선되는 환경이 아님을 의미 ▶ 크게 심화된 자본 간 양극화의 단면을 보여줌
- 신용 상황은 투자의 방향을 결정 ▶ 투자 수요가 투자를 결정하는 한 축이라면 그 반대편에 있는 축은 투자자금 조달 여부임. 자금 조달 여건을 의미하는 신용 상황은 당연히 투자 결정에 중요한 영향을 미침. 향후 SI투자가 조정국면에 들어가거나 위축된다면 SI 수요에 대한 부분이 아니라 자금 조달 여건의 변화가 원인이 될 것으로 판단

✓ 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나? ▶ 4.9% or 5.2% ?

중립금리 ▶ 팬데믹 이후 구조적 변화를 반영하지 못하는 중립금리

- 현재 연준 기준금리는 중립금리 밴드 상단 위에 머물고 있음
▶ 중립금리를 기준으로 보면 통화정책이 긴축적이라는 의미
- (Richmond 연은 중립금리 + DKW 기간 프리미엄) + 표준편차 = 3.94%

적정금리: 기저물가+기저기준금리+기간프리미엄 ▶ 적정금리 4.03%, STD band 2.77~5.29%

- 경기변곡점의 임계선 역할을 하는 적정금리 ▶ 투자와 기업이익 모멘텀에도 영향을 미침
- 과거 흐름을 보면 시장 금리가 빠르게 적정금리 밴드 상단에 접근하면 금융상황이 빠르게 불안정해지고 금융시장 스트레스 빠르게 상승 ▶ 금융상황 불안정과 자금조달 스트레스 상승은 시차를 두고 연체율 상승으로 연결

추세금리: 5년 평균, 경제주체들이 익숙해져 있는 금리 ▶ 3.56%, STD band 2.14%~4.97%

- 익숙해진 자금 조달 금리를 시장 금리가 크게 벗어날 때 credit crunch가 발생할 것이라는 아이디어로 작성. 5년 평균 금리를 추세 금리로 판단
- 추세금리는 경기 국면의 변화를 예고하는 임계점의 역할을 수행

Executive Summary

✓ 금리는 임계점을 넘어설까?

➔ 만성화되는 고물가, 기간 프리미엄의 확대

무엇이 미국 시장 금리를 상승 시키고 있나?

➔ 물가에 대한 우려가 대부분, 하지만 뚜렷하게 비중을 늘리고 있는 기간 프리미엄 주목

- 팬데믹 이후 높아진 미국 금리의 가장 큰 비중을 차지하고 주된 영향을 끼친 요인은 인플레이션임. 하지만, 금리에서 차지하는 인플레이션 비중이 더 이상 증가하지 않는 상황에서 트럼프 집권 이후 본격적으로 비중을 늘려 가는 것은 기간 프리미엄

연준은 트럼프나 시장기대만큼 금리를 올릴 수 있을까? ➔ 심화되는 양극화와 어려워지는 금리결정

- 금리 인상 명분으로 작용하는 유가 상승과 물가 압력 vs. 과거 금리 인하 상황을 연상시키는 고용시장
 - ➔ 물가와 고용을 같이 고려하는 New Misery Index는 하락 추세 ➔ 유가에 자극 받은 물가가 금리 인상 압박으로 작용하고 있지만 양극화 심화로 인한 부진한 고용지표가 생각보다 강하게 발목을 잡고 있는 모습
- 미국 GDP Gap ➔ 내년 이후 디플레 갭으로 전환

기대인플레이션이 안정될 수 있을까? ➔ 종전 후 유가 하락해도 고물가 지속될 가능성

- 적극적인 유동성 공급의 이면, 높은 물가
- 트럼프 관세로 인한 영향은 2025년 하반기에 이어 2026년에도 여전히 반영 중
- 전쟁이 종료되고 유가가 하락한 후에도 물가는 상당기간 높은 수준을 유지
 - ➔ 공급망 따라 연계된 가격이 조정되는 데는 시간이 걸리기 때문

더 주목해야 할 상승 압박 요인은 무엇인가? ➔ 가파르게 증가하는 재정적자

➔ 하반기 이후 장단기금리차 확대 가능성 주목

- 계속해서 늘어나는 재정 부담 ➔ 위기 대응, 심화되는 불확실성, 전쟁 등
- 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

✓ Epilogue: 왜 미국 이야기만 하나?

1

투자가 견인하는 경기와 심화되는 양극화, 깊어지는 양극화에서 고조되는 불안

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

1-1

미래에 대한 불안이 견인하는 투자

I. 무엇을 불안하게 보는가?

- ➔ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➔ 고용 없는 과열된 경기
- ➔ 심화되는 양극화
- ➔ 양극화와 유동성 그리고 자산시장

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

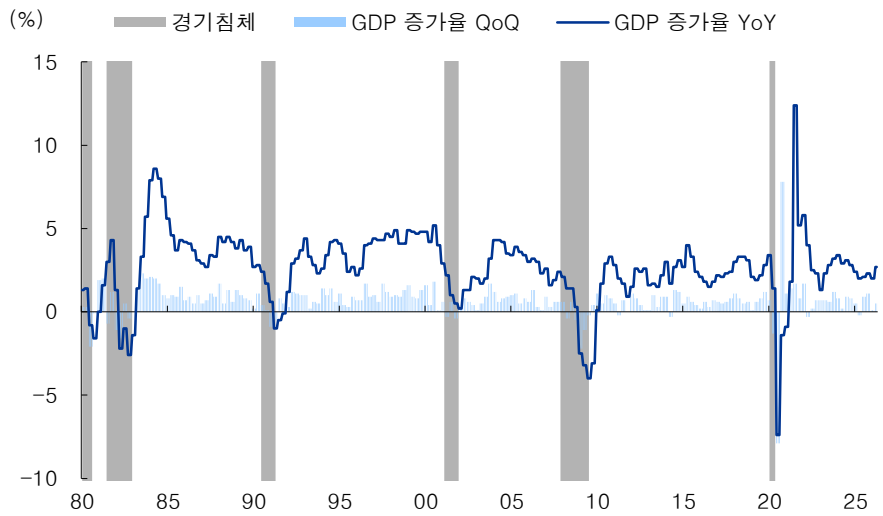
III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

V. Epilogue

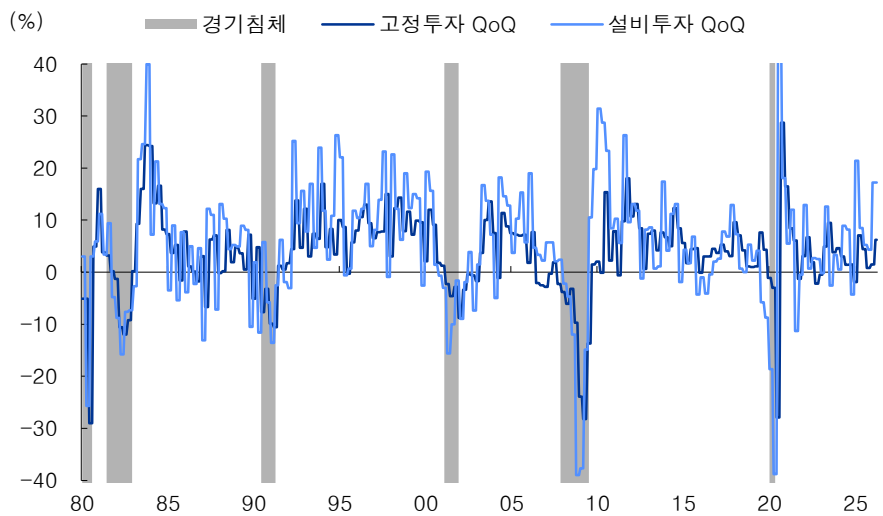
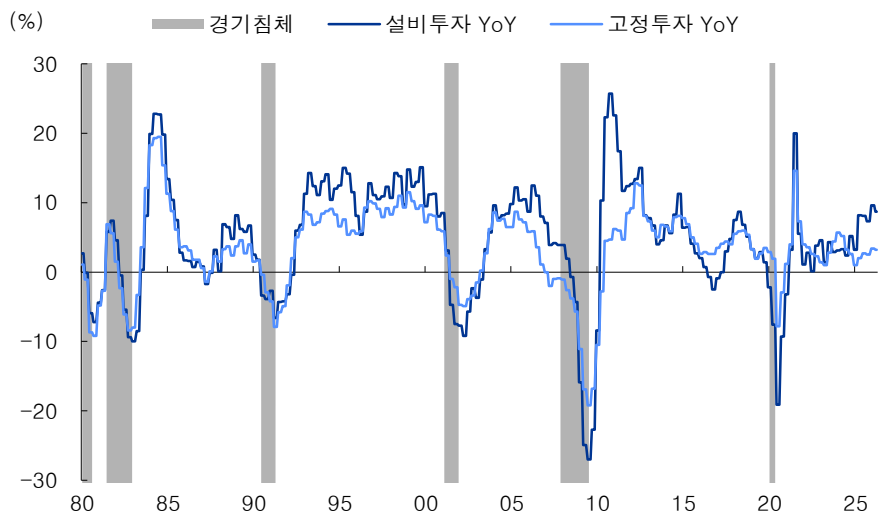
투자가 견인하는 미국경제

2025년에 비해 조금
둔화되는 모습이지만
미국경제 성장률은
2024년 이후 지속적으로
잠재성장률을 상회하며
높은 성장세 유지 중



구성 요소 중 가장
눈에 띄는 것은
설비투자 지표의
가파른 상승세

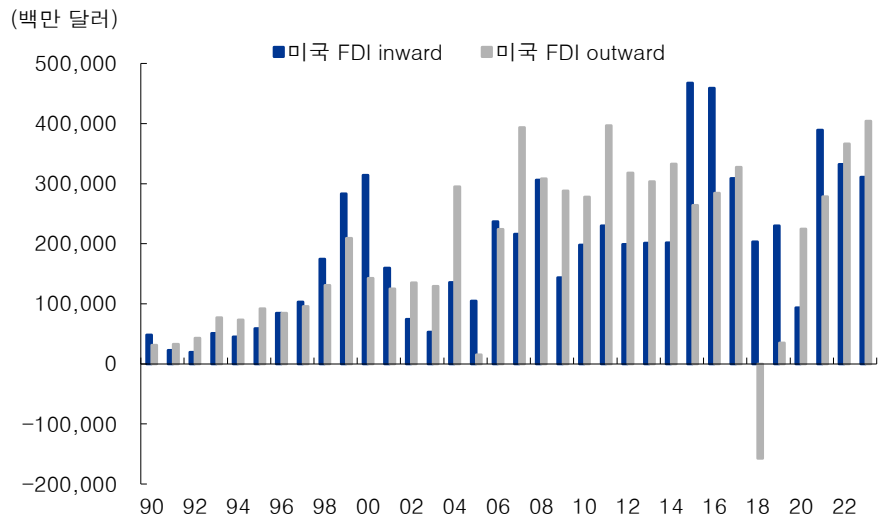
▶ 공격적인 투자가
전체 미국 경기를
이끌어 가는 흐름



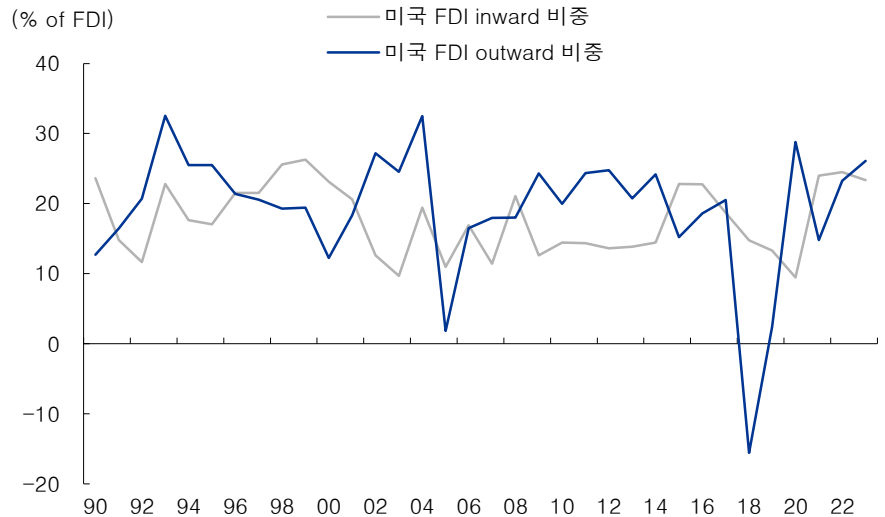
자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

2018년 이후 미국 FDI는 상승 추세로 전환

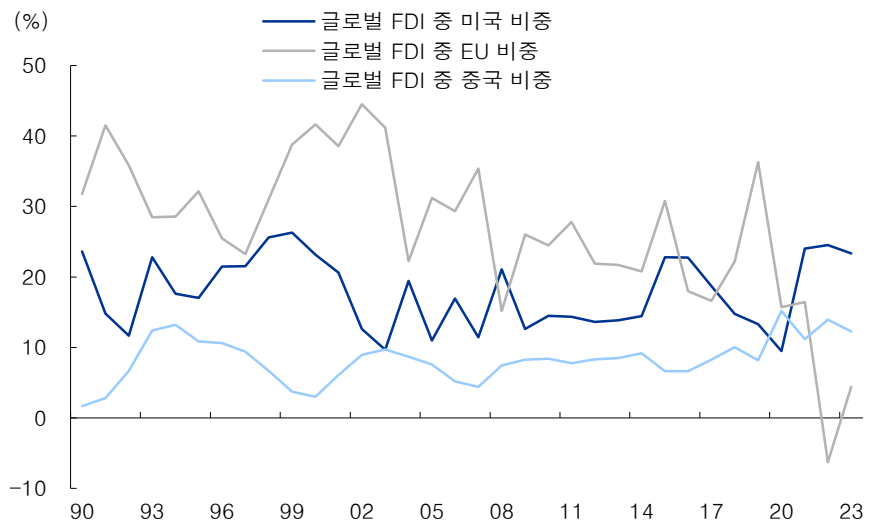
2018년 미국과 중국의 1차 무역전쟁은 세계화 시대가 마무리되고 분절화가 본격적으로 시작되는 분기점 역할



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

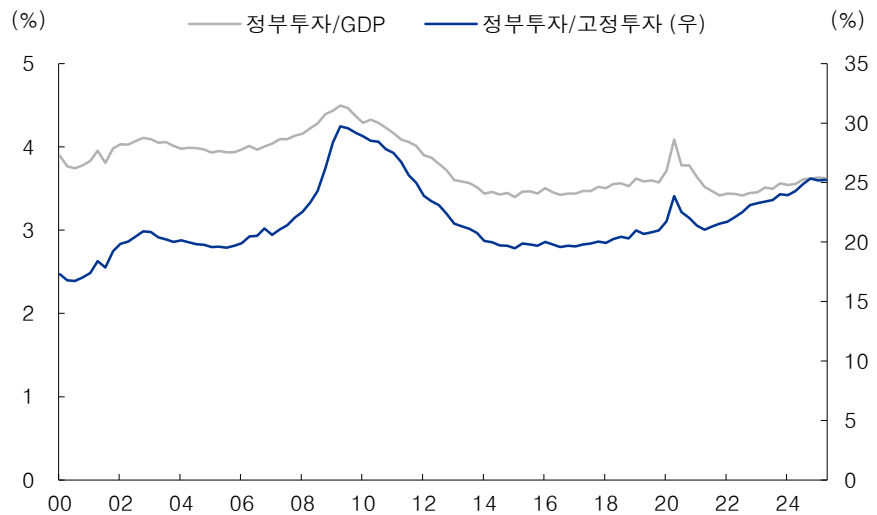
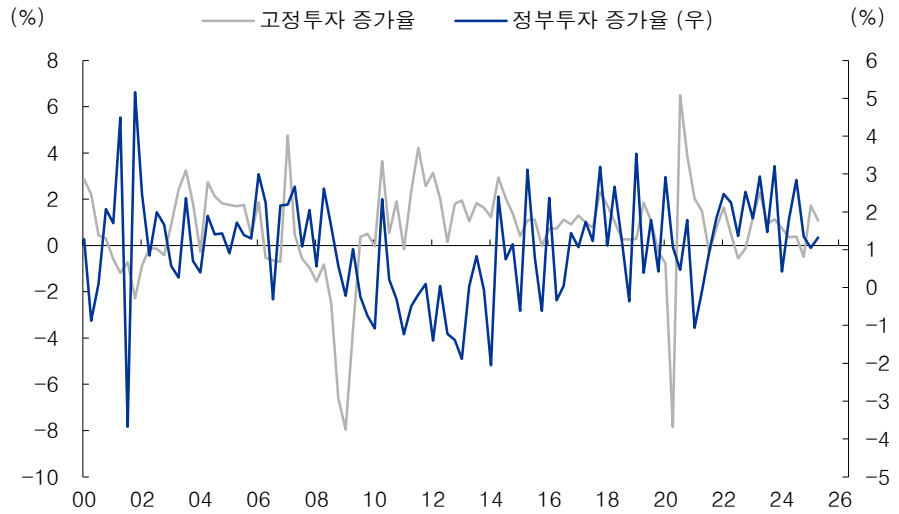


자료: UNCTAD, OECD, IBK투자증권

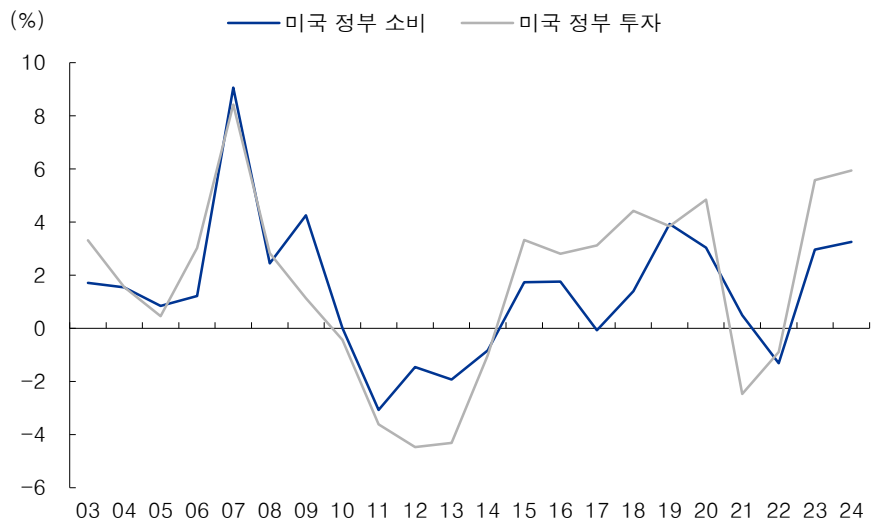
적극적인 재정지출도 투자를 이끌어 가는 요인

정부투자가 전체 고정 투자를 이끌어가는 미국

전체 고정투자에서 정부투자가 차지하는 비중 빠르게 증가



정부가 적극적으로 역할을 하는 시대



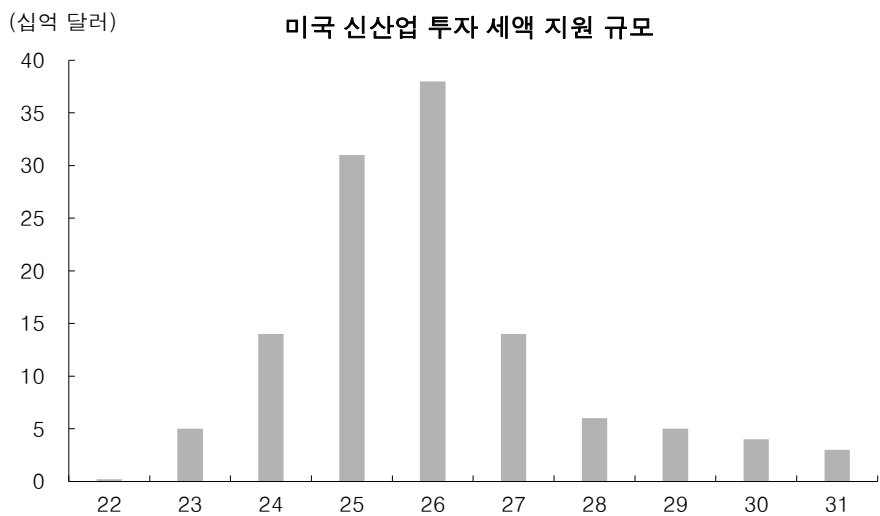
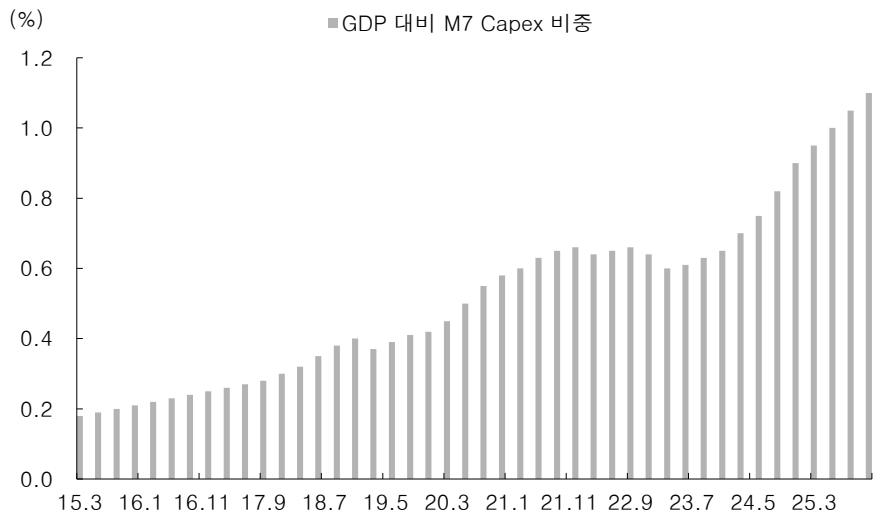
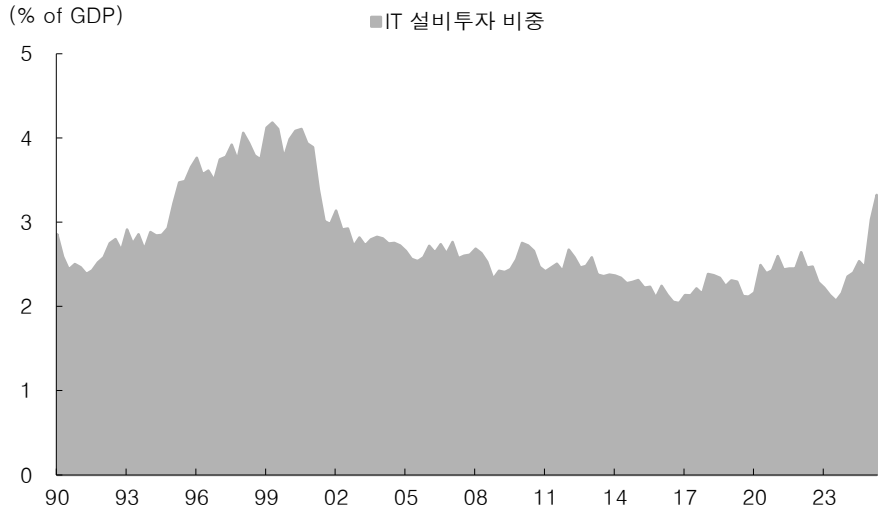
자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

가장 중요한 동인은 신산업에 대한 투자

시나 연관 미래 산업에 속한 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

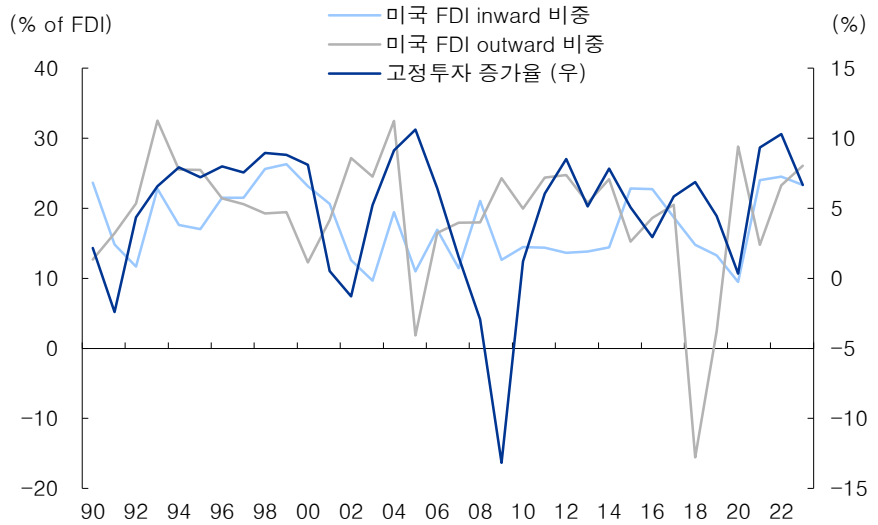


자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

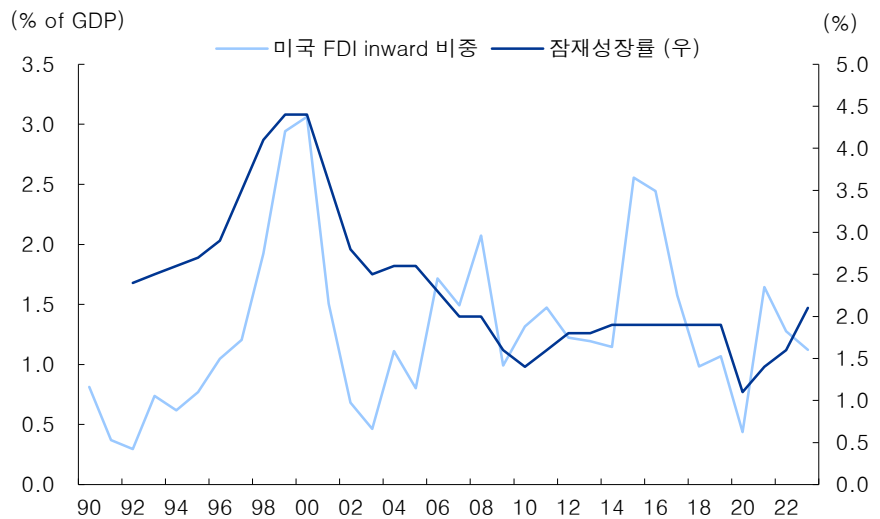
투자 이유는 결국 잠재성장률과 연결되기 때문

세계 최대의 투자국이자
선진국인 미국도 FDI
증가는 높은 고정투자
증가율과 연결됨

결국 FDI는 미국에서도
성장 잠재력에 영향을
미침

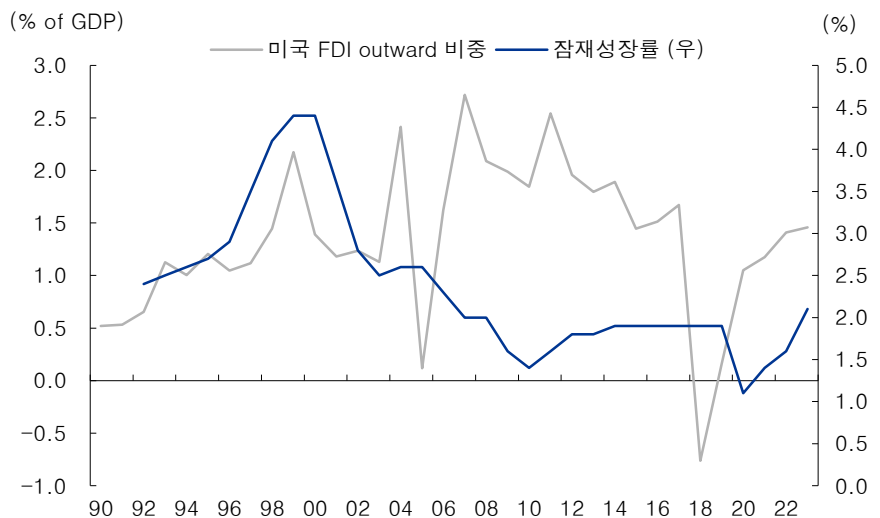


소비와 투자소득수지의
비중이 높은 만큼
대외직접투자가 단기적인
경제성장률에 더 영향을
많이 미치지만 비중은
적더라도 미국 내에
고정자산이 축적되는
Greenfield 중심의 FDI는
장기간 누적적으로 미국
경제에 영향을 미친다는
의미



Outward FDI 투자는
단기 경제성장률과 달리
잠재성장률과는 별 관계를
형성하지 못함

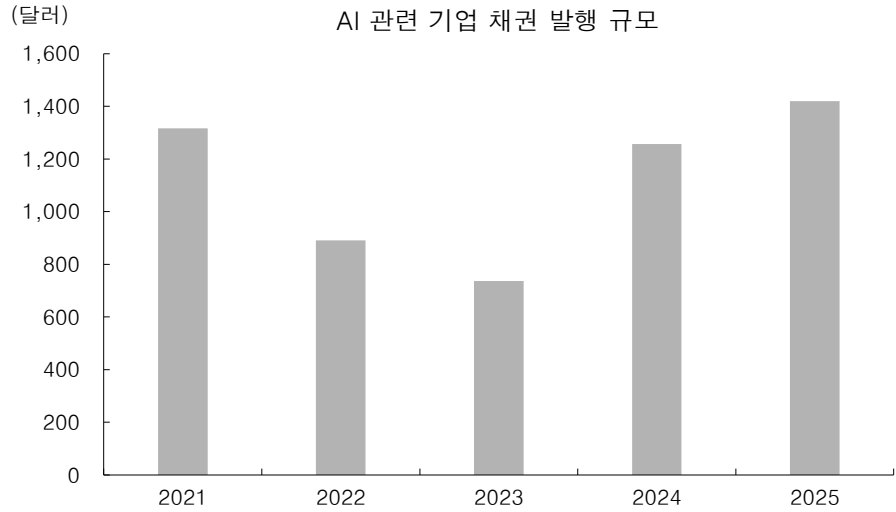
2017년 이후 미국 투자
정책이 대대적으로
투자유치 쪽으로 바뀌게 된
이유



자료: Bloomberg, UNCTAD, OECD, IBK투자증권

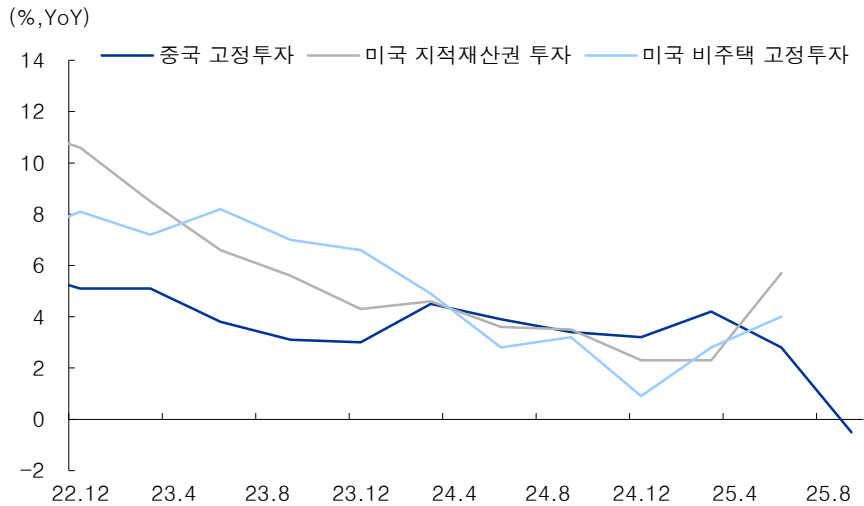
그리고, 미래와 진영을 선점하기 위한 경쟁

금융시장의 자금도
빠르게 빨아들이고 있음

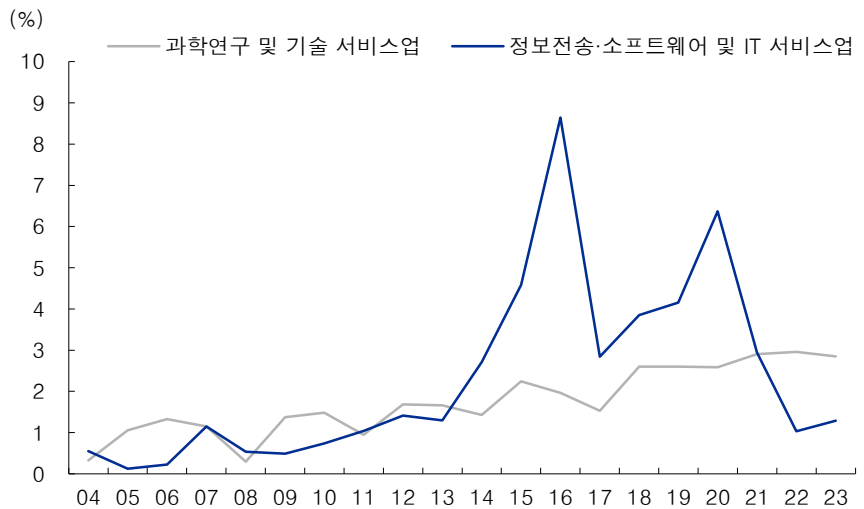


미국과 중국의 치열한
경쟁

지적재산에 대한 투자가
두드러지는 미국



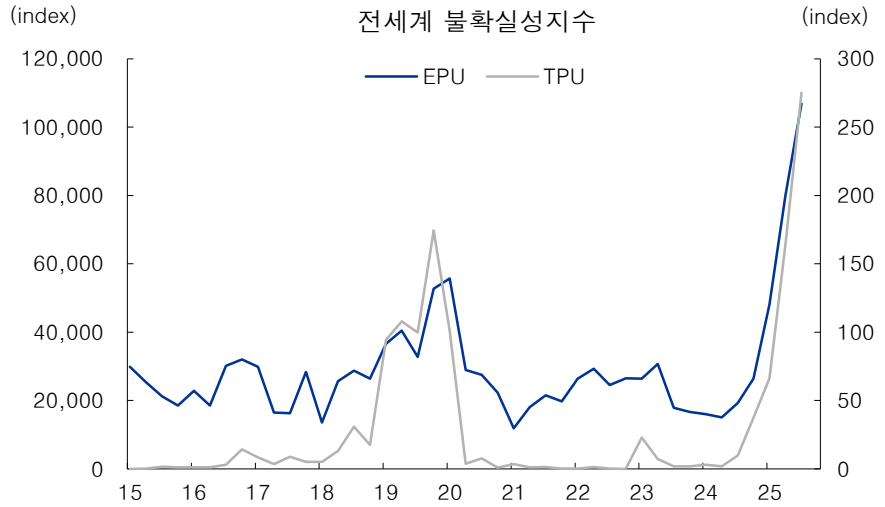
미국의 견제를 뚫고 첨단
산업에 집중하는 중국의
대외직접투자



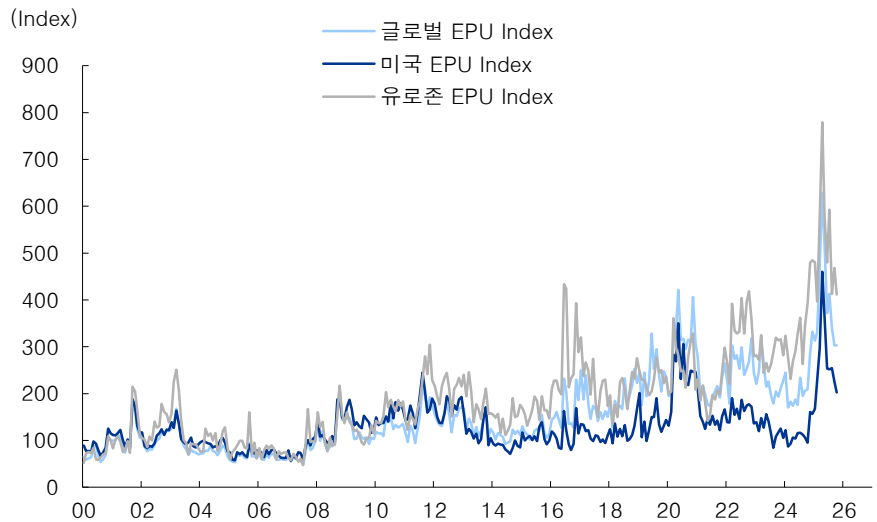
자료: Bloomberg, 중국국가통계국, IBK투자증권

크게 높아진 경제정책 및 무역관련 불확실성

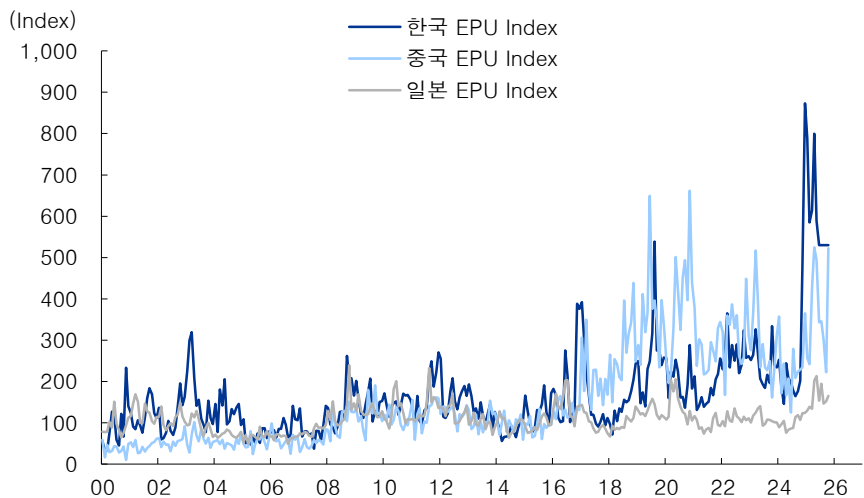
경제정책과 무역관련
정책 불확실성은 여전히
매우 높은 상황



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



대외 의존도 높은
우리나라의 불확실성이
일본이나 중국보다 높은 게
눈에 띈



자료: TPU, EPU, IBK투자증권

1-2

기술변화가 지식자본 중심으로 이동하며 투자가 고용과 소비를 견인하지 못하는 경제

I. 무엇을 불안하게 보는가?

- ➔ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➔ 고용 없는 과열된 경기
- ➔ 심화되는 양극화
- ➔ 양극화와 유동성 그리고 자산시장

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

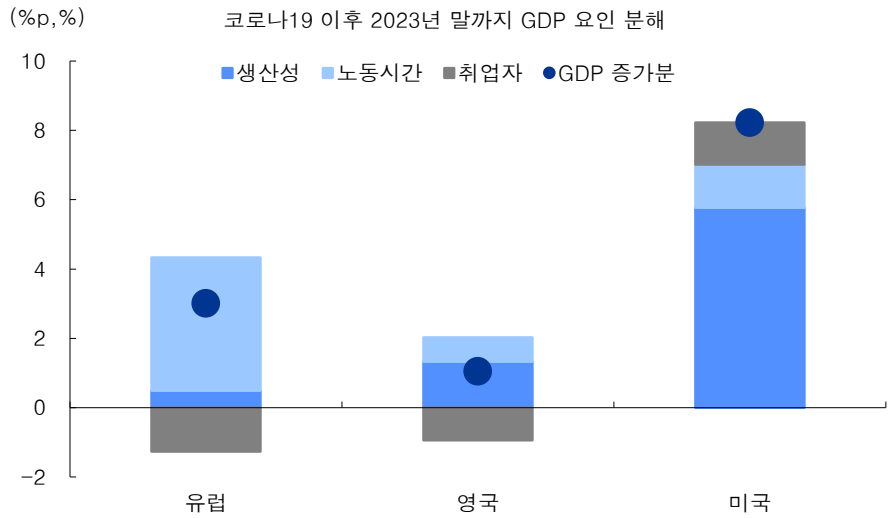
V. Epilogue

투자가 기술과 생산성 격차로 연결

팬데믹 국면에서 미국과 유럽의 GDP 변동요인 분해

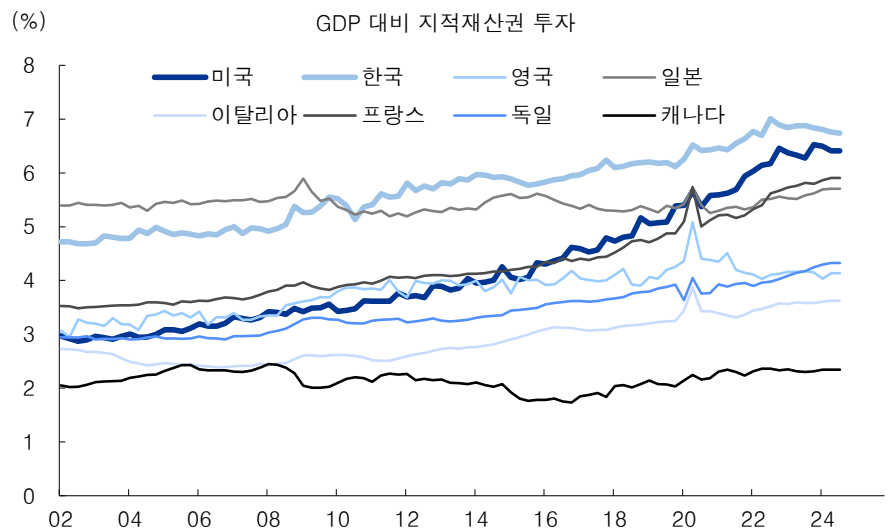
미국과 유럽 모두 팬데믹 기간 대규모 양적완화 및 적극적인 재정확대를 시행했으나 경제 성과에서 큰 차이를 보인 가장 중요한 원인은 생산성 격차

이 생산성 격차는 어디서 왔을까?



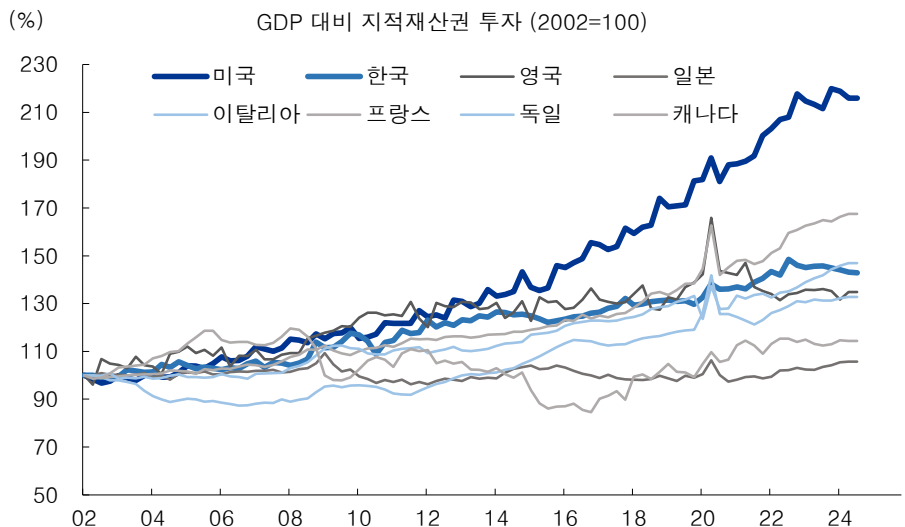
미국의 GDP 대비 지적재산에 대한 투자 비중은 세계 최고 수준

(미국보다 비중이 높은 나라는 거의 우리나라가 유일)



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

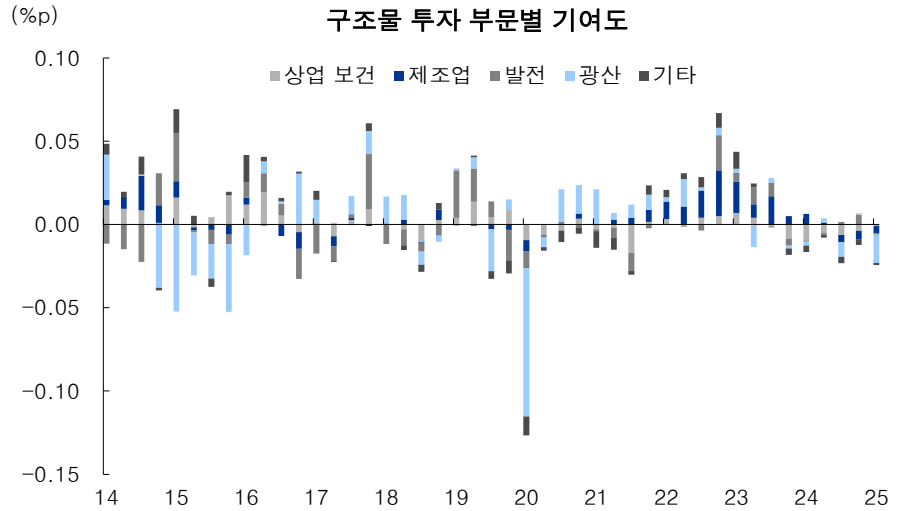
이 투자의 결과가 시나 바이오 등 첨단기술의 최전선



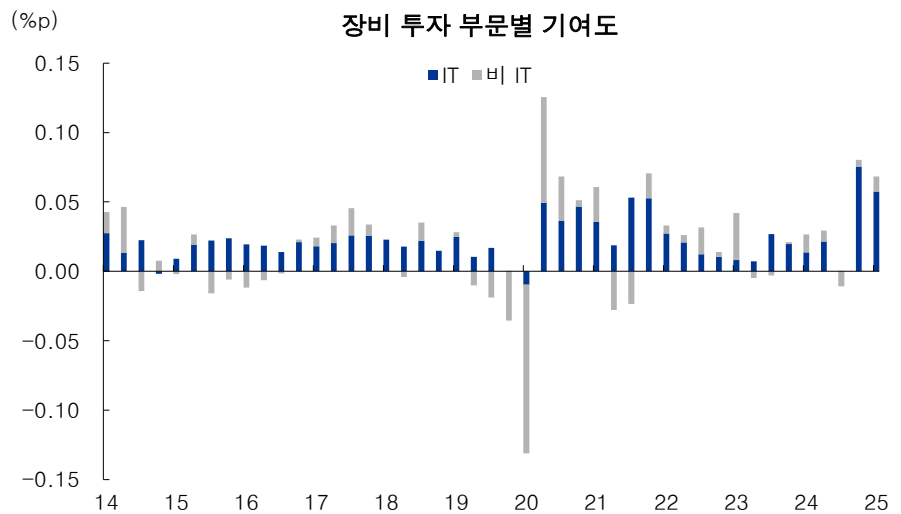
자료: The future of European competitiveness(KDB 자료 재인용), IMF, IBK투자증권

특히 무형자산투자에 주목 ➡ AI 및 미래 기술투자

IT 및 소프트웨어와 같은 전략적 투자가 견인

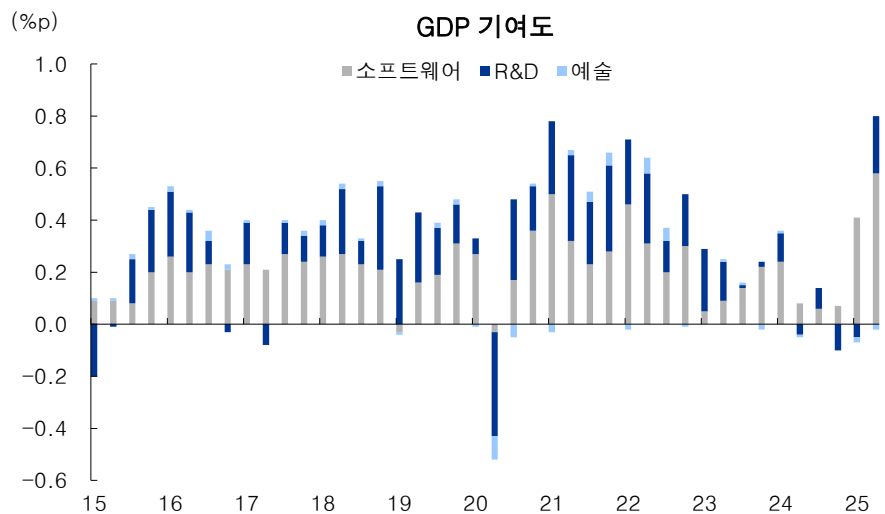


팬데믹 이후 구조물 관련된 투자가 부진한 상황이었지만 IT와 소프트웨어 관련 투자는 증가율과 기여도 모두가 빠르게 상승하는 흐름



결국 AI 투자 붐 반영

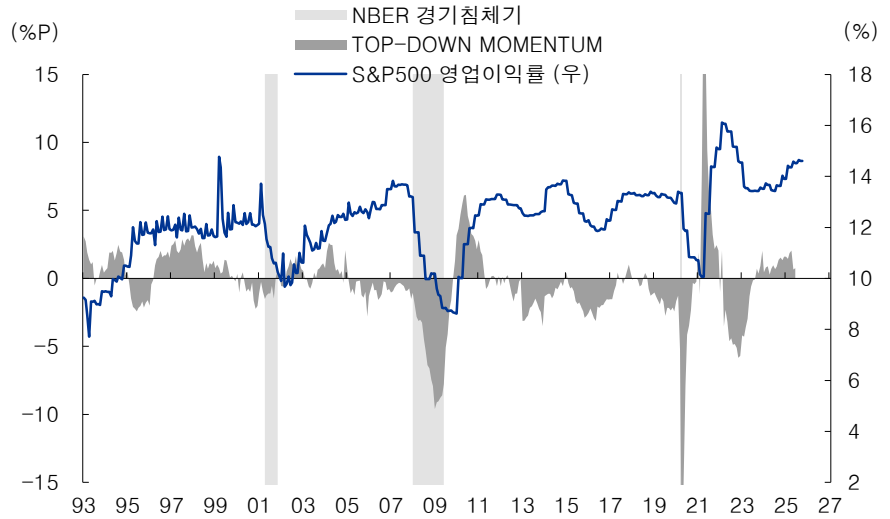
이를 통한 생산성 증가



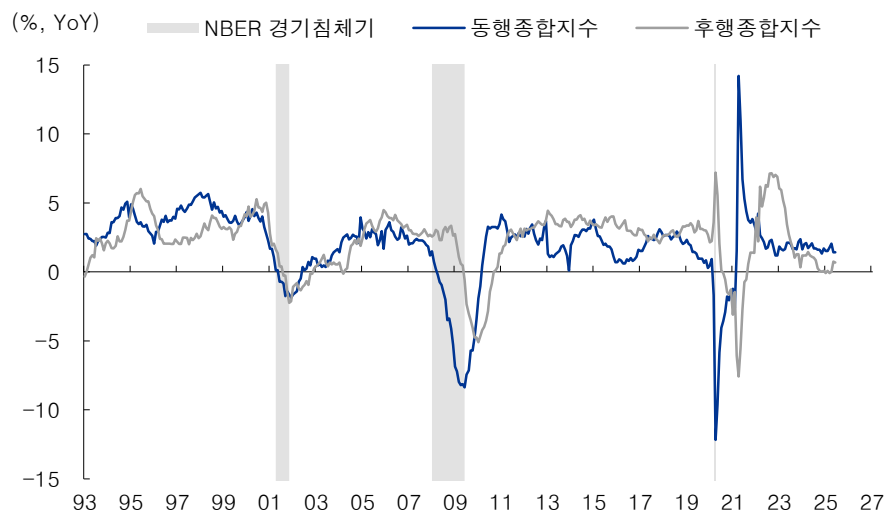
자료: Bloomberg, BEA, IBK투자증권

생산성과 연관된 기업이익 ➡ 투자수익에 대한 기대

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



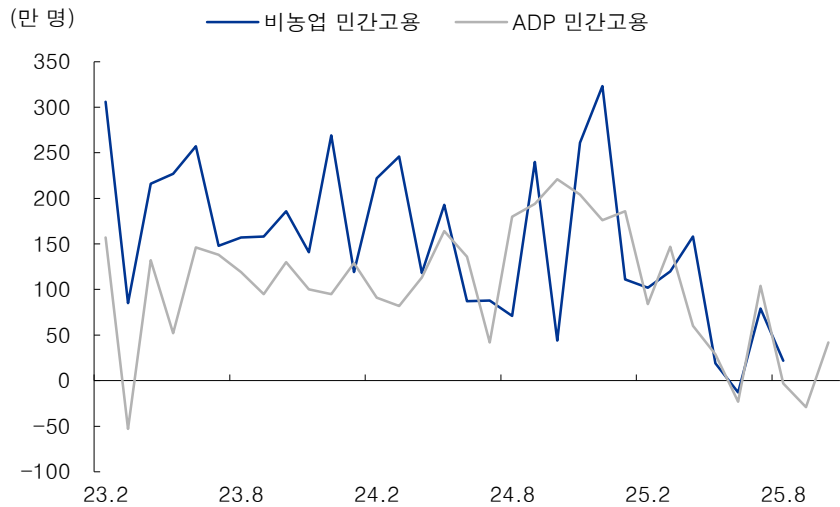
이는 다시 Greenfield
투자 뿐 아니라
Brownfield 투자를
유치하는 요인으로
작용하면서 선순환
구조가 만들어지는 모습



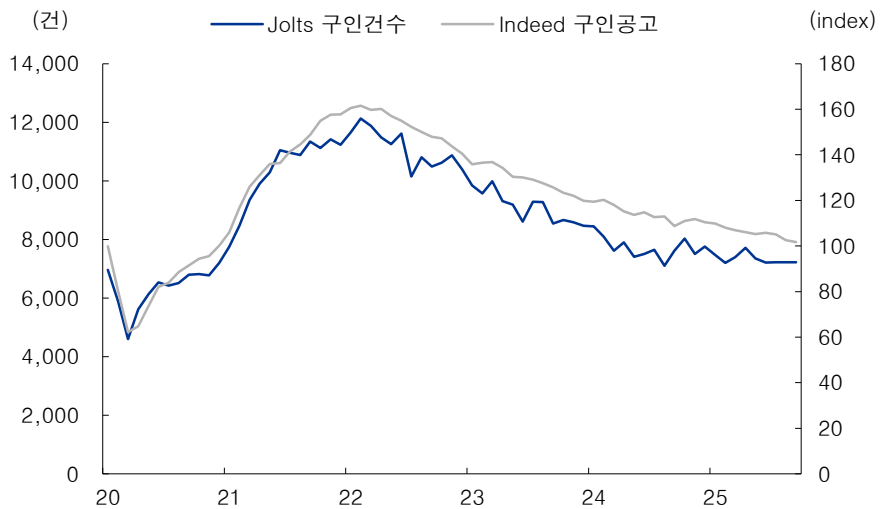
자료: Fed, US BEA, Bloomberg, IBK투자증권

하지만 투자 붐과 대비되는 고용지표 악화

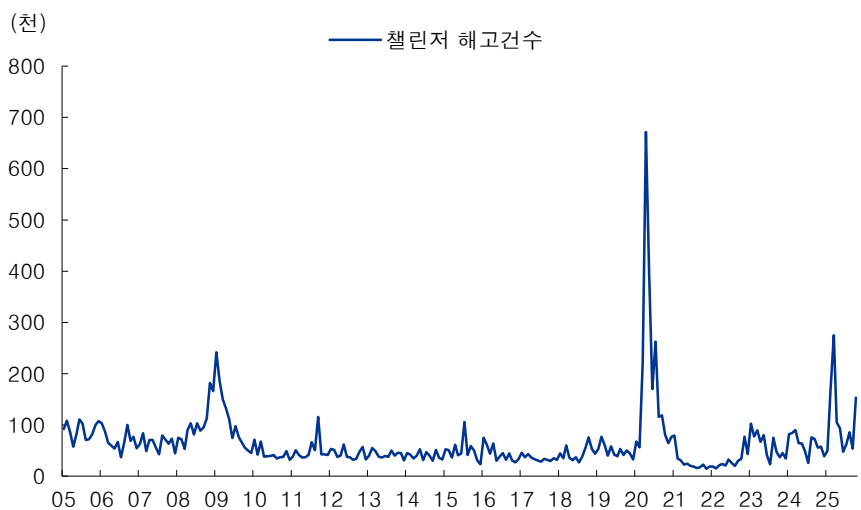
민간 고용이 최근
마이너스를 보인 것처럼
최근 미국 고용시장은
둔화가 뚜렷하게 나타남



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



반면 해고 건수(예고)는
급증하며 심리를 위축
시키고 있음



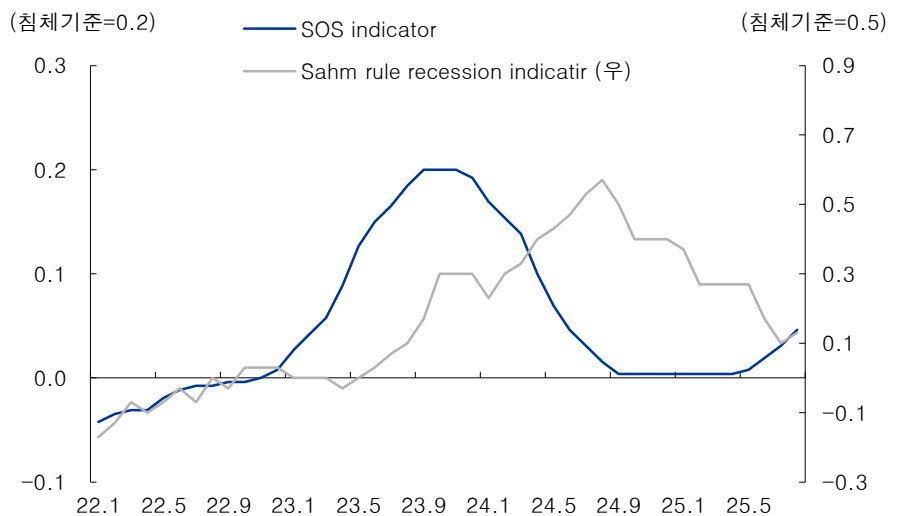
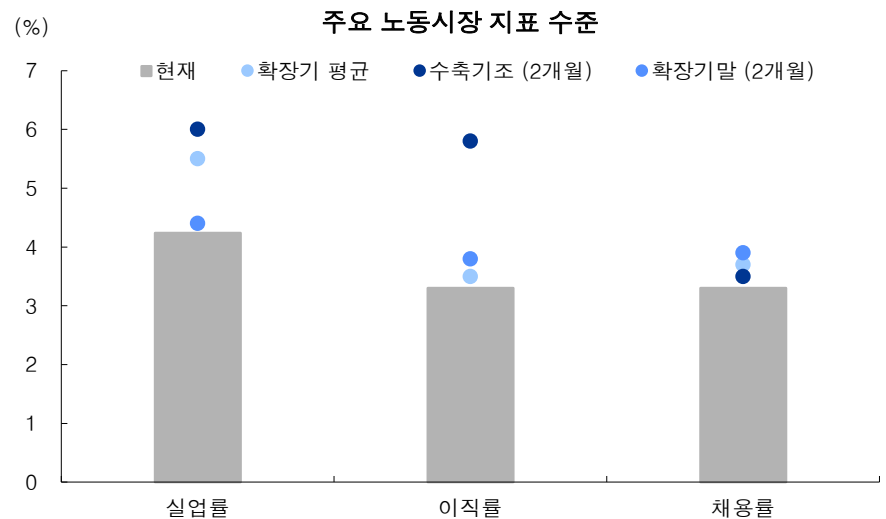
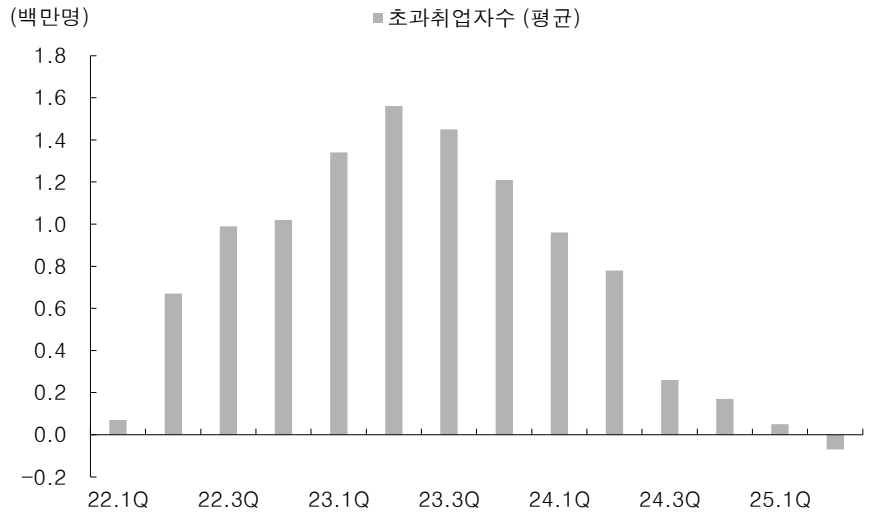
자료: Bloomberg, BLS, IBK투자증권

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

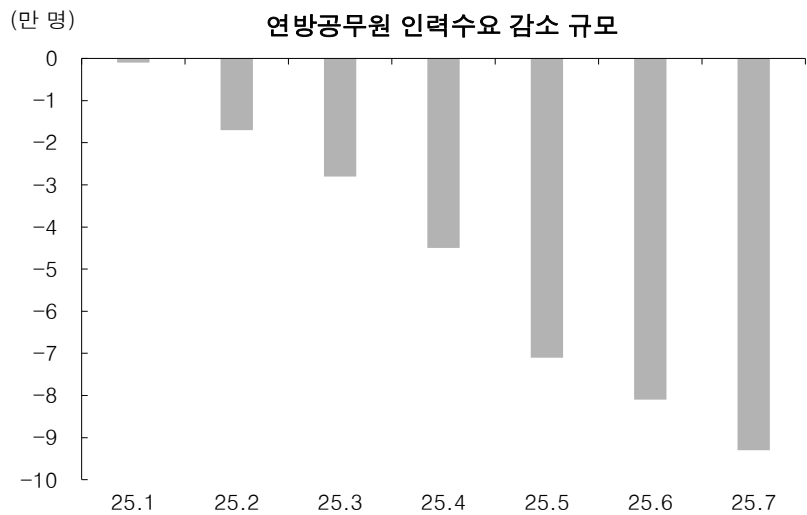
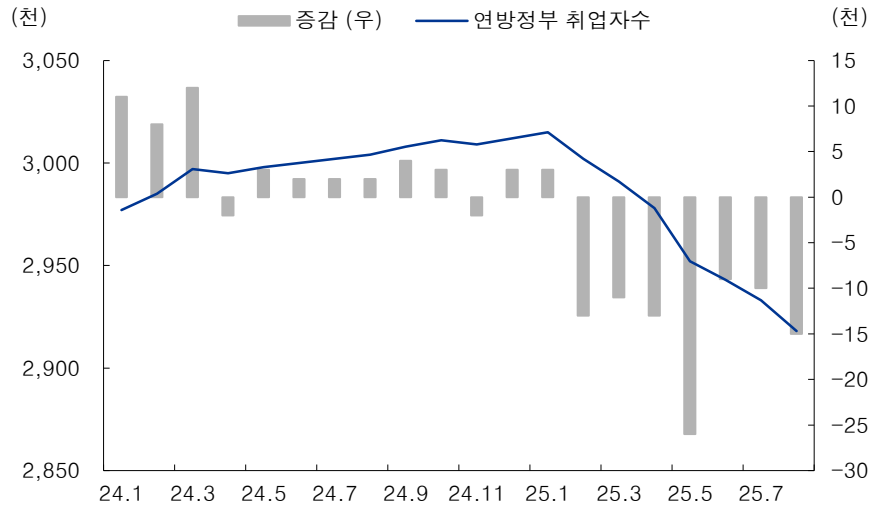


자료: Bloomberg, BLS, 한국은행, IBK투자증권

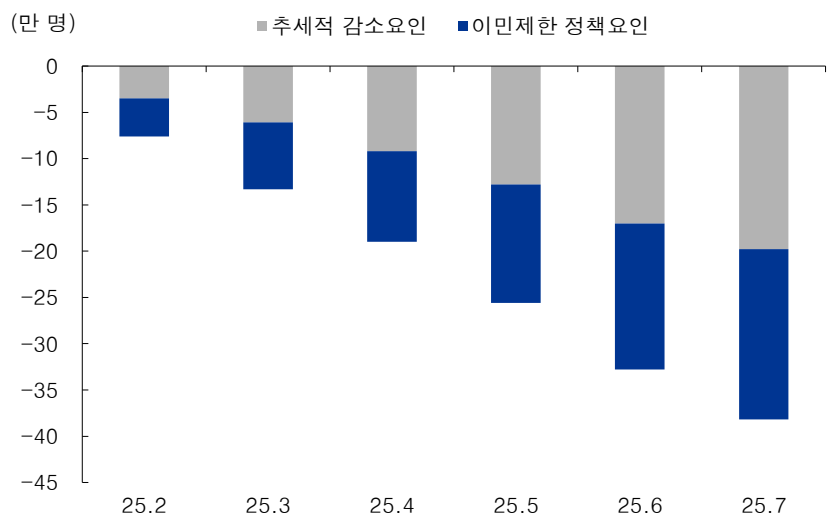
트럼프 정책도 영향을 미침. 하지만 본질적인 것은...

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

특히 최근 섣달은 장기화가 추가적인 공무원 감축으로 연결되는 분위기



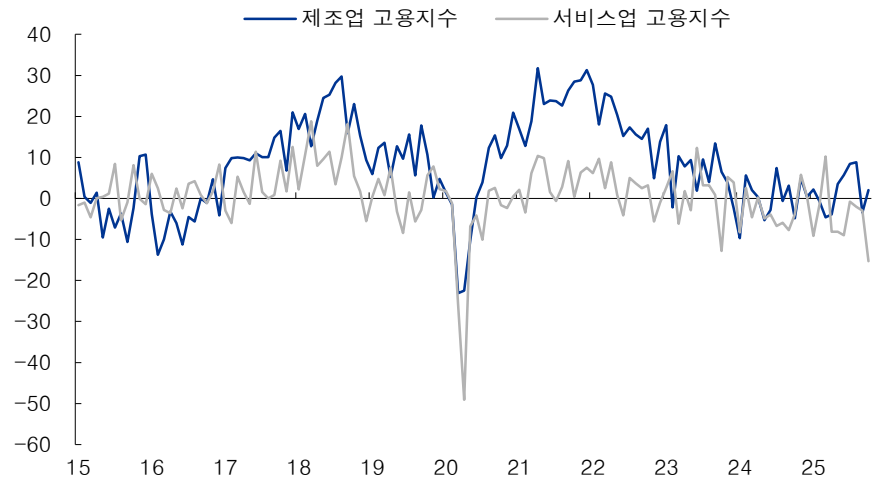
여기에 트럼프의 강력한 반이민 정책도 빠르게 영향을 미치기 시작



자료: Bloomberg, BLS, 한국은행, IBK투자증권

기술과 부가가치에 따른 노동시장의 양극화

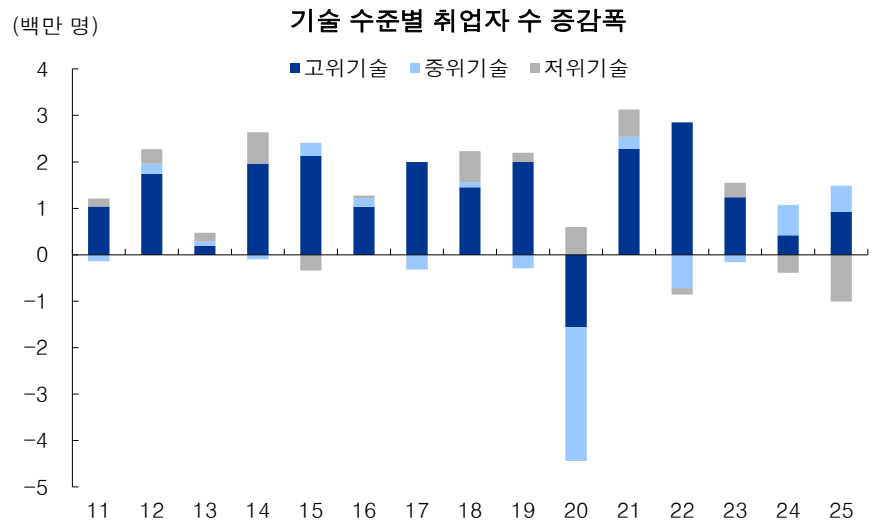
제조업보다는 부가가치와
숙련도가 떨어지는
서비스업의 고용이
더 크게 악화되는 모습



기술 수준별 취업자 수는
이를 더 직접적으로 보여줌

중위기술 이상의 고용은
여전히 증가하고 있지만
저위기술은 해고되고
있는 현실

팬데믹 이후 양극화
더 심해지는 흐름

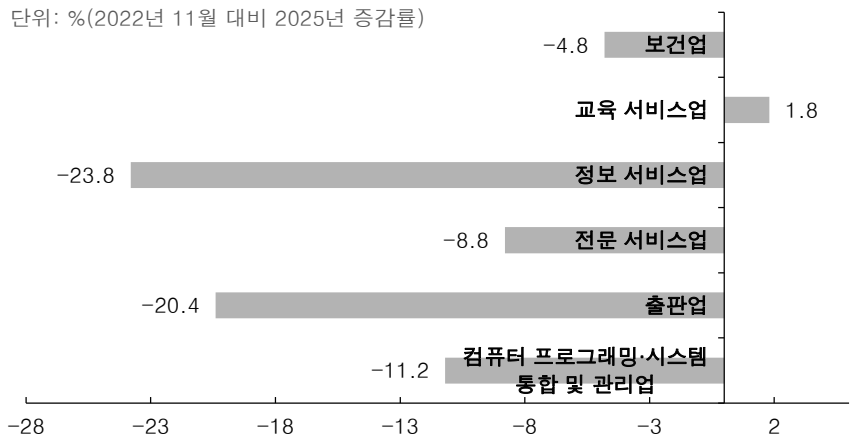


아직 본격화되지는
않았지만 인공지능이
고용을 대체할 것이라는
우려는 팽배해지는 상황

▶ 노동의 몫을 줄이고
양극화 확대를
가속화하는 요인

챗GPT 도입 이후 청년노동 변화

단위: %(2022년 11월 대비 2025년 증감률)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

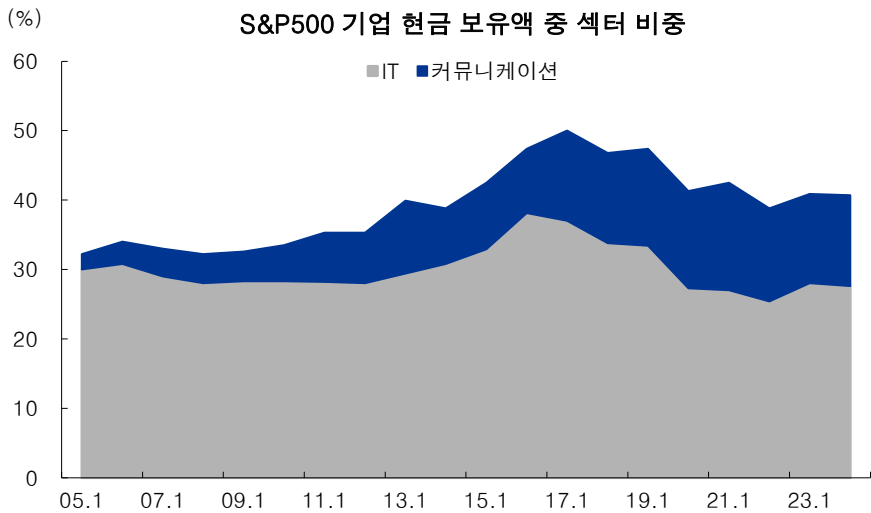
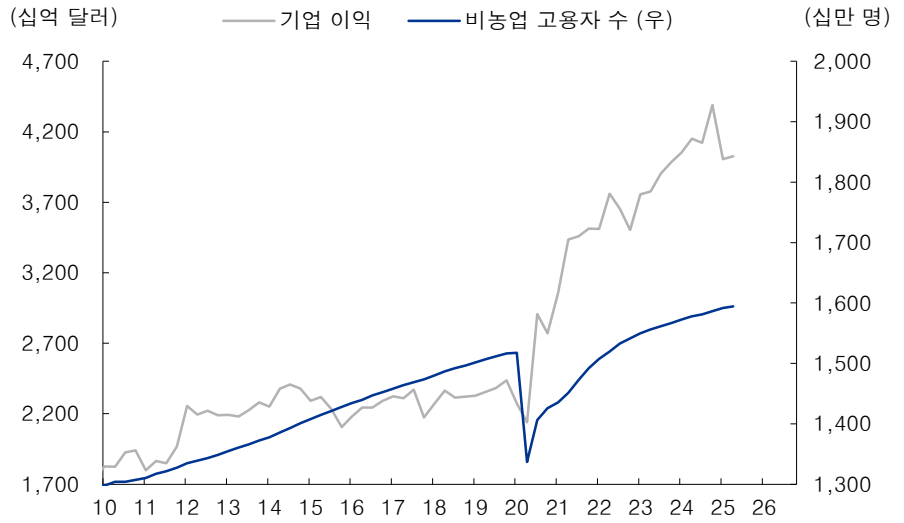
기업이익과 괴리를 보이는 소비경기

➔ 두드러진 양극화

이미 이런 흐름은
지표로 나타나고 있음

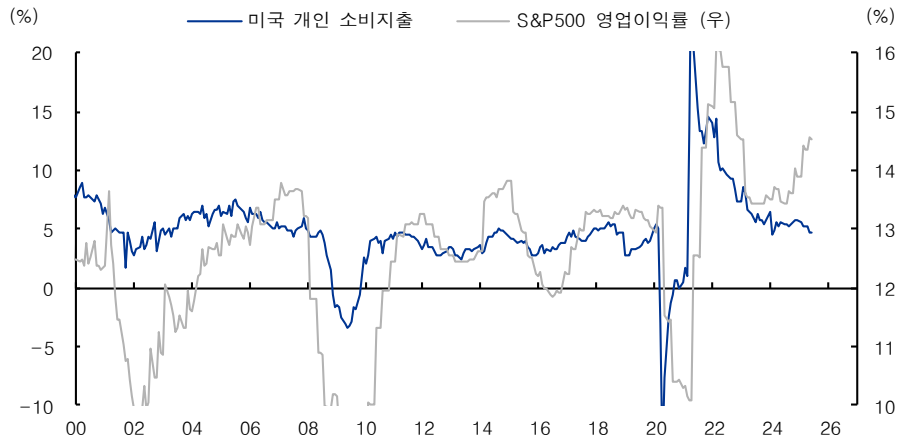
팬데믹 이후 미국 기업
이익과 GDP는 과거
추세보다 훨씬 가팔라
졌지만 고용 추세는
그렇지 못한 모습

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

1-3

노동과 자본 그리고 자본 간 양극화 심화

I. 무엇을 불안하게 보는가?

- ➔ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➔ 고용 없는 과열된 경기
- ➔ 심화되는 양극화
- ➔ 양극화와 유동성 그리고 자산시장

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

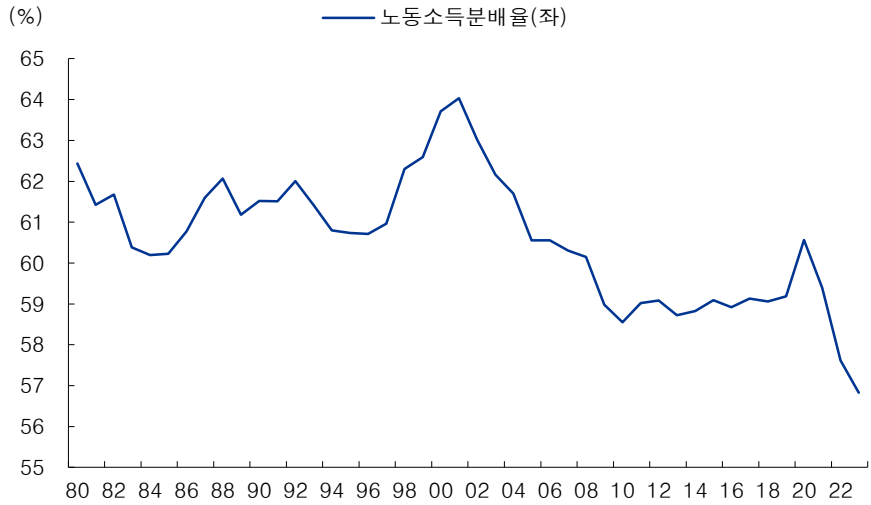
IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

V. Epilogue

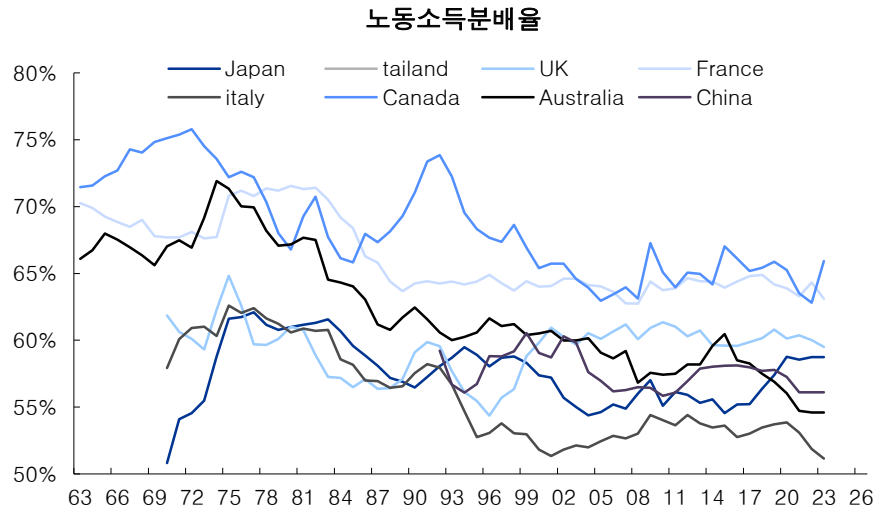
팬데믹 이후 자본과 노동의 양극화 가속

미국으로의 투자자금
유입 가속에 비례해
미국의 노동소득분배율은
가파르게 하락하는 상황

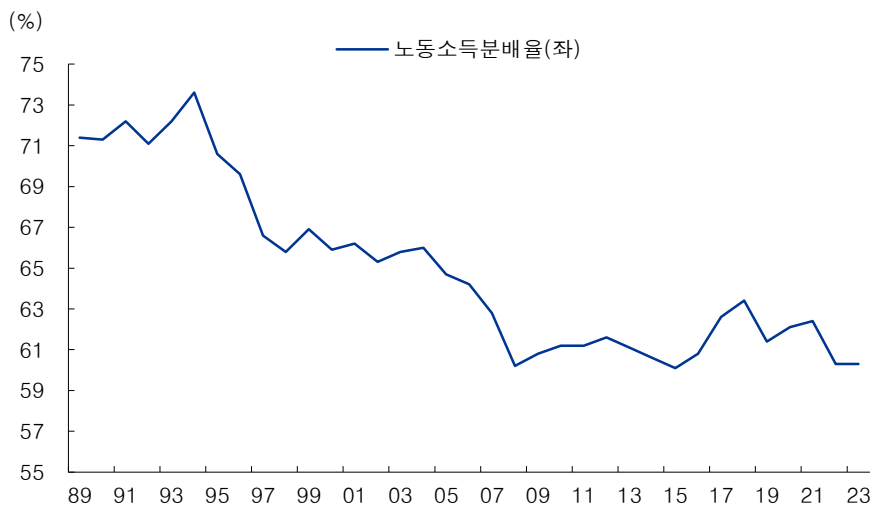
▶ 자본 투자가 노동을
창출하는 과거와 달리
자본투자가 노동을
대체하는 현실



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



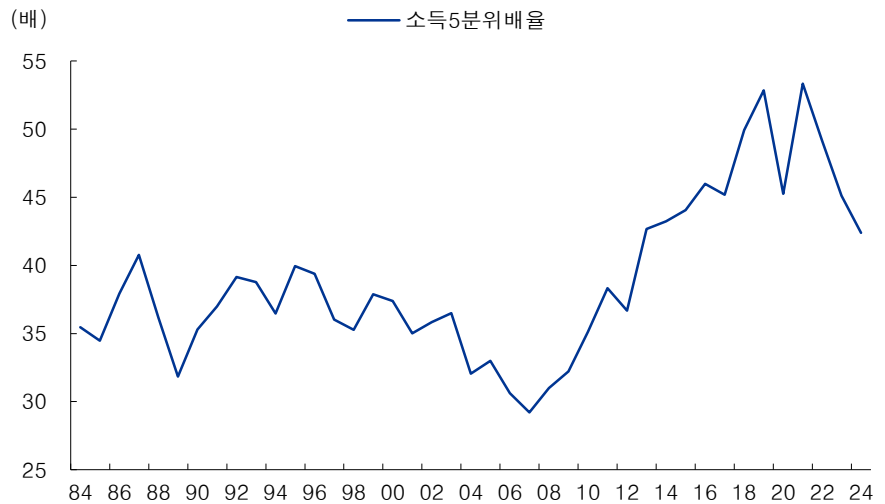
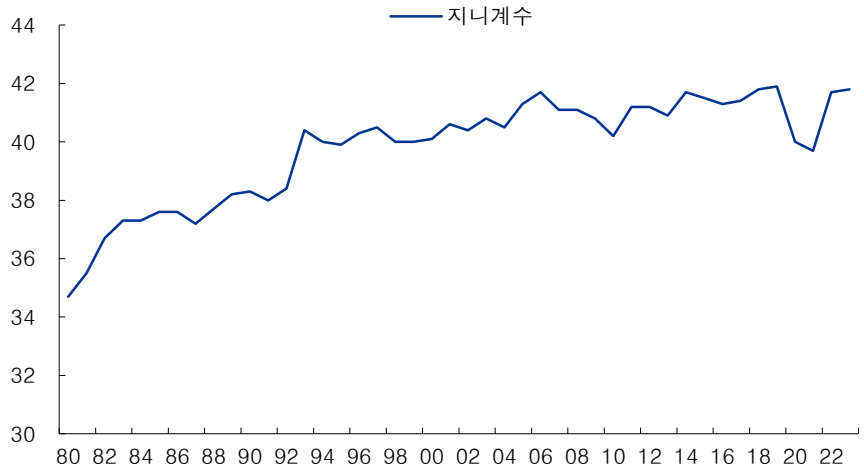
우리나라는
'소득주도성장'을 내건
문재인 정부 시기 잠시
반등하기도 했지만
추세적으로
노동소득분배율은
하락 중



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

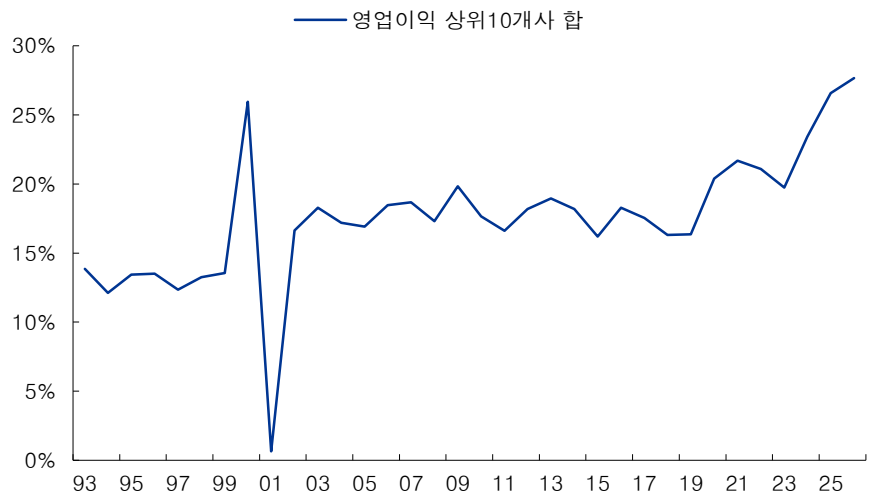
특히 자본 안에서의 가파른 양극화 주목

가계부문의 소득격차를 보여주는 지니계수나 소득5분위배율 모두 상향 추세에 있음



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

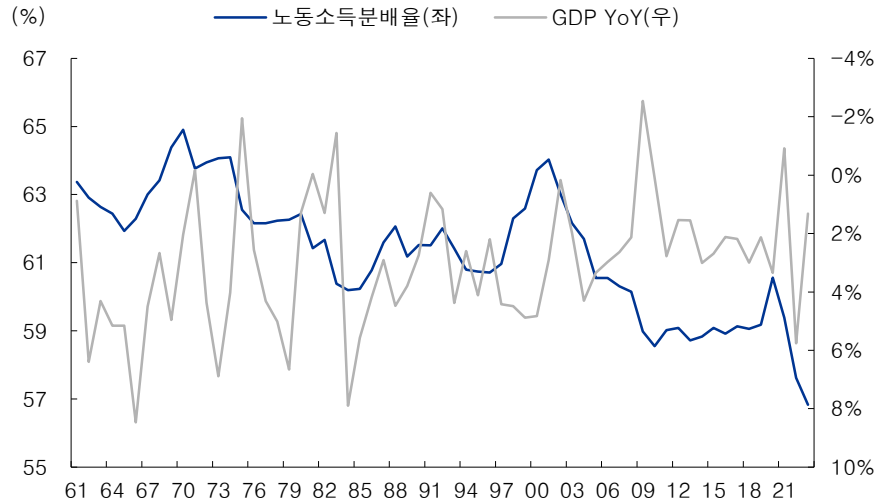
▶ 코로나 팬데믹 이후 새롭게 나타나는 현상으로 향후 위험과 관련해 주목할 필요 있는 변화



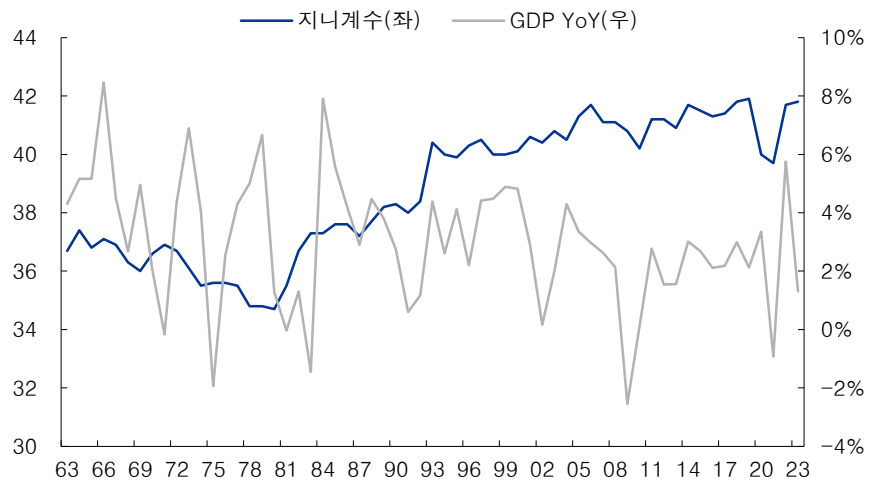
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

경제성장률과 양극화 지표는 단기적으로 역의 관계 형성

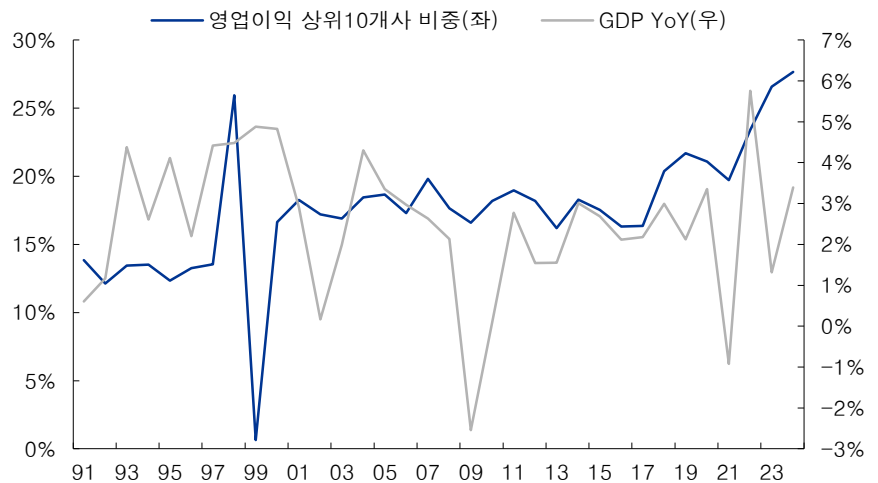
미국 노동분배율과 경제성장률의 장기추세는 같이 가지만 단기적으로는 반대로 움직임 ▶ 비용 절감과 투자 증가가 단기 성장률에 먼저 반영되기 때문 ▶ 최근에는 투자 기여도가 높아지면 성장률과 격차 크게 확대



미국 경제성장이 둔화되는 시기 가계 소득 격차도 완만하게 확대



팬데믹 이후 몇몇의 초우량 기업이 미국 경제를 끌고 가고 있음을 보여줌

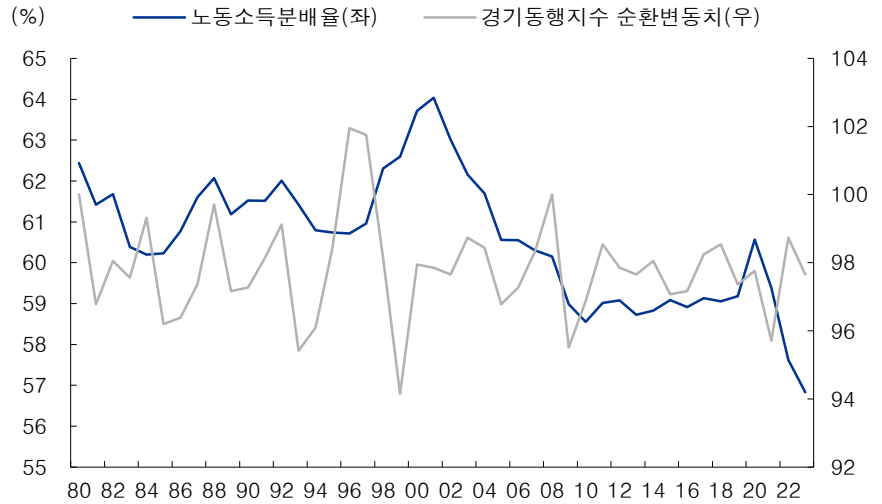


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

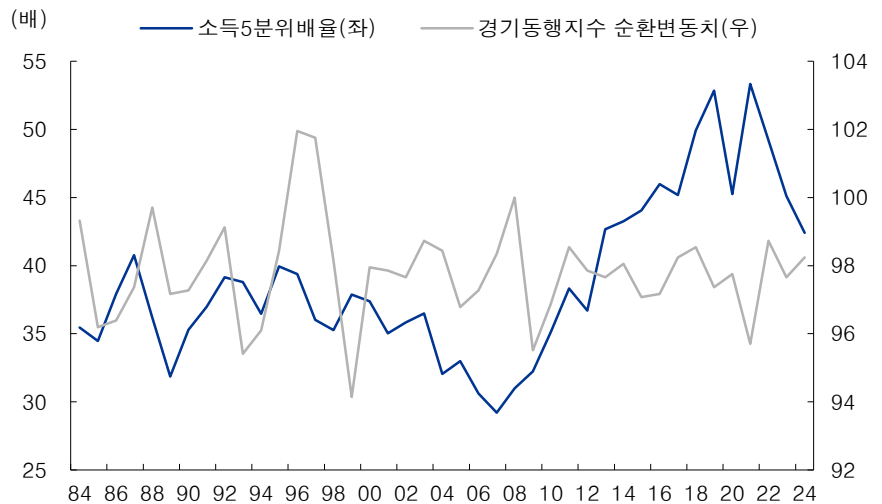
순환적인 경기사이클과 양극화 지표

노동소득분배율 정점과 경기순환 저점이 겹치는 모습

➔ 비용 모멘텀 > 이익 모멘텀

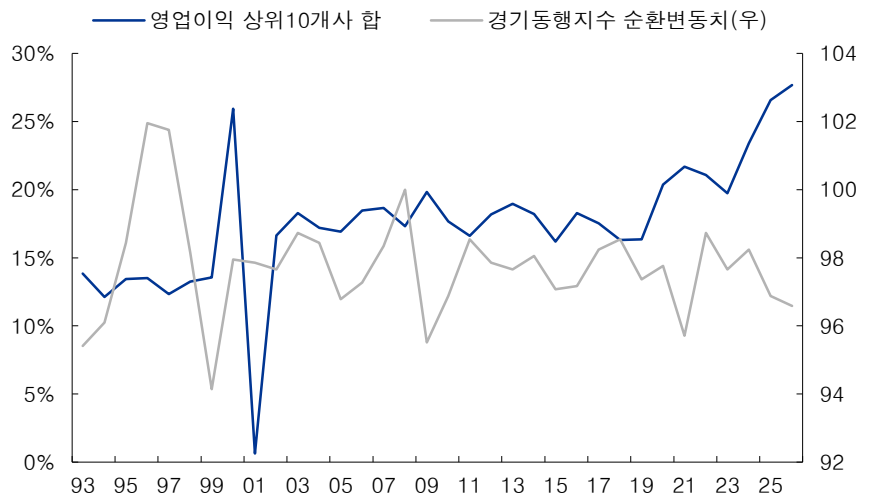


팬데믹 기간이라는 이례적인 구간을 제외하면 가계 양극화 지표와 경기순환지표는 같은 흐름



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

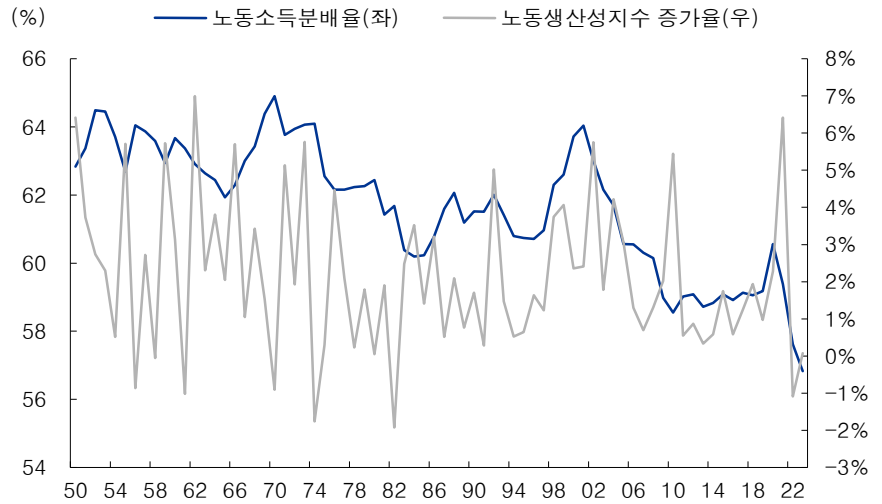
➔ 소수기업 중심으로 이익이 집중될 수록 경기하방 압력 커질 수 있음



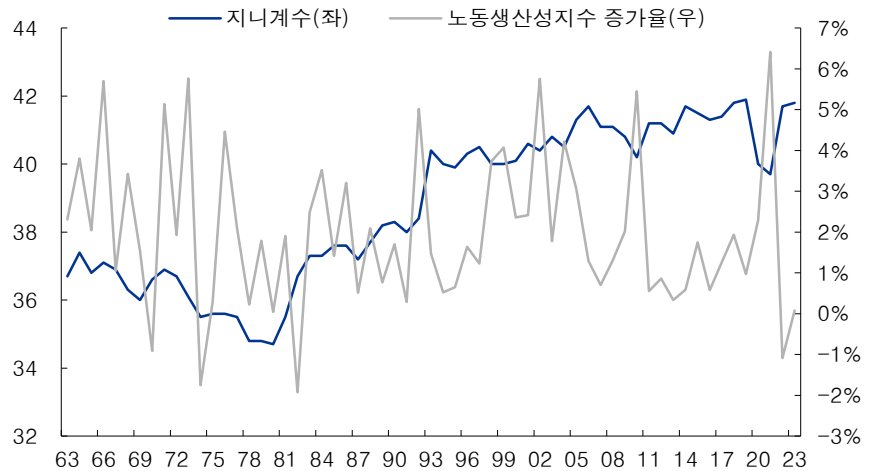
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

생산성 → 노동소득 → 양극화

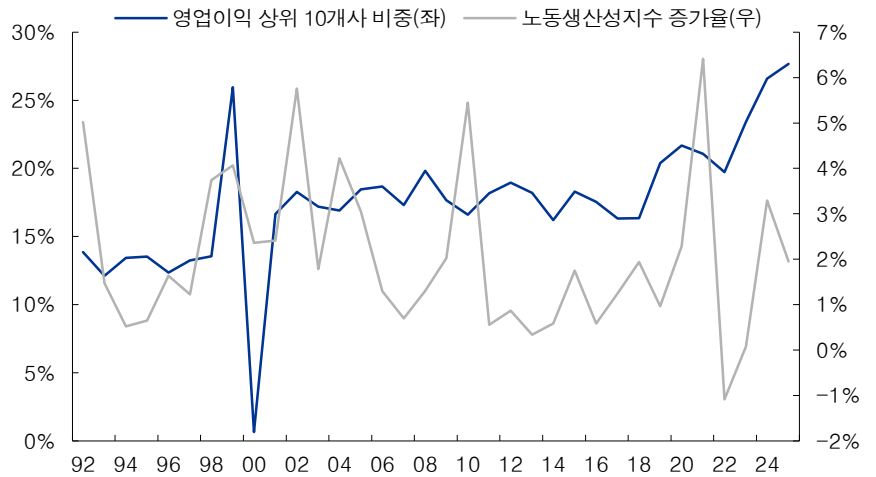
노동생산성은 시차를 두고
노동소득분배에 영향을
미침



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



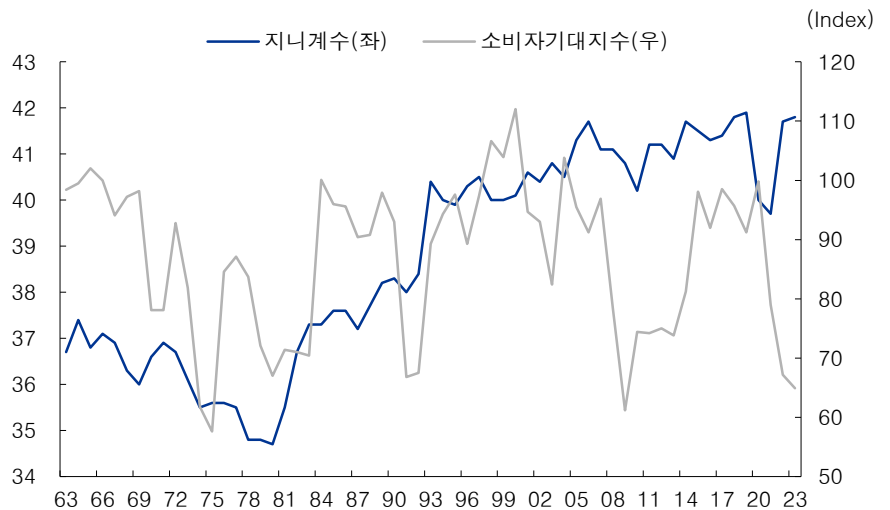
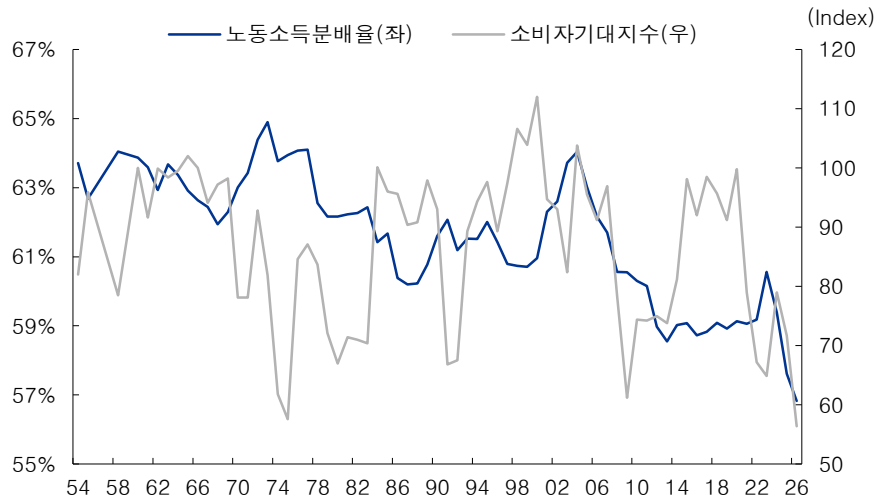
이익 쏠림과 생산성도
높지는 않지만 연동성을
보임. 영업이익 상위사들이
자본생산성 높은
IT 기업들인것과 연관



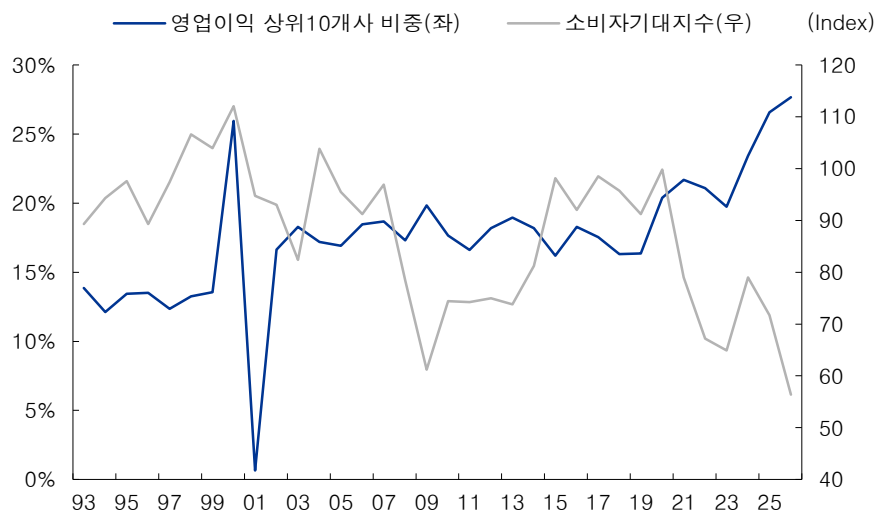
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

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

1-4

대규모 유동성 공급이 실물보다는 자산을 더 많이 자극하고 양극화도 더 확대

I. 무엇을 불안하게 보는가?

- ➔ 자본 투자가 성장을 견인하는 경제
- ➔ 고용 없는 과열된 경기
- ➔ 심화되는 양극화
- ➔ 양극화와 유동성 그리고 자산시장

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

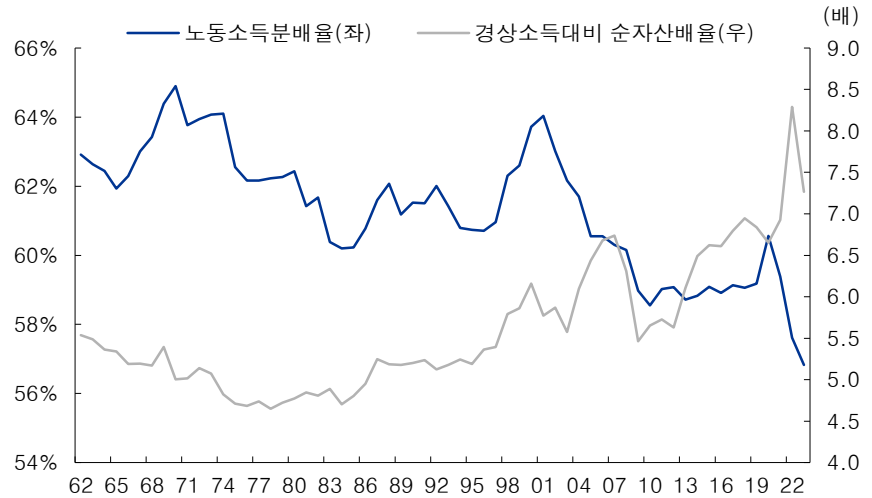
III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

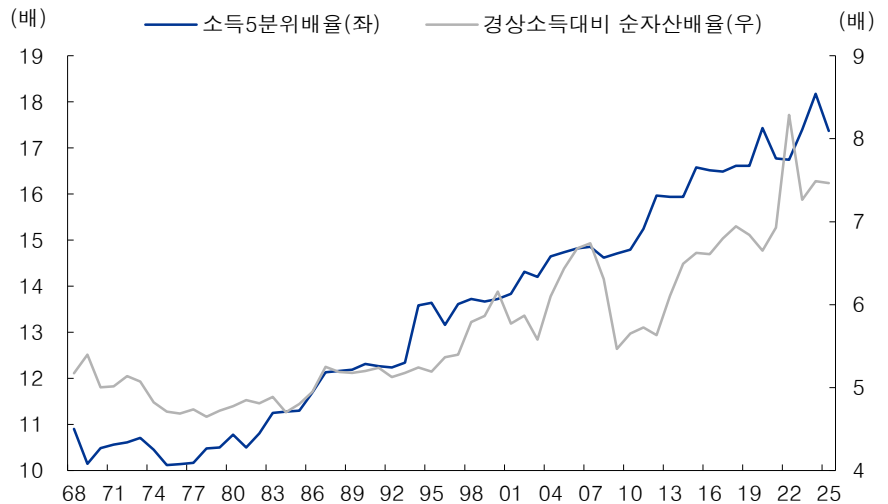
V. Epilogue

양극화는 경상소득보다는 자산소득에 더 긍정적

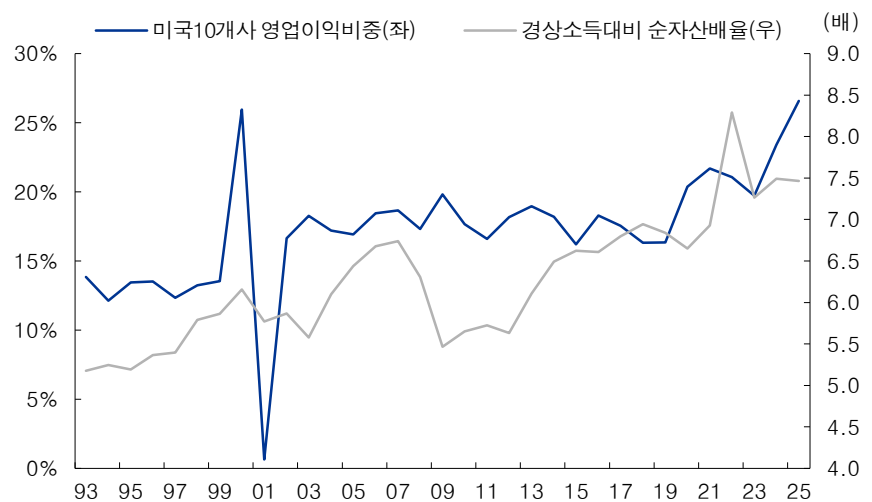
미국 노동소득분배율과 경상소득대비 순자산배율은 1980년 이후 장기 추세와 단기 순환 모두 역의 상관관계를 가짐



자산의 격차는 소득의 격차로 연결



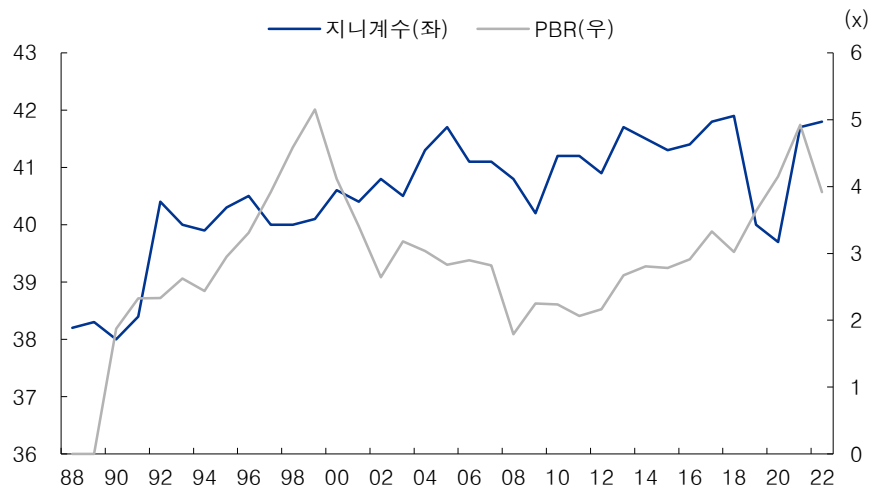
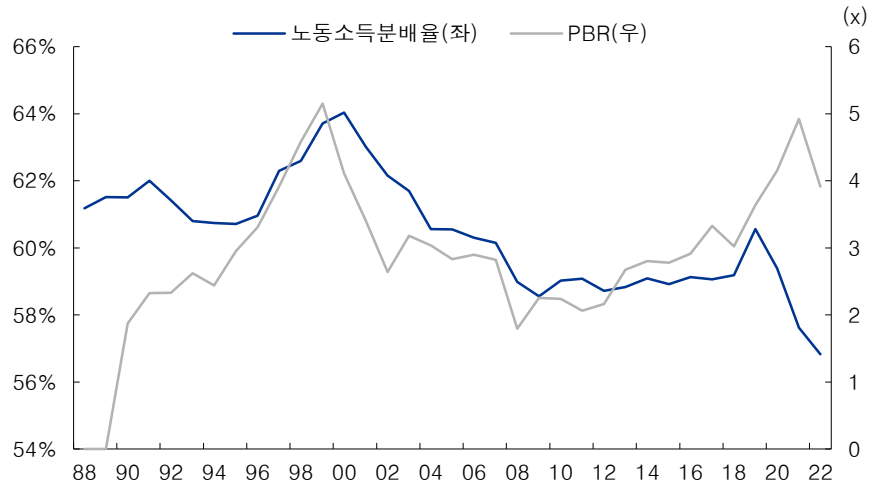
소수 기업에 집중된 기업 이익 역시 경상소득보다는 자산가치 상승에 더 기여



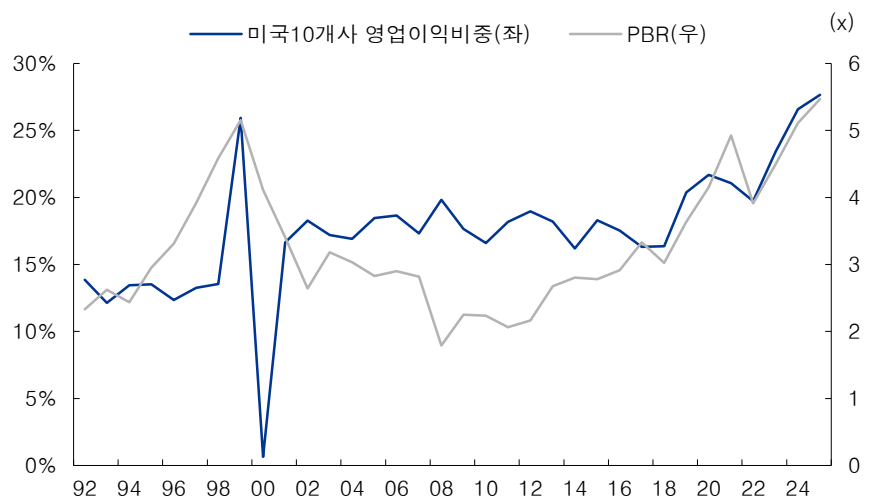
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

Value-up을 위해서는 양극화 심화가 필요?

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



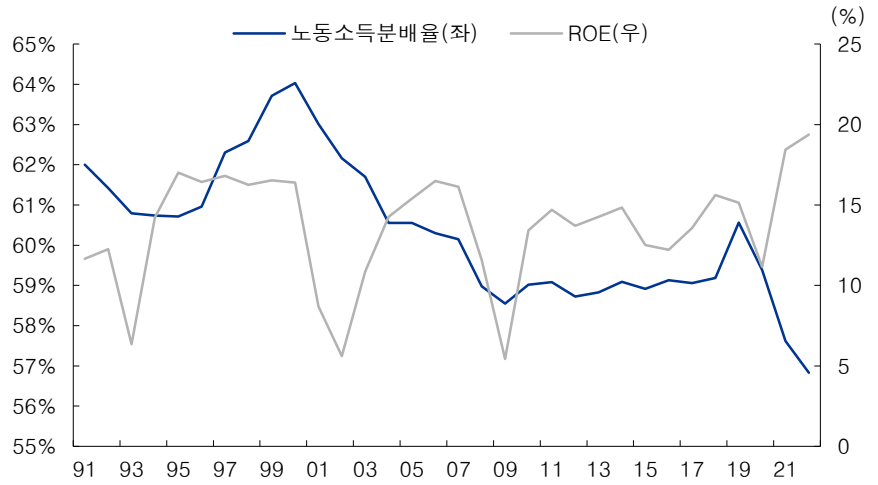
소수 기업에 집중된 이익이 전체 시장 배수를 끌고 올라가는 흐름



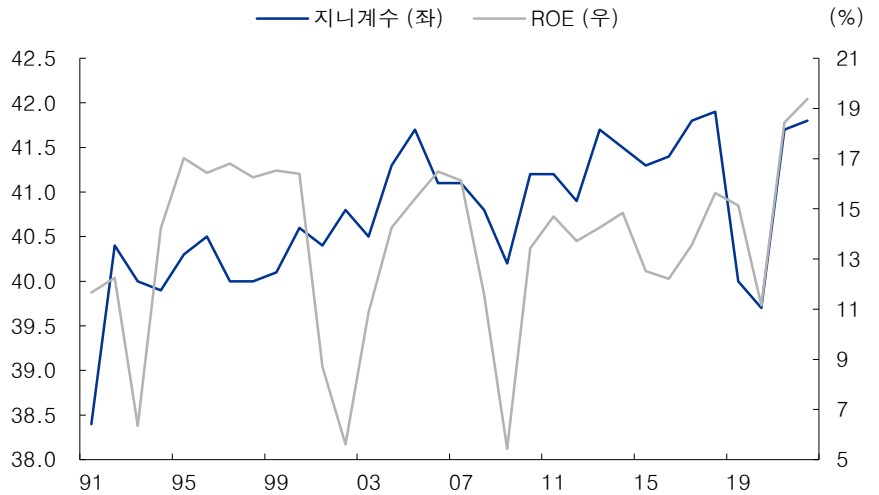
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

양극화 심화되는 기간 ROE도 상승

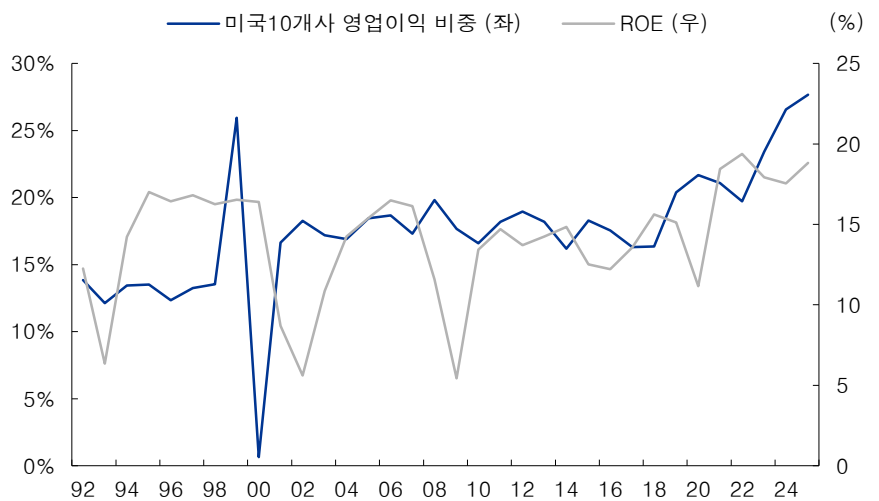
노동소득분배가 줄어듦 때
기업 자기자본이익률 상승



가계 부문에서의
소득 격차와 ROE도 연동



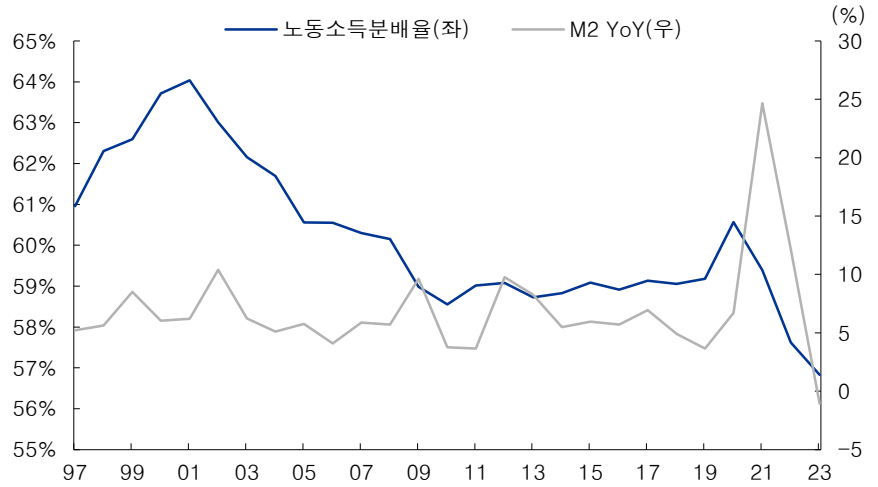
엔비디아 등 소수
기업이익이 시장 ROE의
많은 부분을 점유



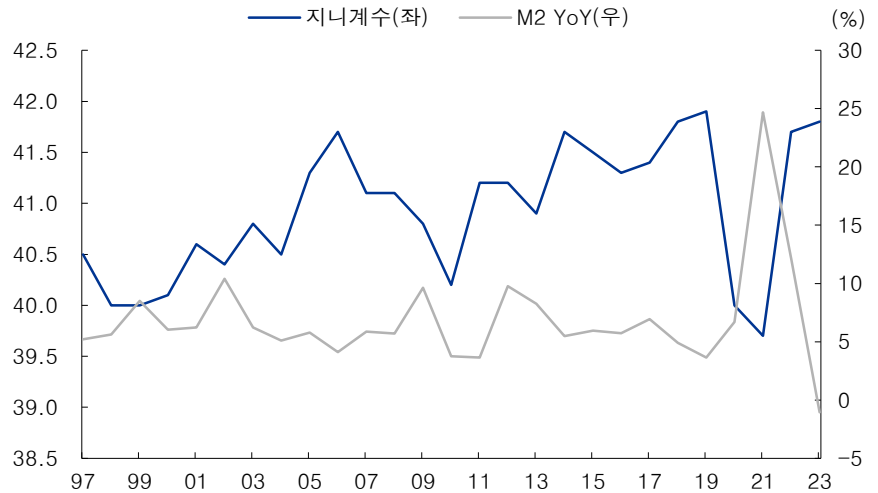
자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

단순한 통화 증가율보다는 ...

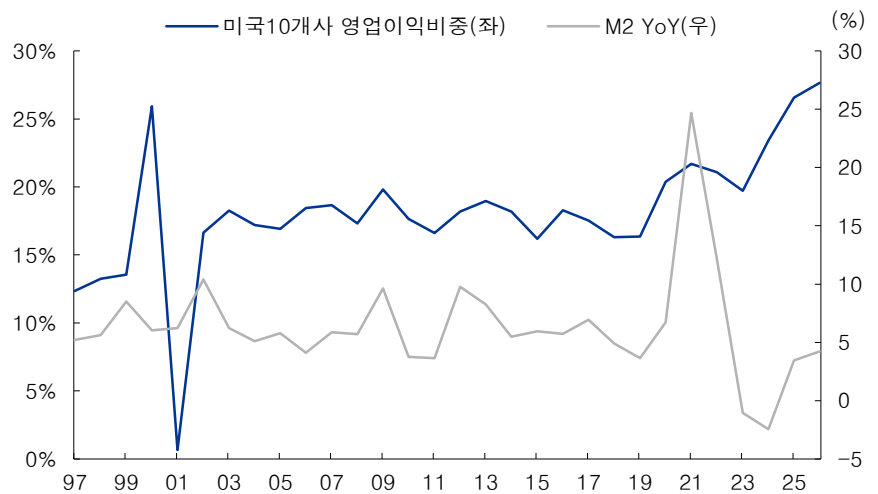
미국 노동소득분배율과 M2 증가율



미국 지니계수와 M2 증가율



미국 상위 10개사 영업이익 비중과 M2 증가율

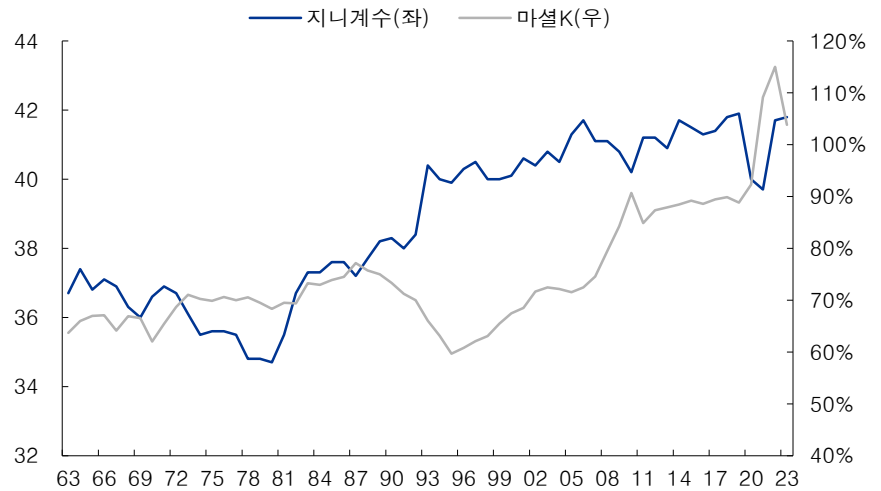
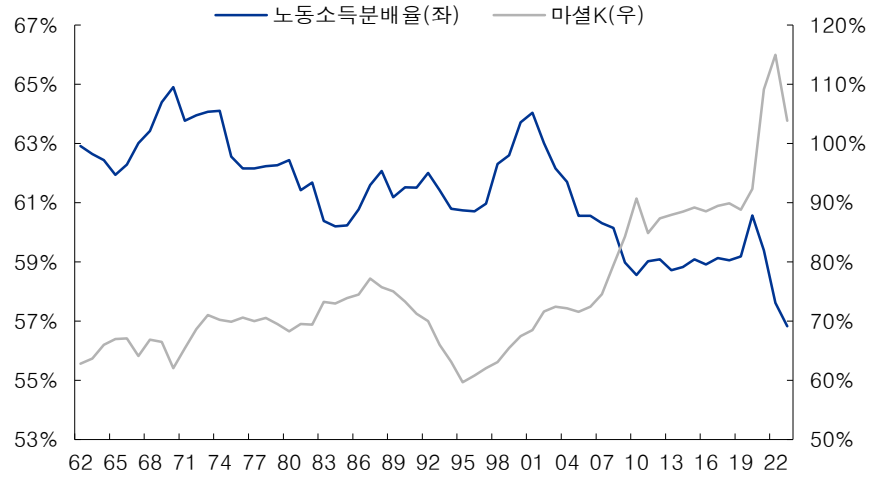


자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

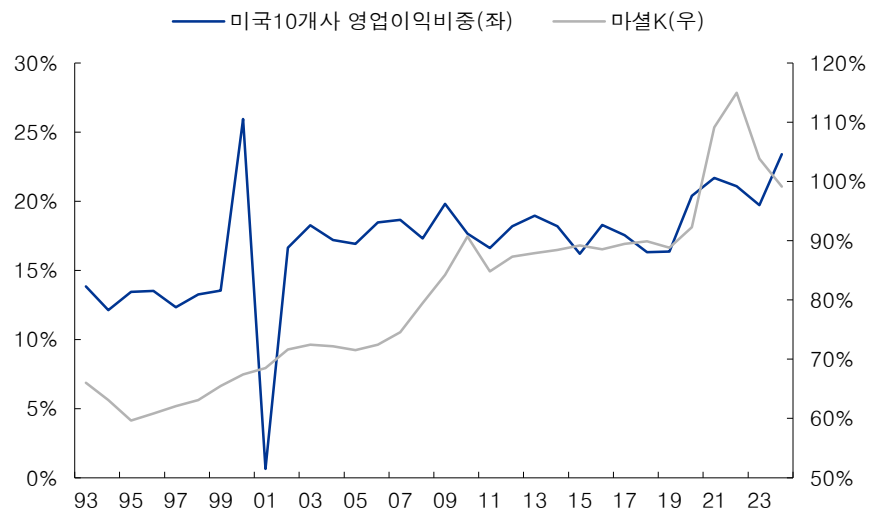
잉여유동성이 양극화 지표와 훨씬 밀접한 관계 형성

뚜렷한 역의 관계를 보여주는 마셜K와 노동소득분배율

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



잉여유동성의 수혜도 '승자독식'



자료: Bloomberg, IMF, UN, IBK투자증권

2

호황의 그늘에서 자라 경기의 발목을 잡는 신용위험

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

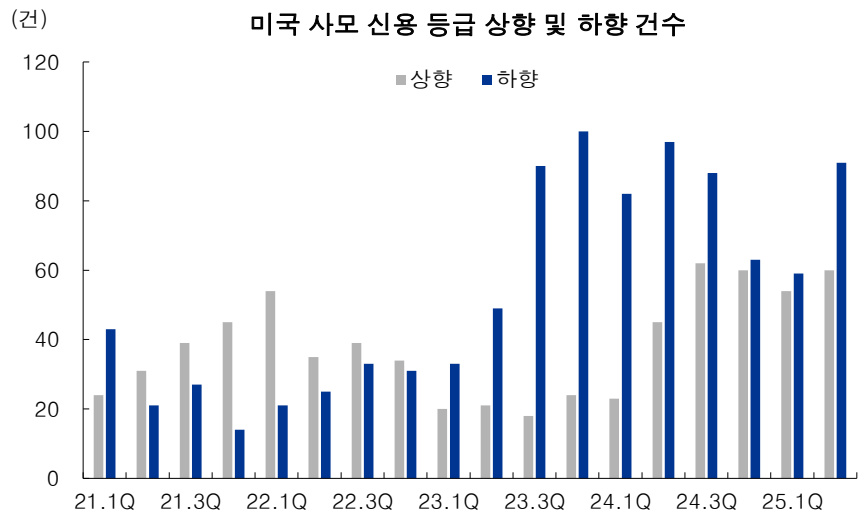
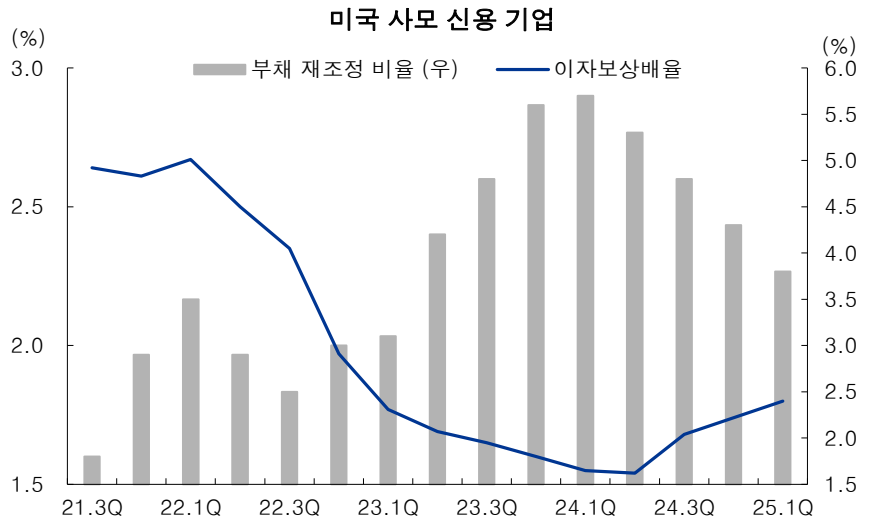
2-1

심화되는 양극화로 인해 수면 아래서 팽배해지는 신용위험

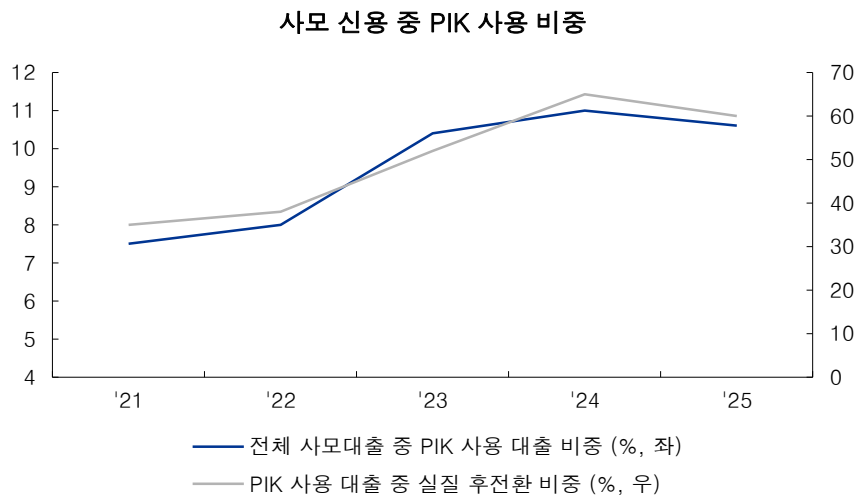
- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
 - ➔ 미국 사모 신용위험은 어디서 왔을까?
 - ➔ 'FOMO'가 자금시장 불안을 가중시킨다?
 - ➔ 2008? Or 2023?
 - ➔ 이번 국면만의 현상인가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

부담과 불안이 점증하는 사모 신용 문제

수익성 악화되고 있고
신용등급이 빠르게
하락하고 있음



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

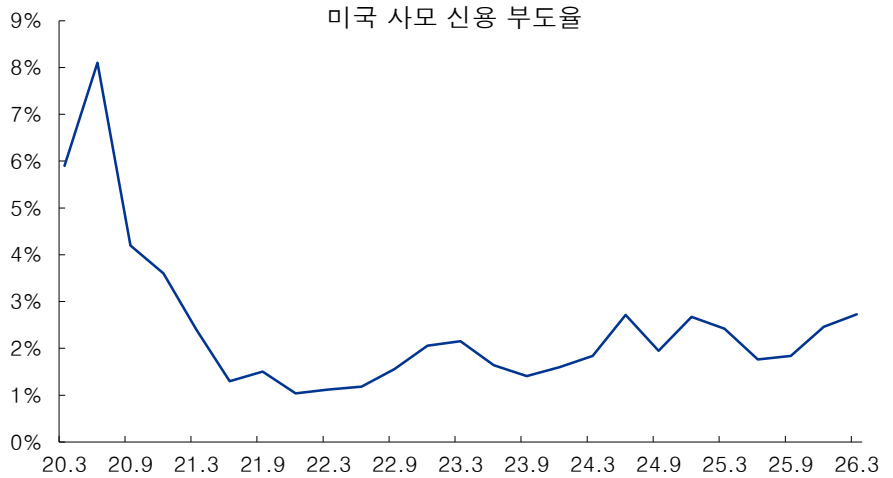


자료: Lincoln International, 국제금융센터, IBK투자증권

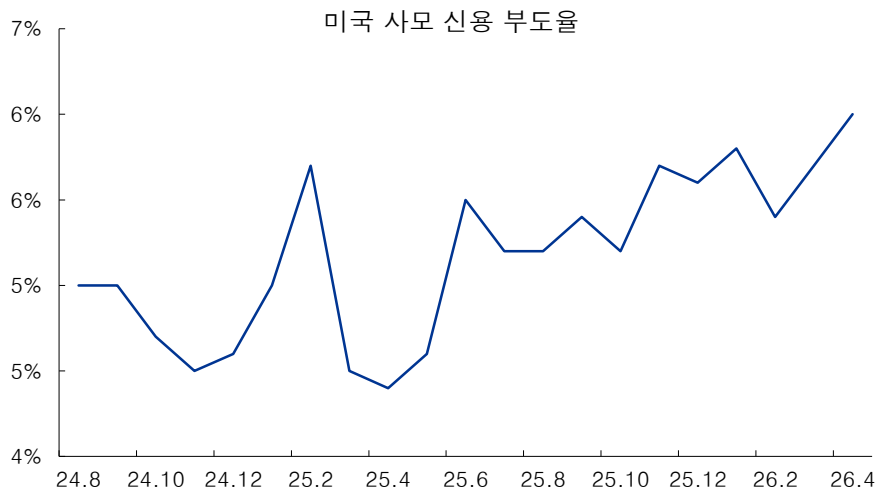
사모 신용 문제는 이미 위험 수위에 다다르고 있다고 판단

Proskauer 분기 부도율
(3개월간) = 발생한 디폴트 건수 / 전체 론 수

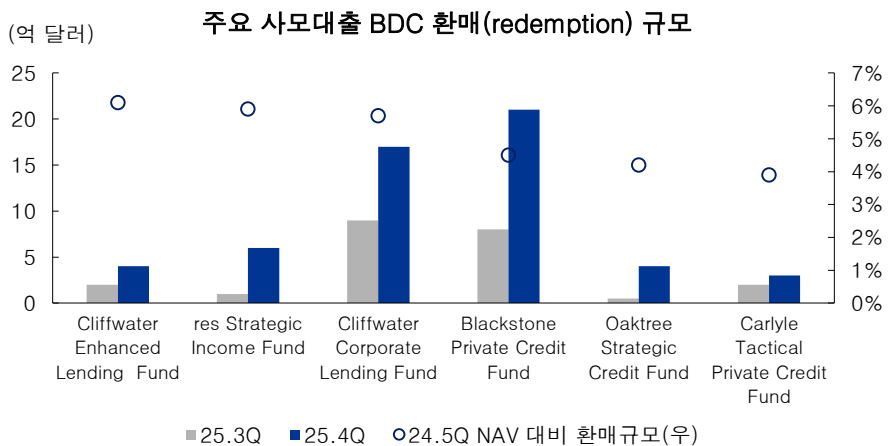
Proskauer Rose LLP는 뉴욕에 본사를 둔 글로벌 대형 로펌



Fitch PCDR = 직전 12개월간 누적 디폴트 건수 / 전체 차주 수



빠르게 늘어나는 환매 수요
➔ 불안과 유동성 문제를 자극



자료: Proskauer Rose LLP, Goldman Sachs, Fitch, IBK투자증권

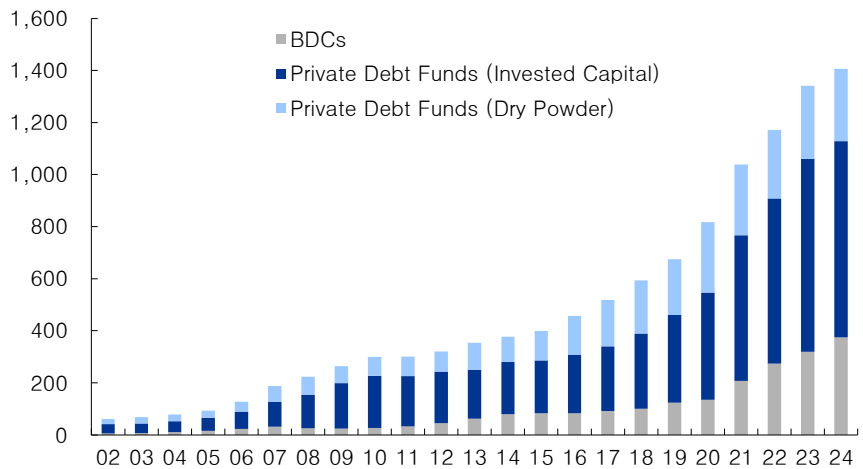
시장 규모가 빠르게 늘고 있다는 점도 고민

여러가지 우려에도 불구하고 사모시장은 빠르게 성장 중 ▶ 자산시장 호황 바탕으로 점점 더 고수익을 추구하는 경향과 맞닿아 있음

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

(십억 달러)

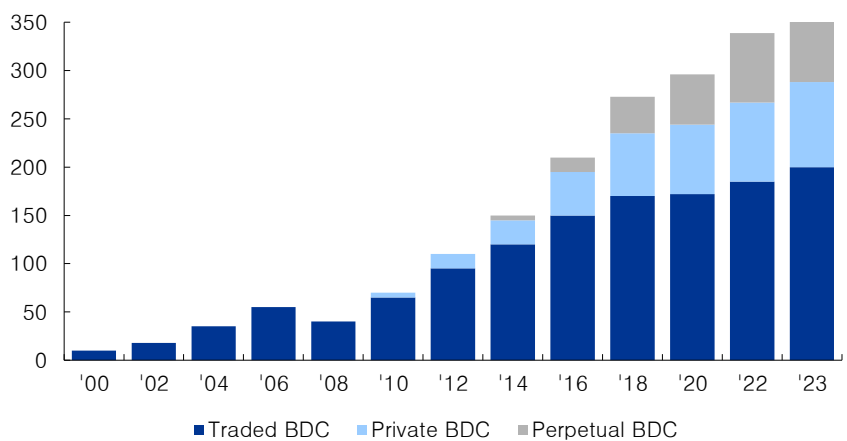
미국 사모 신용 시장 규모



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

(USD)

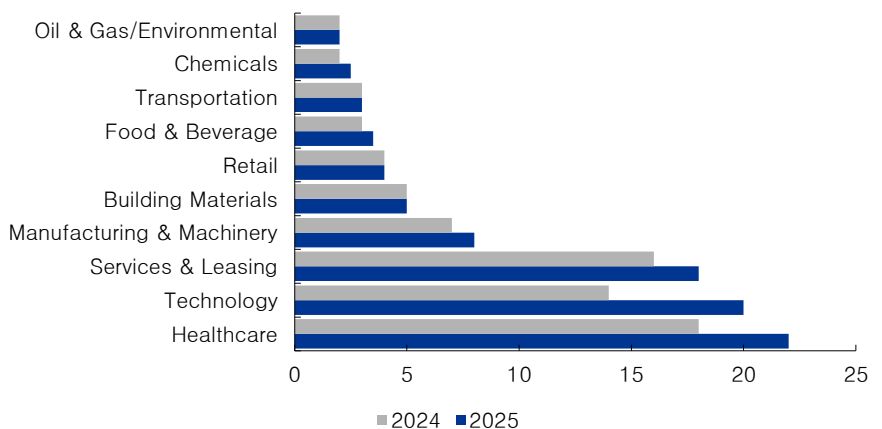
BDC 유형별 자산 규모 추이



산업재나 제조업에서 최근에는 기술기업들이나 헬스케어 등 지식기반 기업들의 자금 조달 증가

(\$bn)

'25년 미국 사모 직접대출 섹터별 신규발행

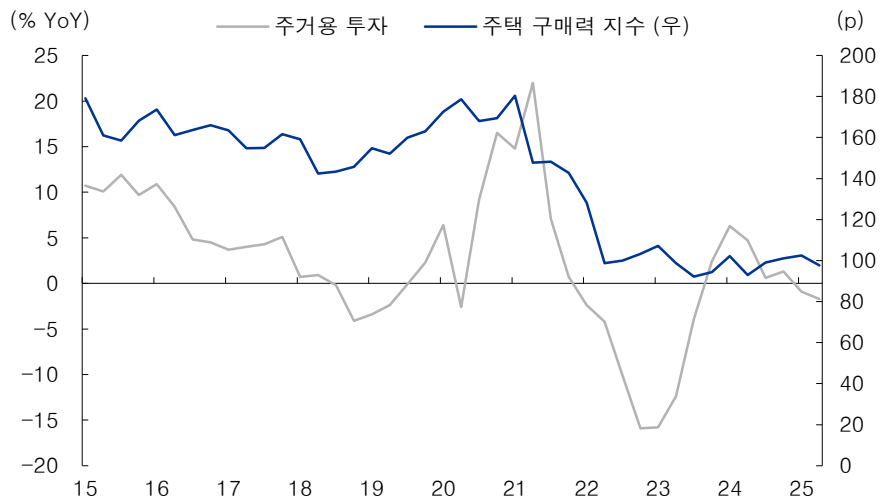
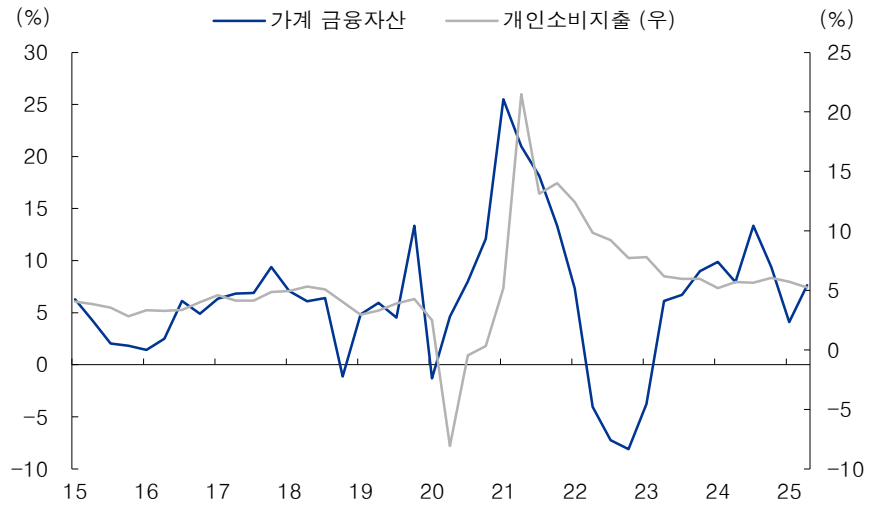


자료: Global Financial Stability Report(2024.04), IMF, Pitchbook, IBK투자증권

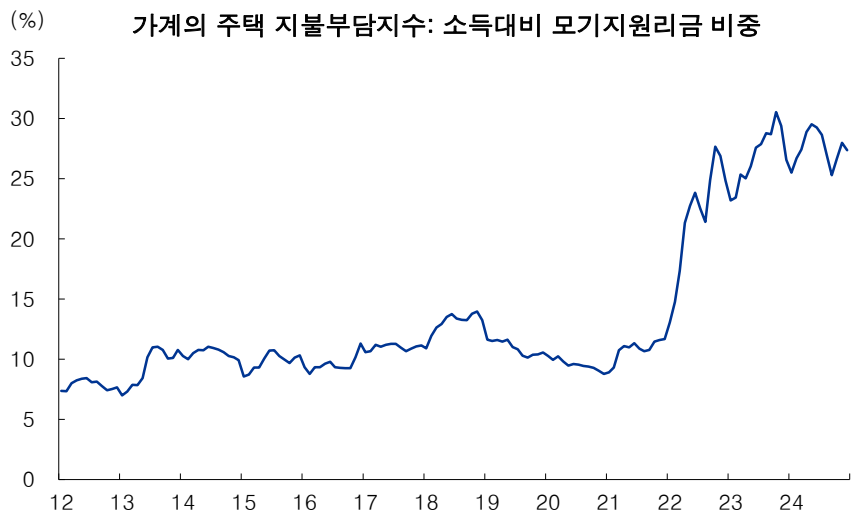
중요한 것은 악화 원인에 대한 고민 ➡ 가계 부문 ➡ 소득 약화는 자산 유지에 대한 부담 증가로 연결

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



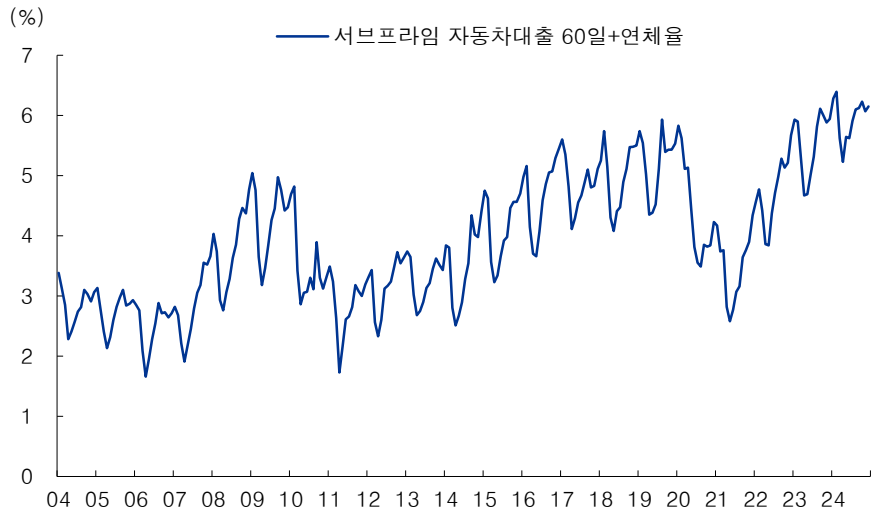
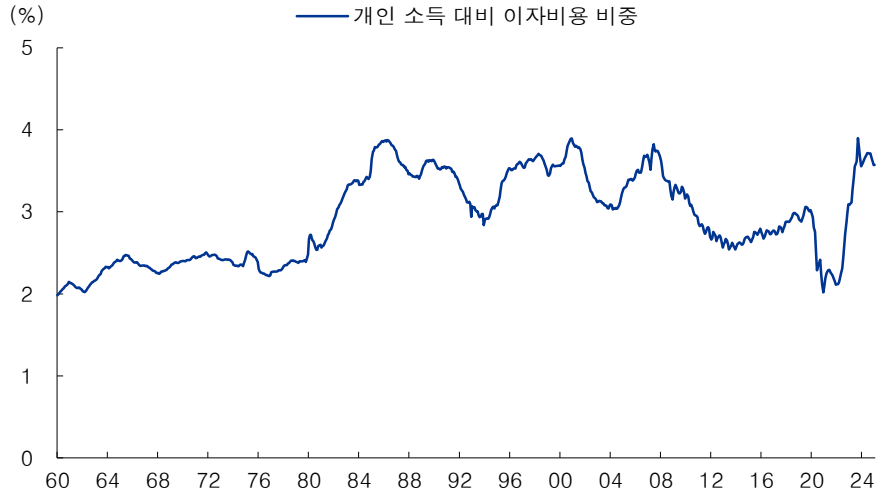
둔화되는 소득은
지속되는 고금리와 맞물려
금융비용 증가 부담으로
이어짐



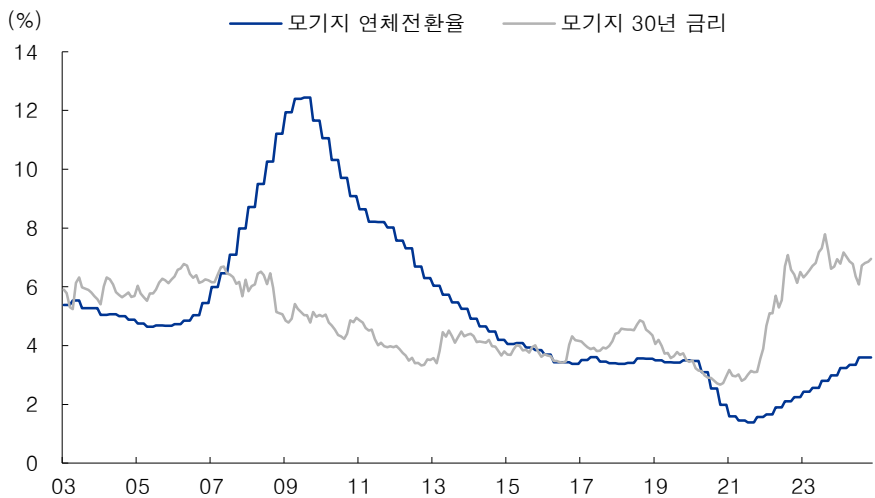
자료: Bloomberg, IBK투자증권

지속되는 고금리의 부담 ➡ 가계 건전성 악화

이자율이 빠르게
상승하며 소비성 대출의
연체율도 빠르게 상승



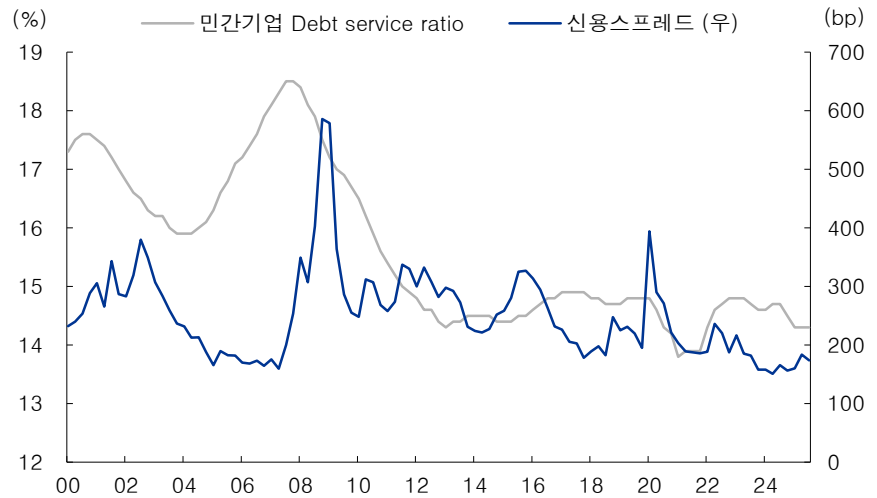
소비성 대출만큼은
아니지만 고금리는
주택관련 대출에도
부담을 주기 시작



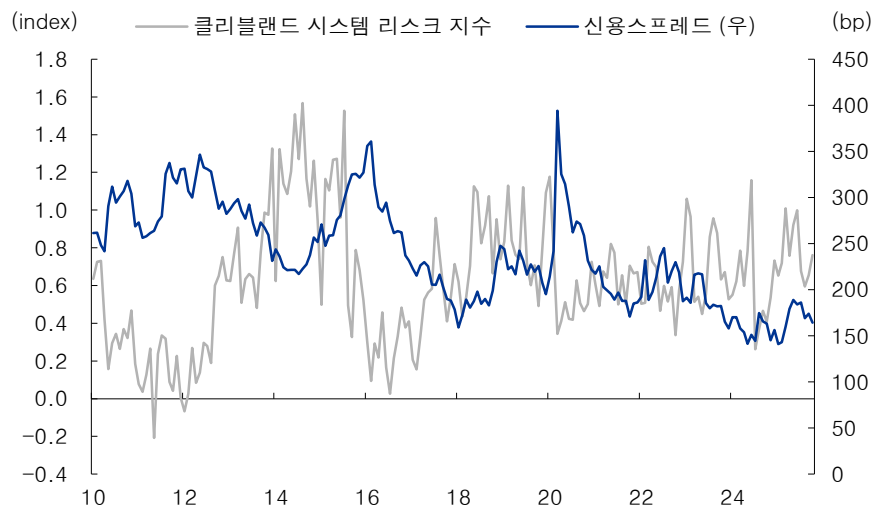
자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권

표면적으로 안정되어 있는 기업신용

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



가장 중요한 요인은
막대한 잉여유동성과
아직은 상승 중인
자산가격에 기인



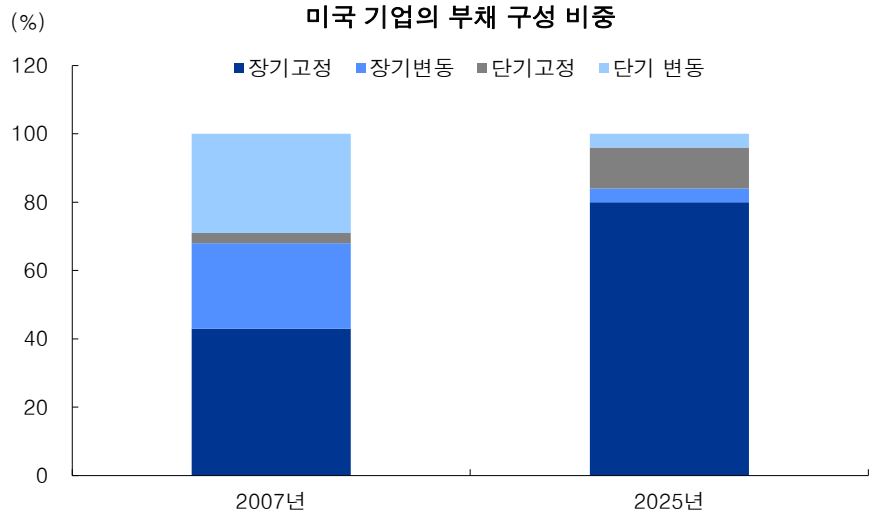
하지만 수면 아래에서는
몇 년 안에 임계점에
도달할 수도 있는 불안
요인들이 내재되어 있음



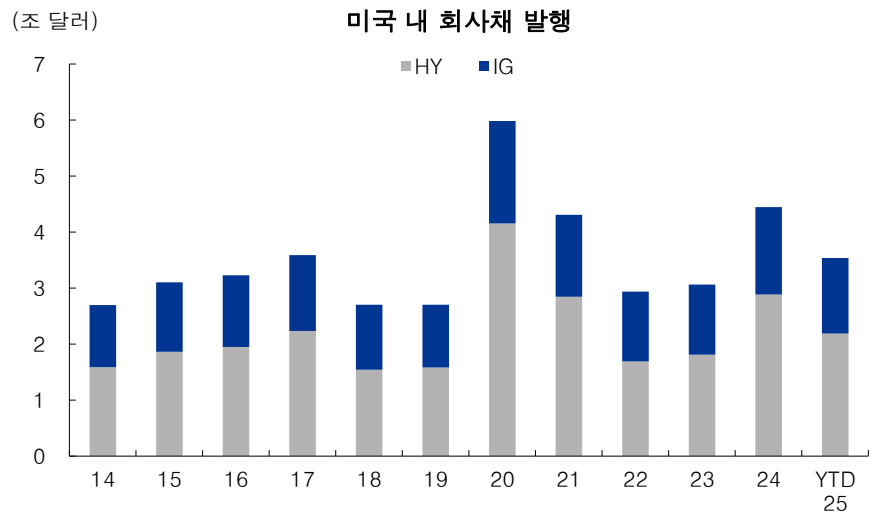
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하지만, 장기 고정 부담이 높아진 기업 부채

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

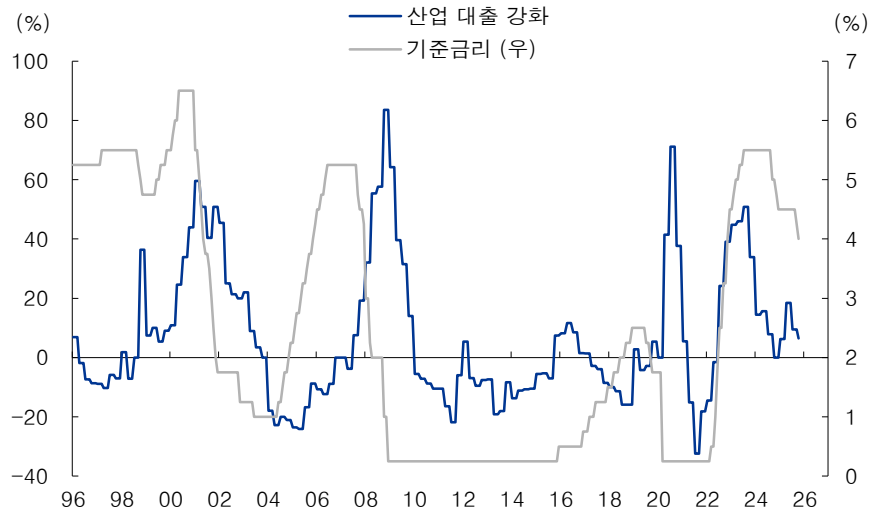


하이일드 채권 비중이 지속적으로 증가 ▶ 지금은 잉여 유동성 상황이지만 자금 상황이 바뀐다면?



산업용 대출에 대해 엄격해지는 분위기

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

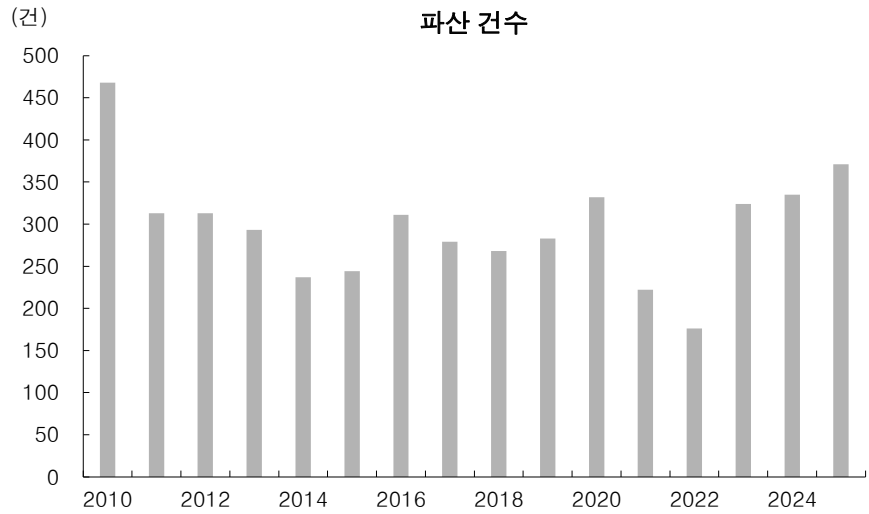


자료: Bloomberg, SIFMA, IBK투자증권

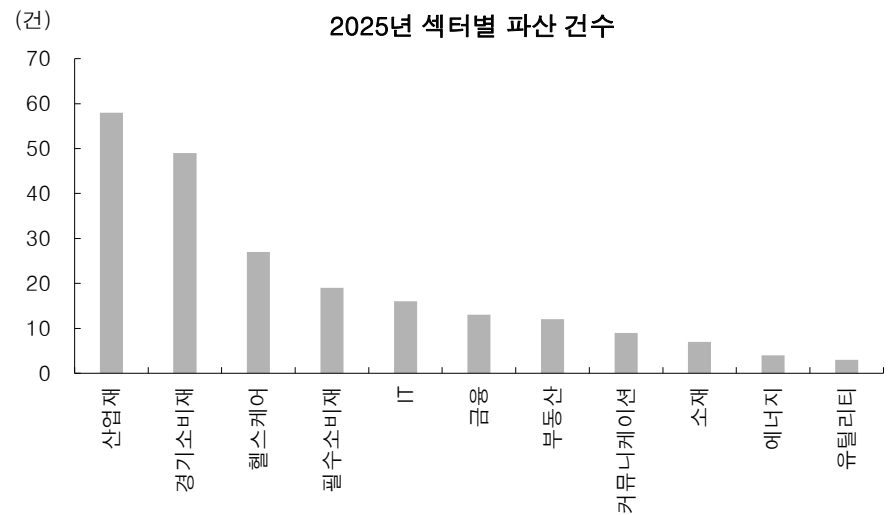
그리고, 소리없이 증가하는 파산

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

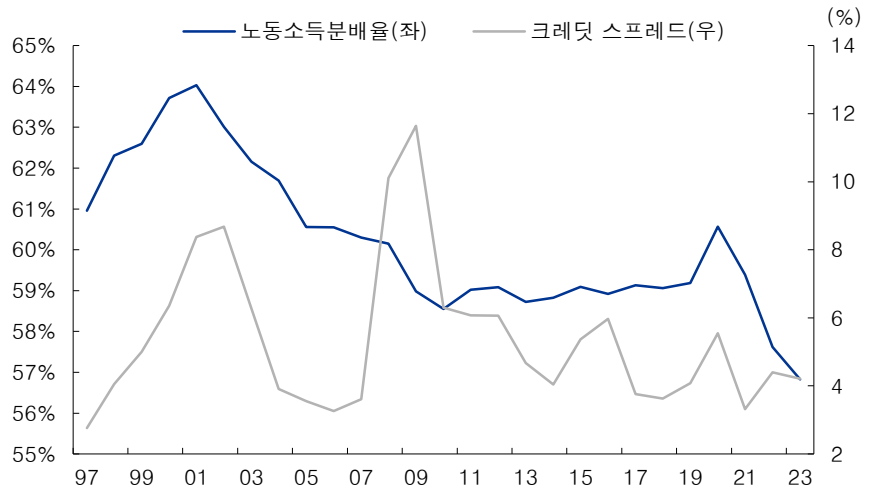


자료: S&P Global, IBK투자증권

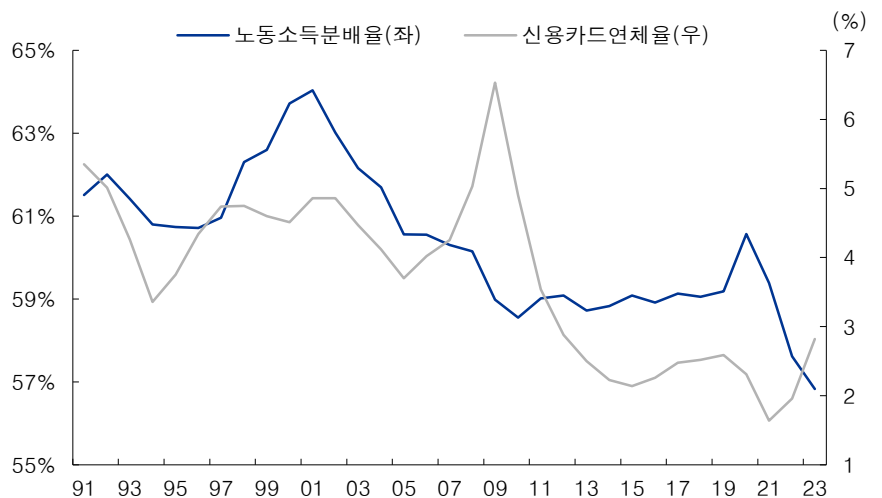
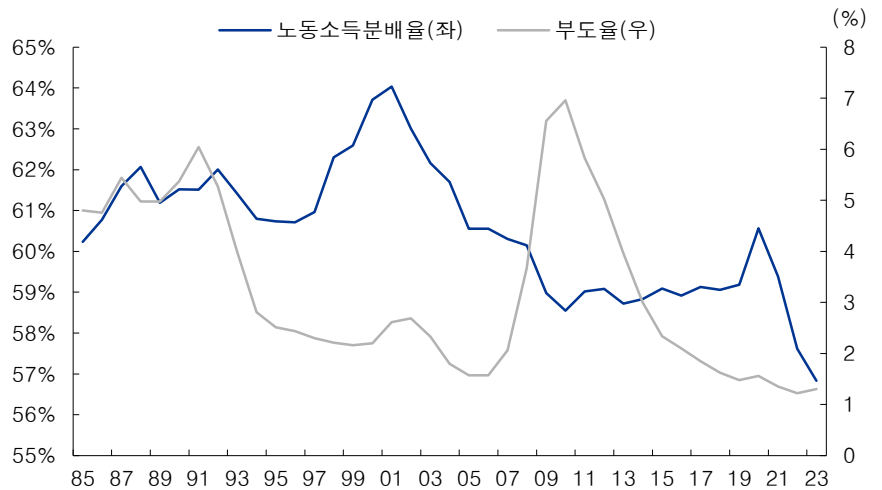
- 사모신용의 구조적 취약성이 드러나기 시작한 것이 2025년 9월 서브프라임 중고차딜러십 및 할부금융회사인 '트라이컬러 홀딩스'와 자동차애프터마켓 부품 제조 유통 회사인 '퍼스트 브랜드 그룹' 파산이라는 것을 생각해 볼 필요
- 시 투자로 인해 우려가 증폭되고 있으나 실제 파산은 양극화의 소외된 부분에서 발생하고 있고, 신용등급 하향도 미래에 대한 기대보다는 현재의 부실에 기반하고 있다는 점

양극화와 신용위험 지표는 높은 역 상관관계 형성

노동소득분배율의 하락은 초기 신용스프레드 및 부도율 하락과 같이 움직이지만 일정 수준을 지나 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

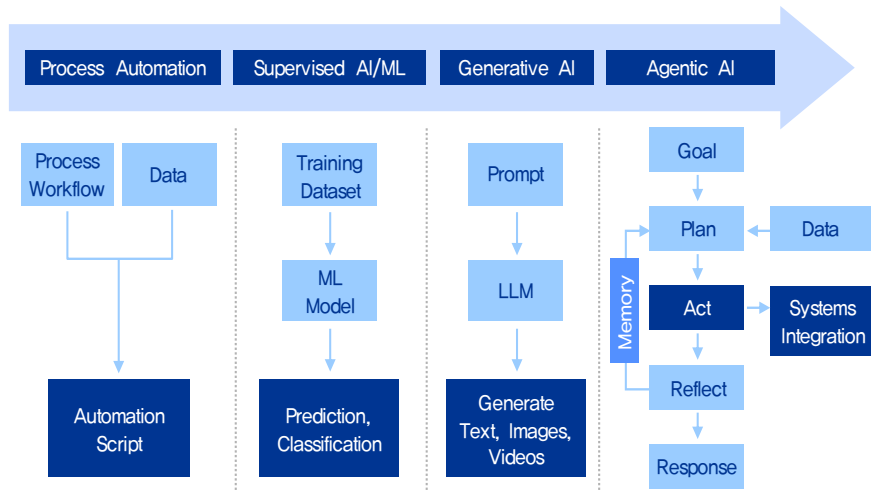
2-2

소외된 산업과 금융시장 유동성을 더 압박하는 SI기업으로의 자금 쏠림

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
 - ➔ 미국 사모신용위험은 어디서 왔을까?
 - ➔ ‘FOMO’가 자금시장 불안을 가중시킨다?
 - ➔ 2008? Or 2023?
 - ➔ 이번 국면만의 현상인가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

과열 논란 있지만 AI에 대한 경쟁적 지출 지속

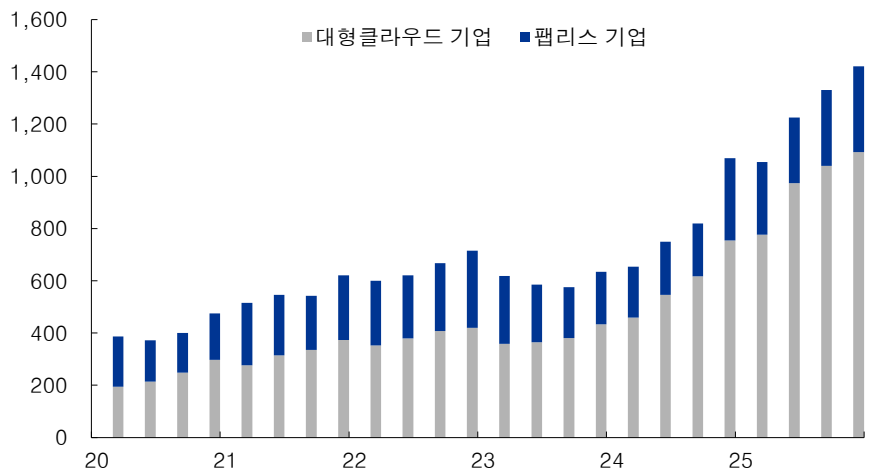
진화하고 있는 AI 기술



대규모 자본을 소모하는 AI 기술 발전에 맞춰 관련 투자 가파르게 증가

(억 달러)

AI 기업 자본적 지출

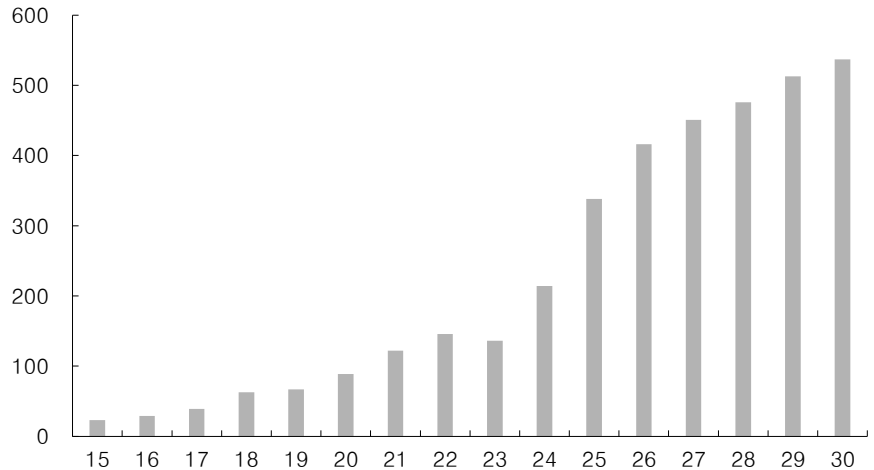


글로벌 테크 거인들이 투자를 주도

기업들이나 나라들 모두 Chicken Game의 양상?

(십억 달러)

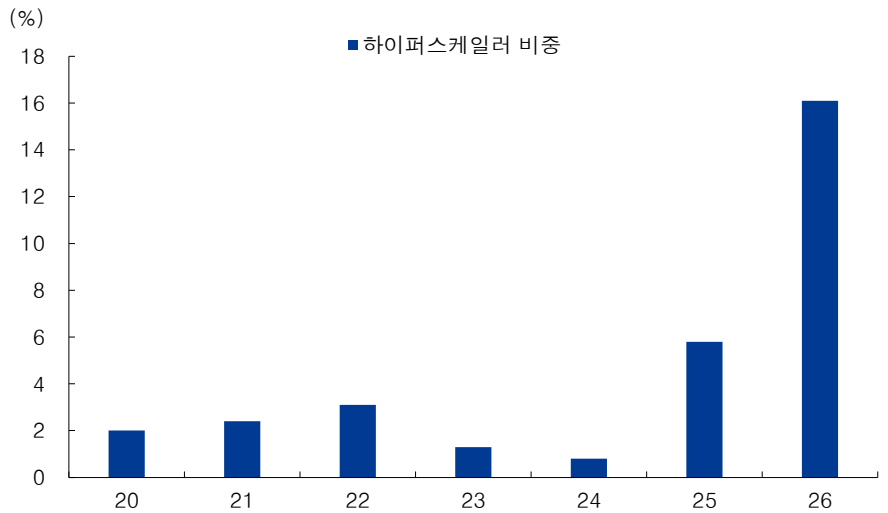
주요 빅테크 CAPEX 전망치



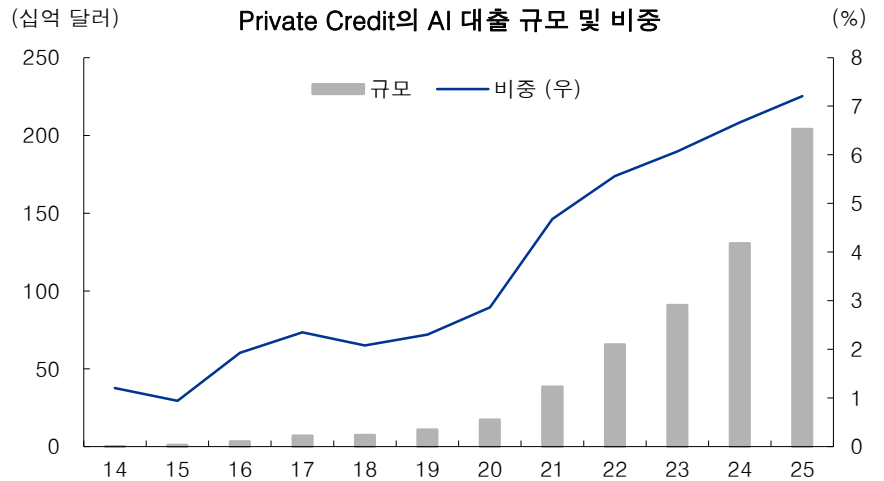
자료: Bloomberg, OMDIA, S&P global market Intelligence, IBK투자증권

외부자금 조달 규모가 급증하는 미국 AI 기업

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



회사채 시장 뿐 아니라
최근 부실 우려로 뉴스에
오르내리고 있는
사모대출(Private Credit, PC)
시장에서도 AI 기업 대출
규모와 비중은 빠르게 증가

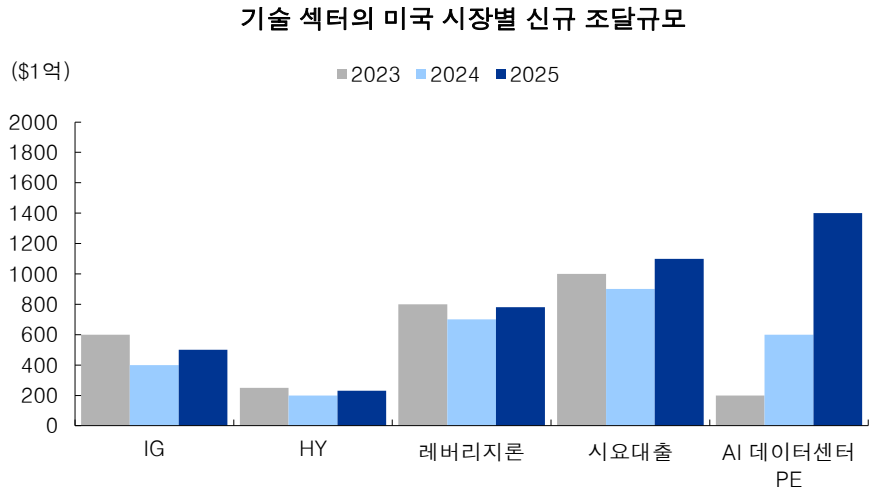


자료: Bloomberg, IBK투자증권

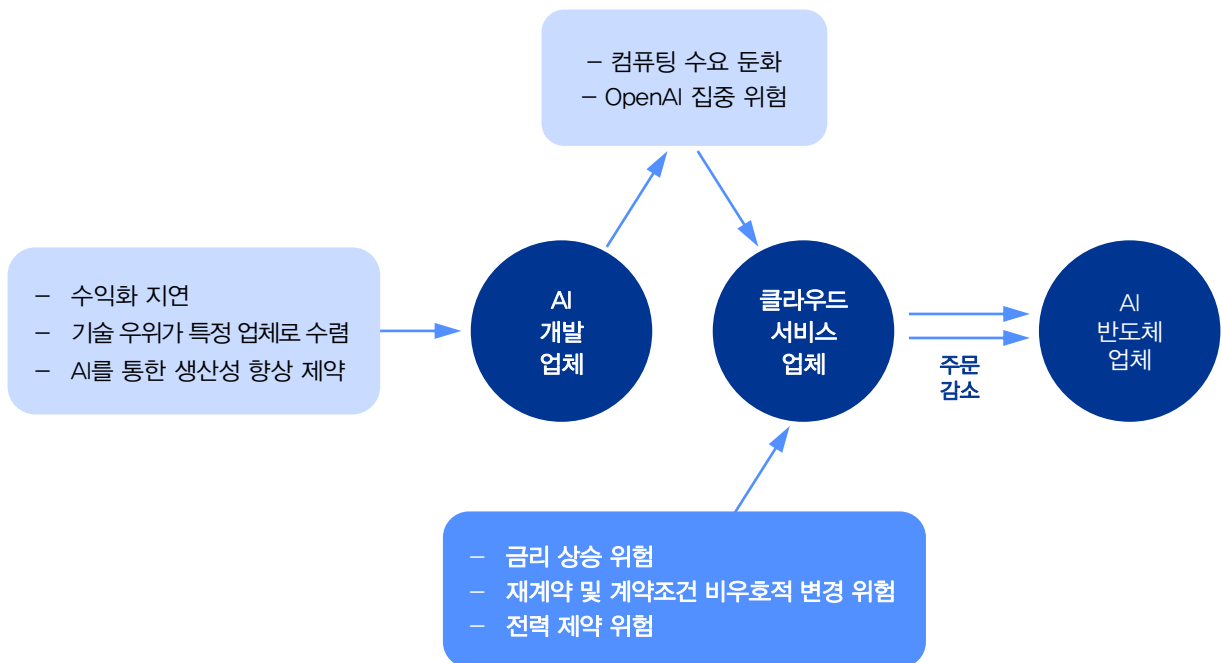
- “AI 기업이 늘어난 투자를 감당할 수 있는가?”도 문제지만 한정된 유동성을 AI 기업이 차지함으로써 다른 산업에 속한 기업들의 자금 조달 경로는 실질적으로 좁아지는 문제에 더 집중

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)

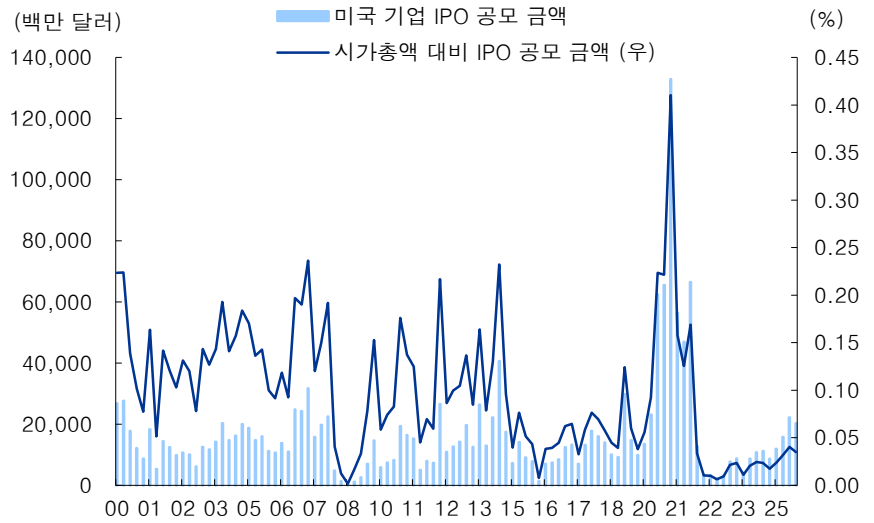


자료: UBS, 국제금융센터, 한국신용평가, IBK투자증권

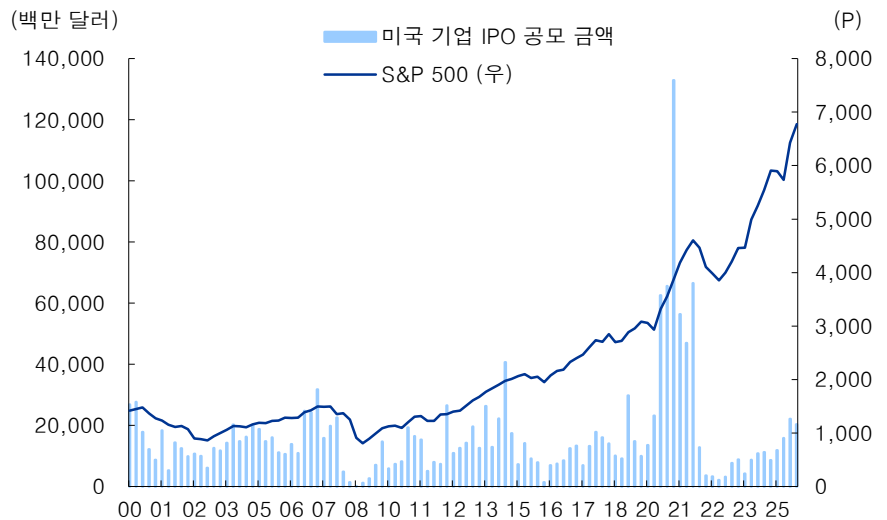
2026년 하반기 유례없는 대규모 IPO

Space X 2조 달러 +
Open AI 1조 달러 +
Anthropic 1조 달러

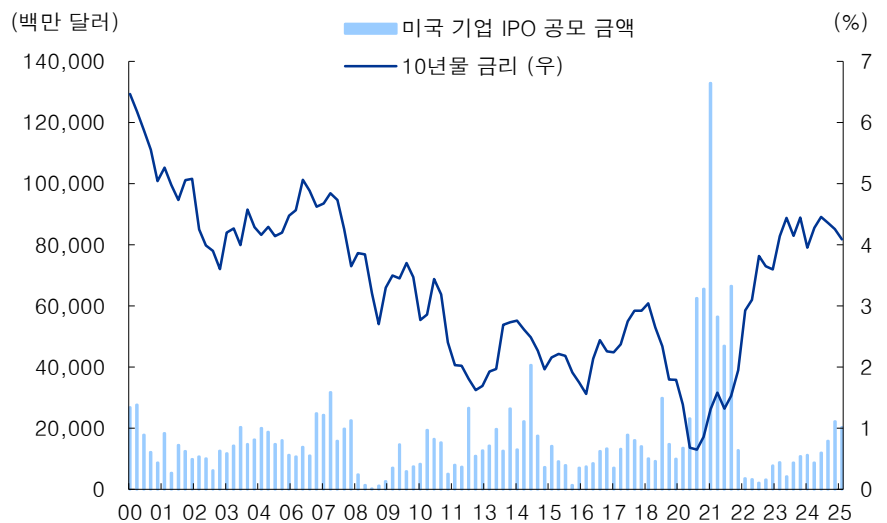
S&P500 시가총액의
6.4%



시장 참여자들은
1차적으로 대규모
IPO가 주식시장
상승 랠리의 지속에
어떤 영향을 줄
것인지에 관심



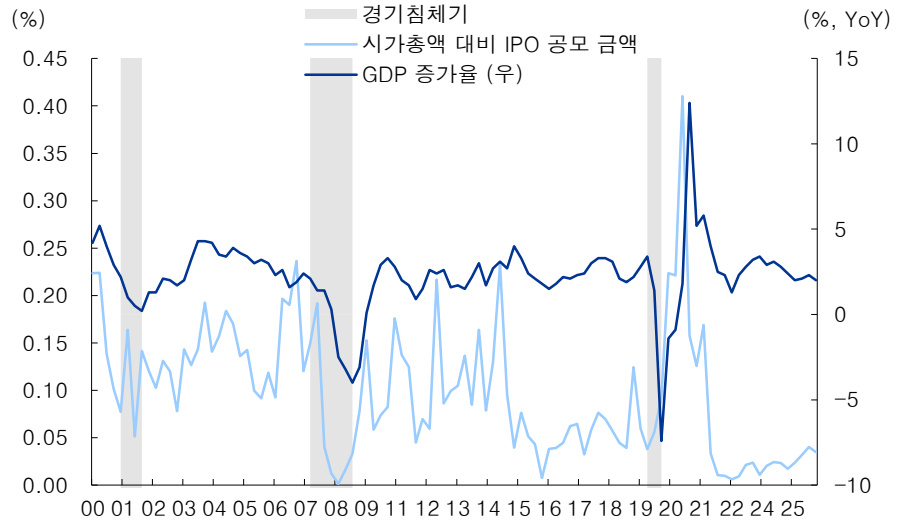
하지만, 더 중요한 것은
막대한 자금이 지금
각광받고 있는 소수의
기업에 몰린 후 자금
시장과 경제는 어떻게
될 것인가? 임



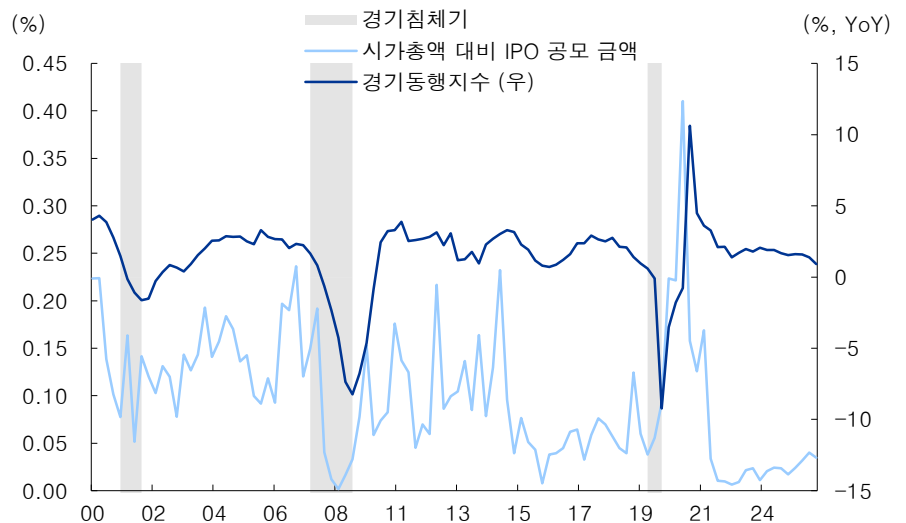
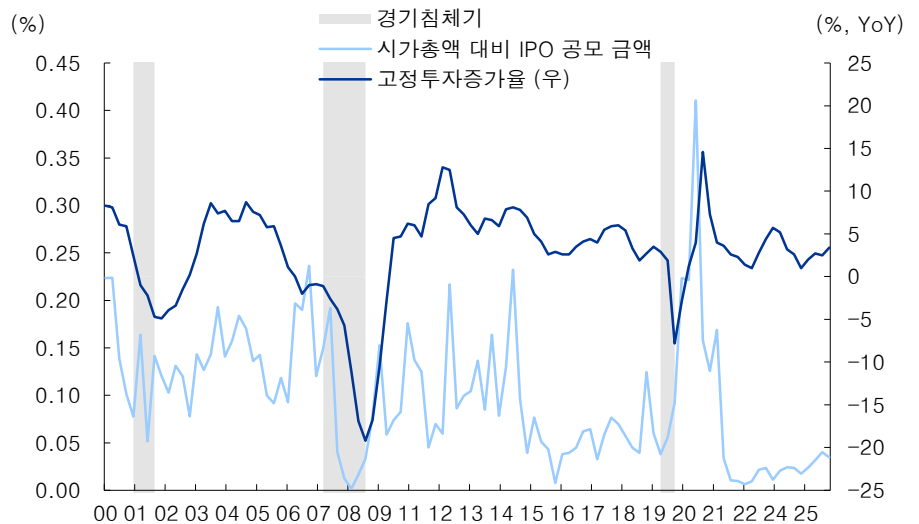
자료: Bloomberg, IBK투자증권

대규모 IPO는 경기 정점을 약간 선행

대규모 IPO는 순환적인
경기지표나 GDP 성장률
고점을 약간 선행



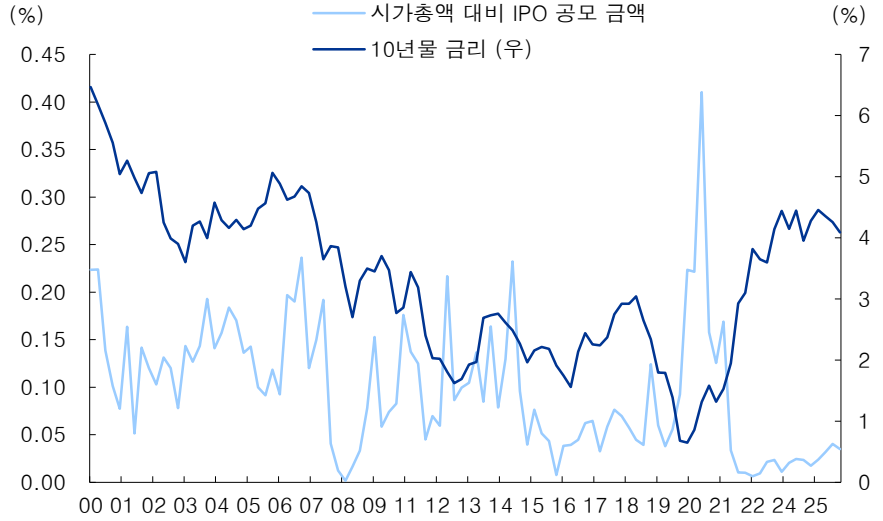
대규모 자금이 유입된
기업의 투자 집행과
지출 증가에 따른
현상으로 볼 수 있음



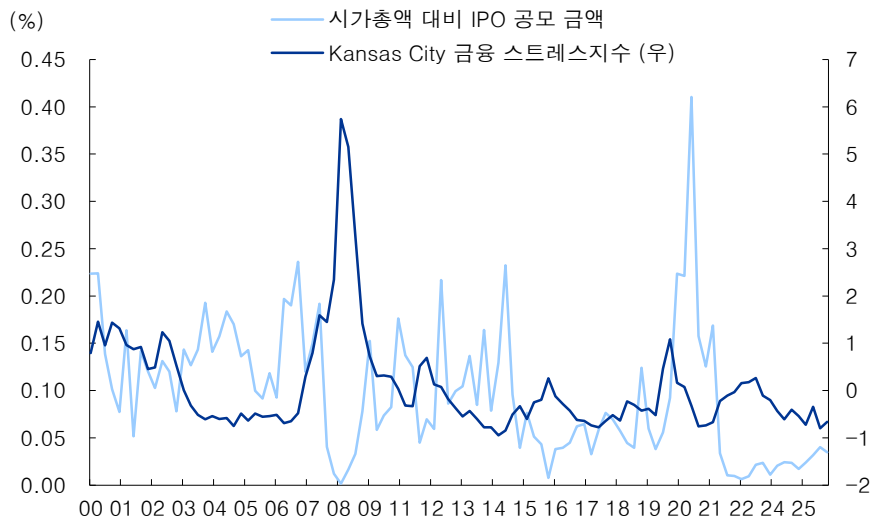
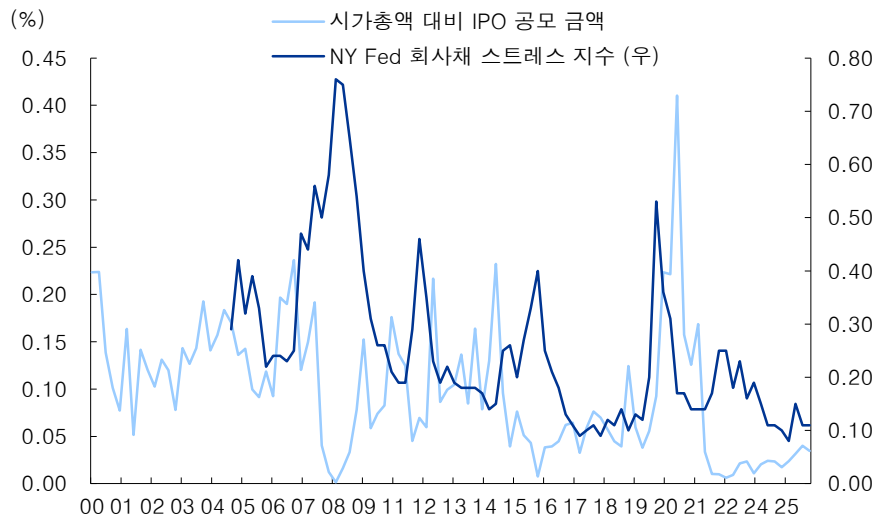
자료: Bloomberg, IBK투자증권

하지만, 자금시장 스트레스를 수반

자금시장에서 소수 기업에 대규모 자금이 잠기게 됨에 따라 자금 시장의 유동성 상황은 경색되고 이는 다른 기업들의 자금 조달 스트레스를 증가시키고 금리를 상승시킴



이 스트레스가 신용불안으로 이어지고 기업 활동을 위축시키며 경기는 하락 전환



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2-3

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

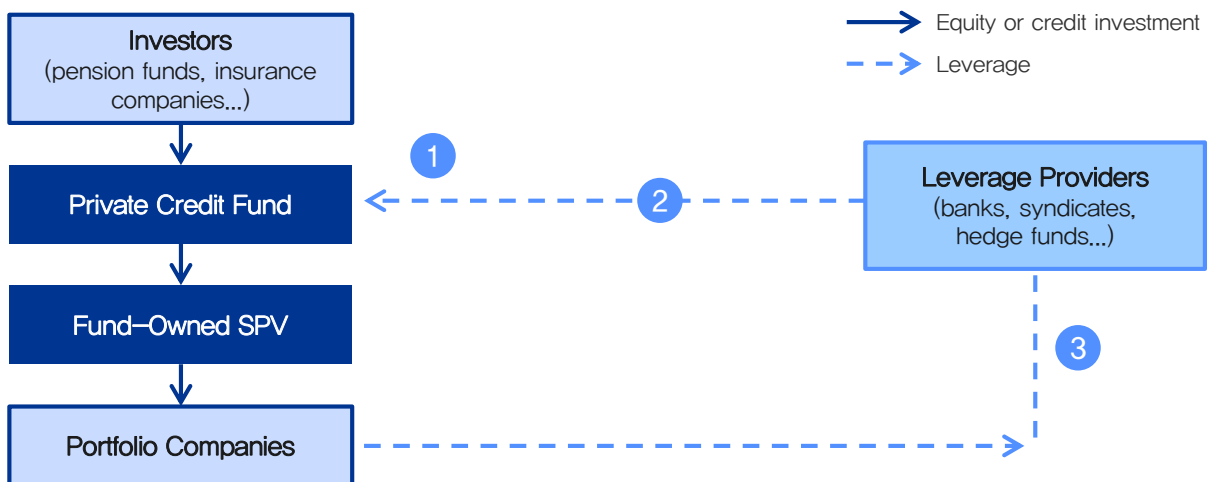
- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
 - ➔ 미국 사모신용위험은 어디서 왔을까?
 - ➔ 'FOMO'가 자금시장 불안을 가중시킨다?
 - ➔ 2008? Or 2023?
 - ➔ 이번 국면만의 현상인가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

이해관계자가 광범위할 수 밖에 없는 사모신용 시장

사모신용 구조

단계	주요 player (요소)	일반적 특징
최종투자자 (End Investors)	<ul style="list-style-type: none"> 연기금 (Pension Fund) 보험사 (Insurance Corporations) 국부펀드 (Sovereign Wealth Funds) 개인투자자 (Retail) 	<ul style="list-style-type: none"> 장기 투자 경향 기관투자자 중심(초고액 투자자 포함)
※ 레버리지 공급	<ul style="list-style-type: none"> 은행 (Banks) 	<ul style="list-style-type: none"> 중개자에 레버리지(대출) 공급
중개자 (Intermediaries)	<ul style="list-style-type: none"> 폐쇄형 사모펀드 (Closed-end GP/LP) 기업성장집합투자기구 (BDCs) 대출채권담보부증권 (CLOs) 준유동형 BDCs - Perpetual BDCs, Interval Funds 	<ul style="list-style-type: none"> 일반적으로는 조달 만기와 대출운용 만기가 크게 차이나지 않으나, 준유동형 구조에서는 만기불일치 리스크 확대
※ 대출조건	<ul style="list-style-type: none"> 변동금리 대출 (Floating · Rate Loans) 	<ul style="list-style-type: none"> 강도높은 특약조건 (Covenant Heavy) 소수의 대주단, 맞춤형 대출 및 기업 통제권 조약 등
차입자 (Borrowers)	<ul style="list-style-type: none"> 중견기업군 (Middle-market Firms) 	<ul style="list-style-type: none"> 통상 연매출 1억달러~10억달러 사이의 기업 공모 채권시장에 접근하기는 규모가 작으나 일반적인 은행대출만으로는 사업 확장이나 M&A 자금을 충당하기 어려운 기업

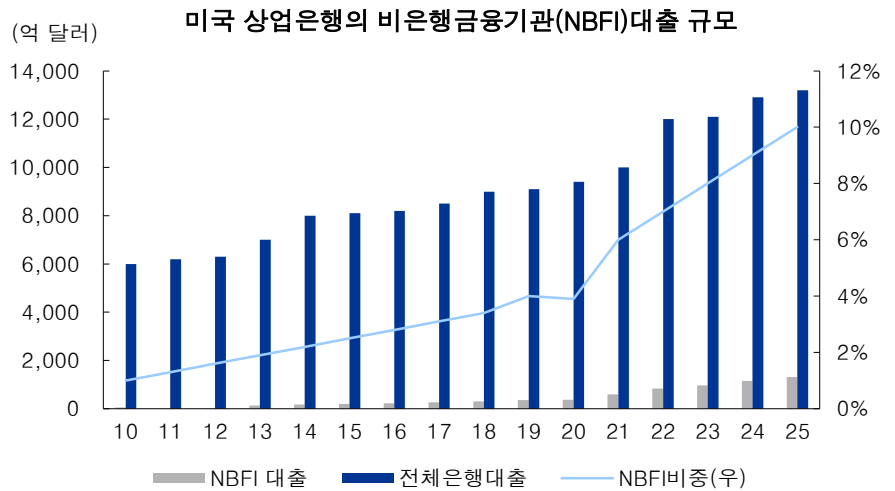
사모신용의 다층적 레버리지 구조



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

사모신용시장 커지는 것에 비례해 미 은행의 NBFi 대출 규모도 빠르게 증가

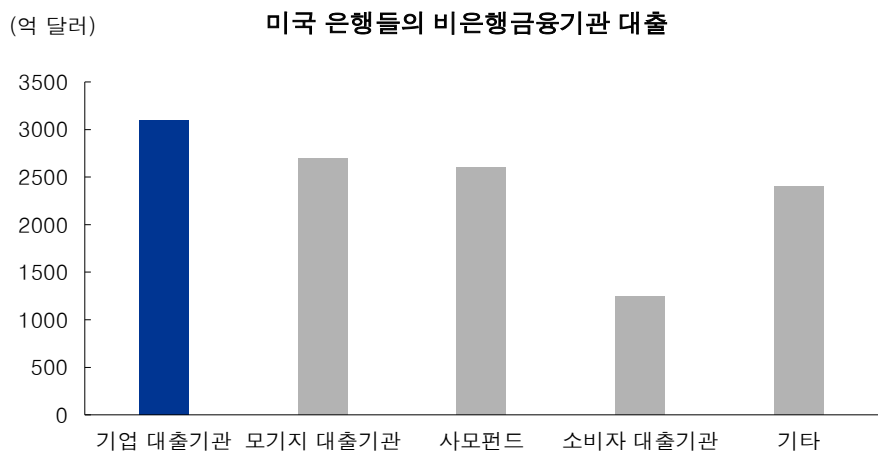
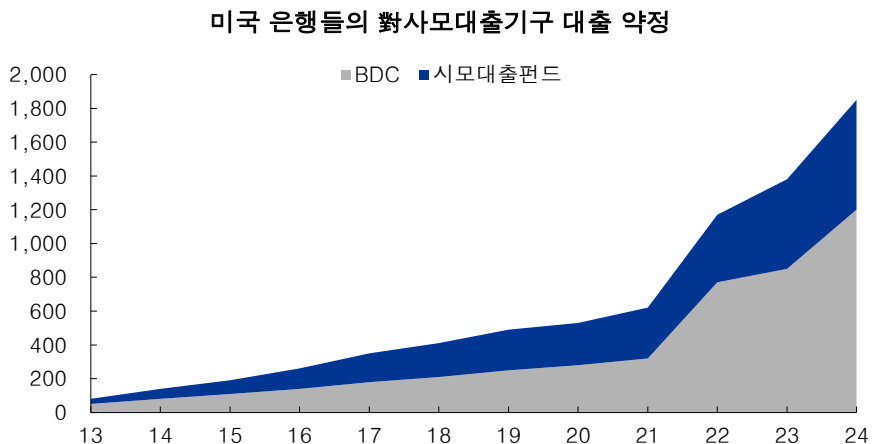
코로나 팬데믹을 계기로
NBFi 대출 증가 가속



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)



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

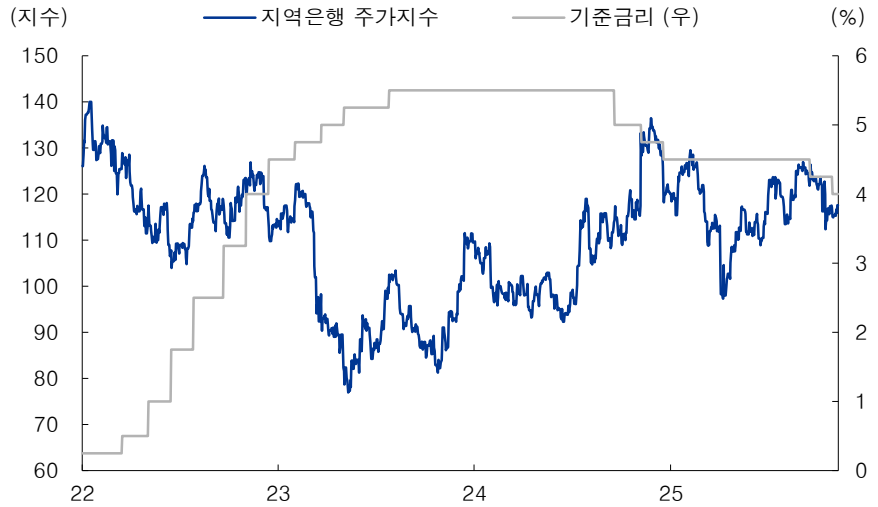
미 시중은행보다는 약한 고리인 지방은행 부실 주목

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

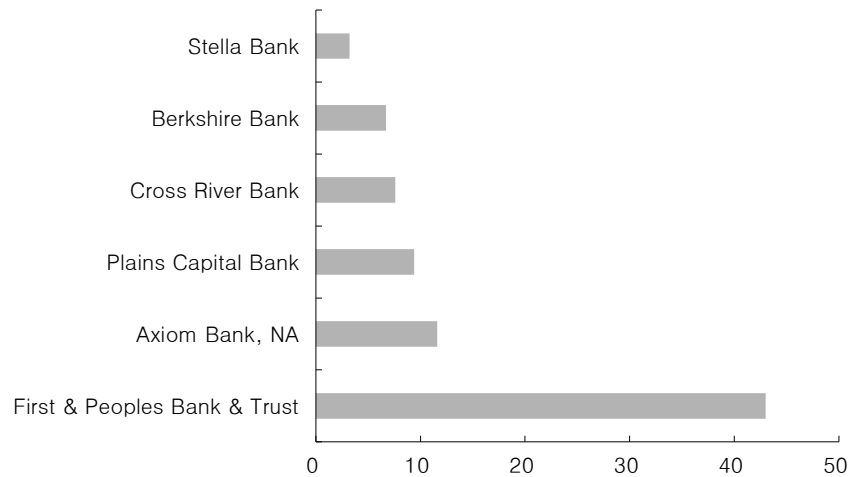
당장 시스템 위기로 번질 사안은 아님

하지만 반복되고 있다는 점이 문제

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

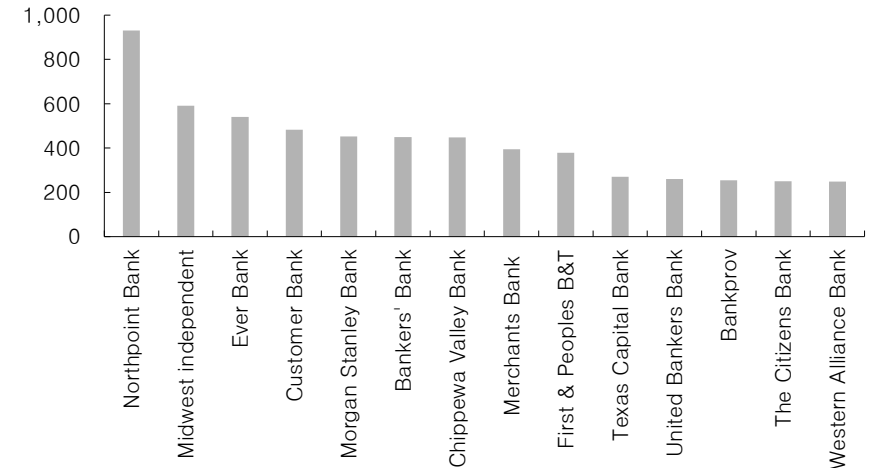


미국 중소은행 NBFi 대출 연체율



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

미국 은행권 자본대비 NBFi 대출 비중



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 은행 이용이 어려운 영역의 중위험-중수익 모델이었으나, 경쟁 심화로 대출기준이 완화, 전문성과 세밀한 모니터링이라는 고유의 장점도 희석
	규제 및 회계의 취약성이 시장 성장의 배경	내부 평가 모델(Mark-to-Model)에 의존하는 가치평가 방식으로, 부실 징후가 있어도 총당금 설정 없이 높고 안정적인 수익률인 것처럼 왜곡
	시장 전체를 파악할 수 있는 정보의 부재	대출의 구체적인 위험 수준에 대한 자료가 부족하여 시장에 어느 정도 문제가 있다는 의구심과 불안감을 증폭시킴
차이점	구조적 복잡성	구조가 상대적으로 덜 복잡하며, 최종 투자자나 은행이 투자 대상과 레버리지 수준을 대략적으로 파악할 수 있고 스트레스 테스트도 가능함
	금융 시스템 연계성	중심 플레이어가 모 자산운용사(Blackstone, KKR 등)로 이들 자체의 금융시장 내 연계성은 낮으며, 은행은 주로 선순위 채권자 역할을 수행
	시스템 전이 위험	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, 공무원 연금, 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(25년말)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 증권사 클럽딜래핑 펀드 투자	- 개별 보험사에 따라 투자 비중 차이 상당히 존재 - 수익률 제고 목적으로 비중 확대 되었으나, 실제 해외 사모신용투자 비중은 대형사의 경우에도 1~3% 미만으로 파악됨

자료: NICE신용평가, IBK투자증권

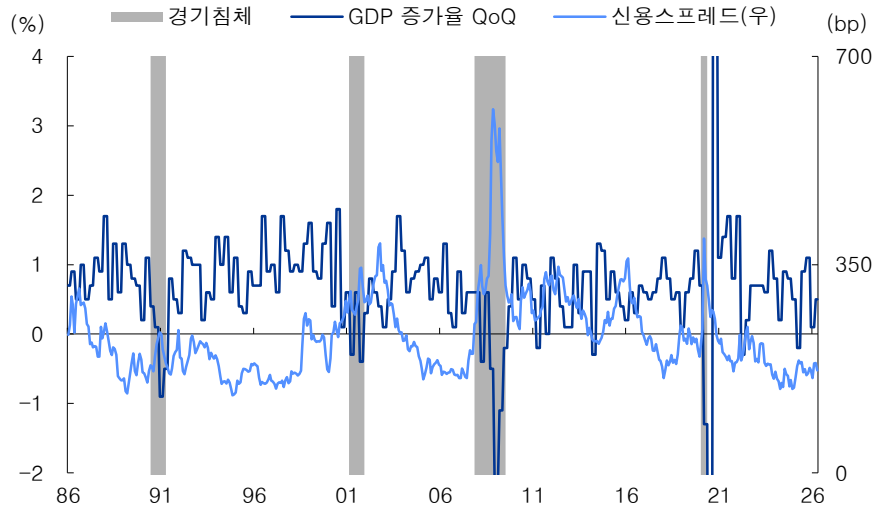
2-4

경기 사이클의 또 다른 이름은 신용위험 사이클

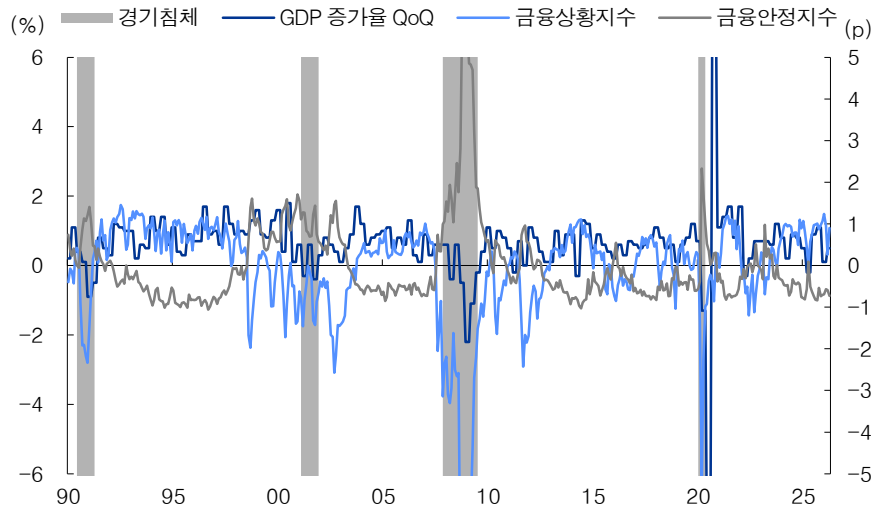
- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
 - ➔ 미국 사모신용위험은 어디서 왔을까?
 - ➔ 'FOMO'가 자금시장 불안을 가중시킨다?
 - ➔ 2008? Or 2023?
 - ➔ 이번 국면만의 현상인가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

신용여건 악화는 GDP 둔화를 가속화시키는 요인

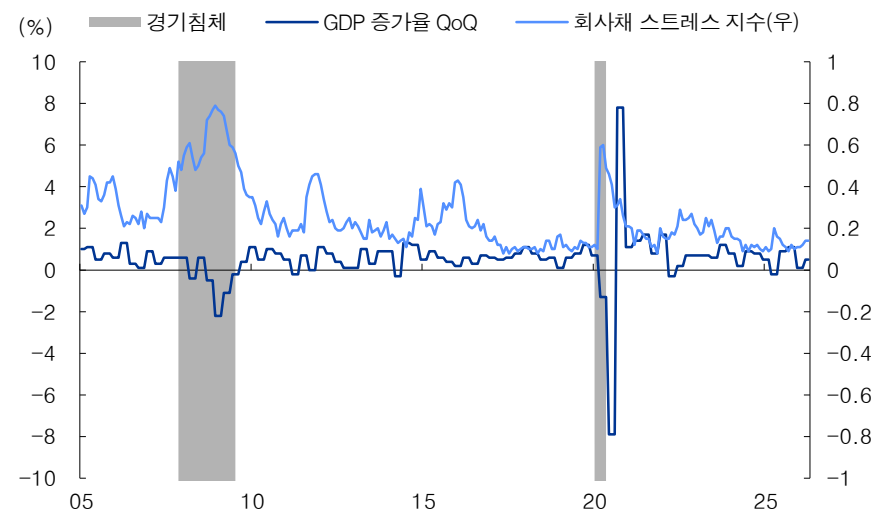
경기침체로 이어지는
GDP 급락 직전
신용스프레드 급등이
선행 ➔ 신용위기
현실화



금융상황 악화와
경제성장률 위축은
서로에게 영향을 주며
대칭적으로 움직임



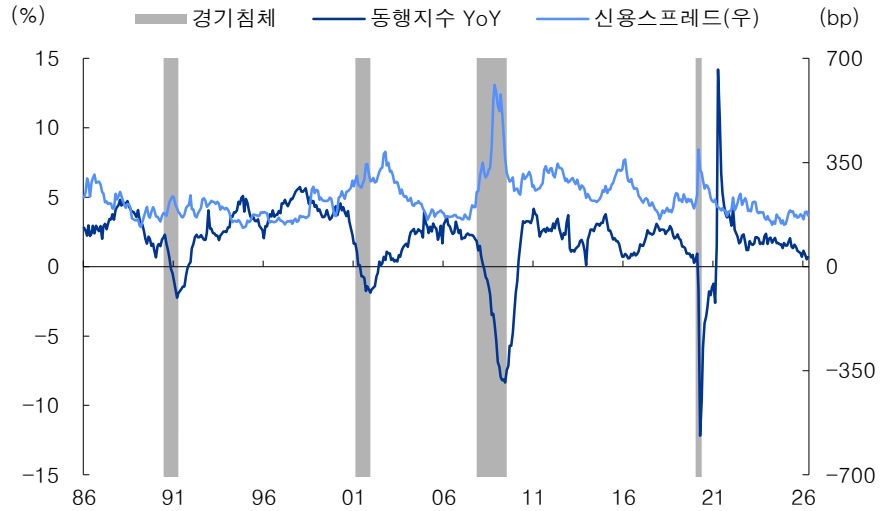
자금 조달 스트레스 ➔
신용위험 현실화 ➔
경기침체



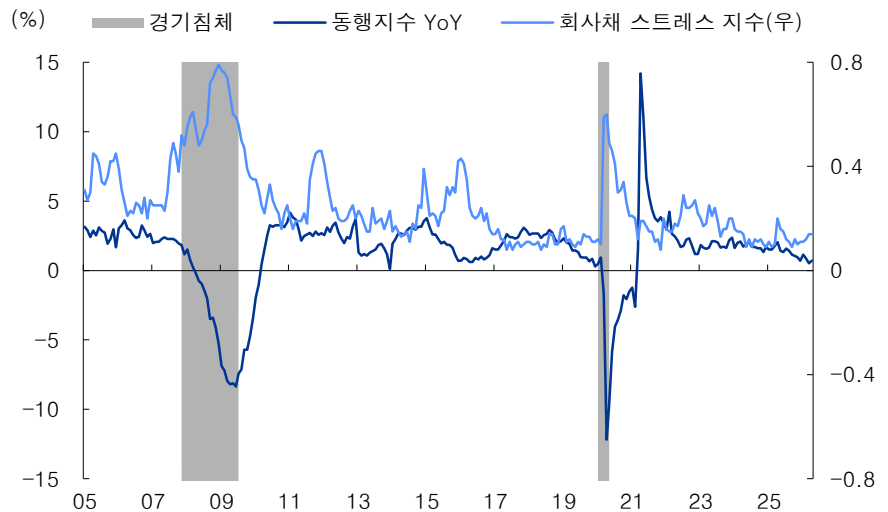
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기순환과 신용순환은 대칭적인 사이클

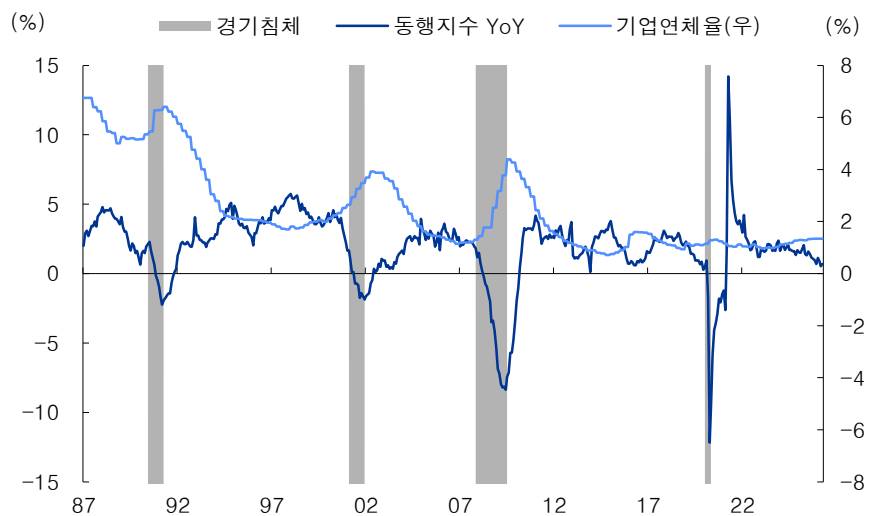
신용스프레드와
경기국면은 대칭적 관계
▶ 최근 뚜렷해지는
동행지수 둔화,
향후 신용스프레드는?



경기둔화는 기업 수익성을
위축시키고 외부자금
조달 필요성을
늘림으로써 채권 조달
스트레스를 증가시킴



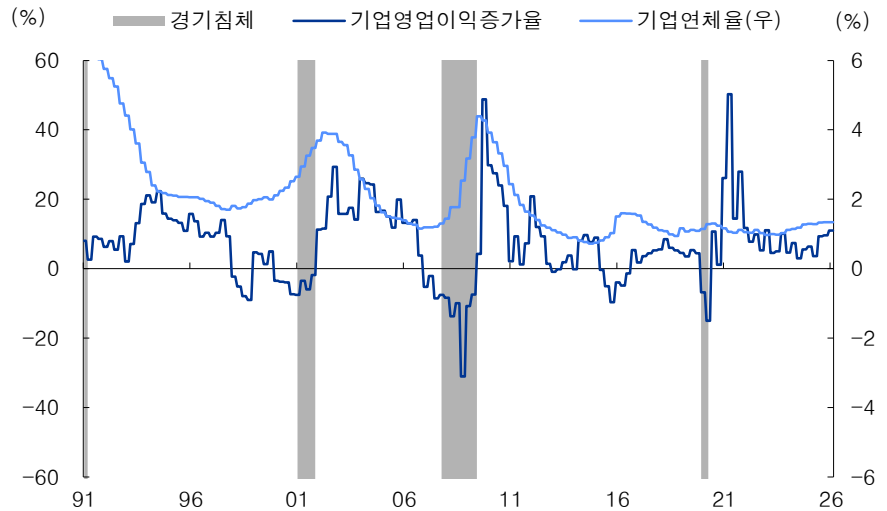
당연히 경기 둔화와
이로 인한 수익 둔화는
연체율을 상승시키는
필요충분 조건



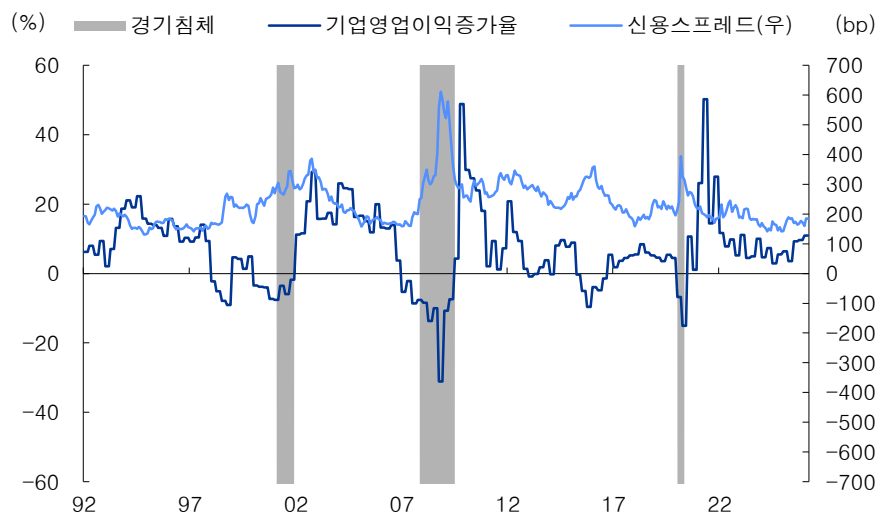
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업수익 개선 여부는 신용 상황 변화의 중요한 전제 조건

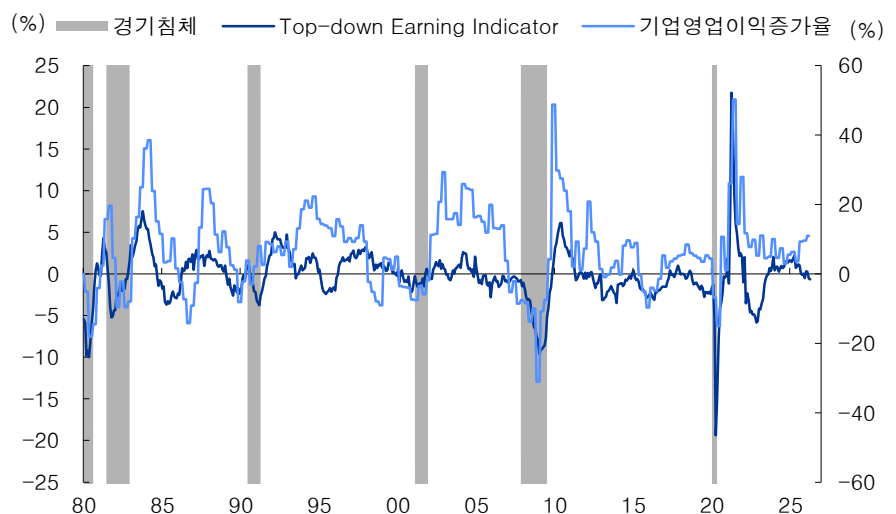
최근 미국 기업의
영업이익 증가율은 가파른
개선 추세 ▶ 신용시장이
아직은 안정적인 이유



하지만 크게 엇갈리는
Top-down과 Bottom-up
이익 모멘텀 지표들
어떻게 볼 것인가?



▶ 영업이익 증가율은
구조적인 호황을 맞은
소수 IT 기업들의 이익이
전체를 견인하며 크게 상승.
하지만 전체 경제환경은
기업 수익성이 개선되는
환경이 아님을 의미 ▶
크게 심화된 자본 간
양극화의 단면을 보여줌

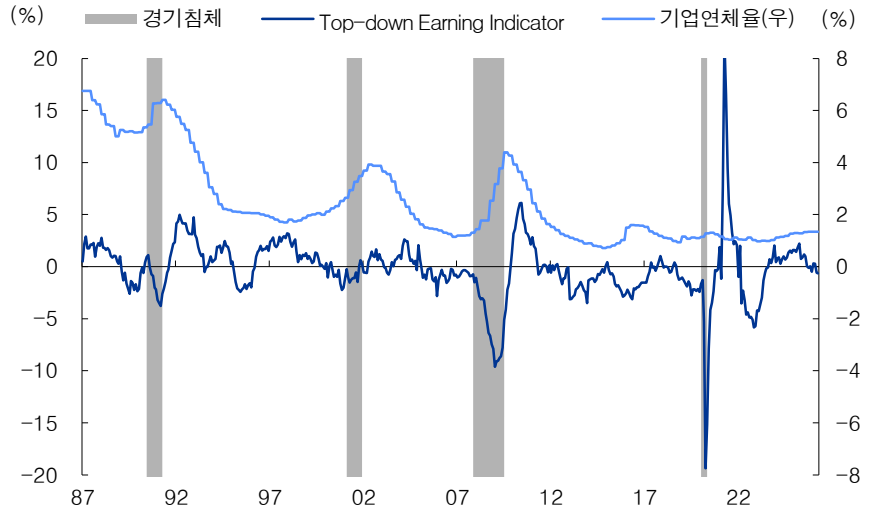


자료: Bloomberg, IBK투자증권

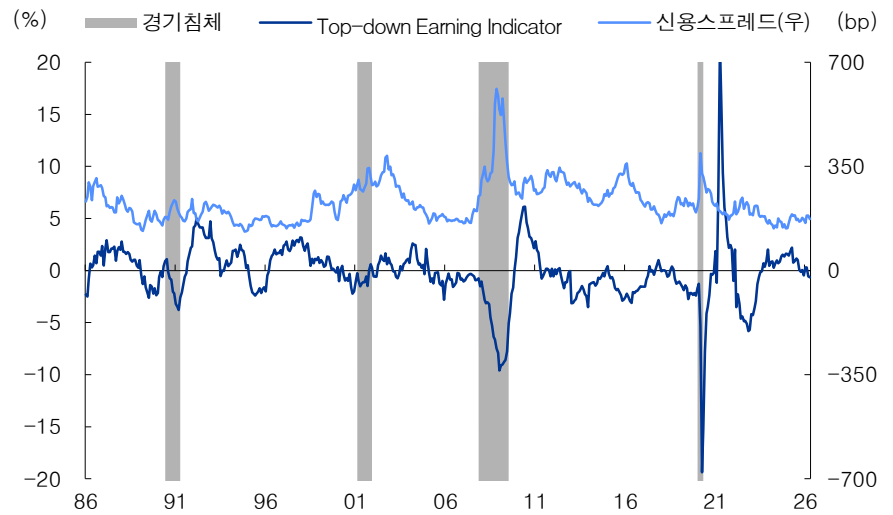
Top-down 이익 모멘텀은 신용위험이 점증하는 쪽을 가리킴

Top-down Earning Indicator?

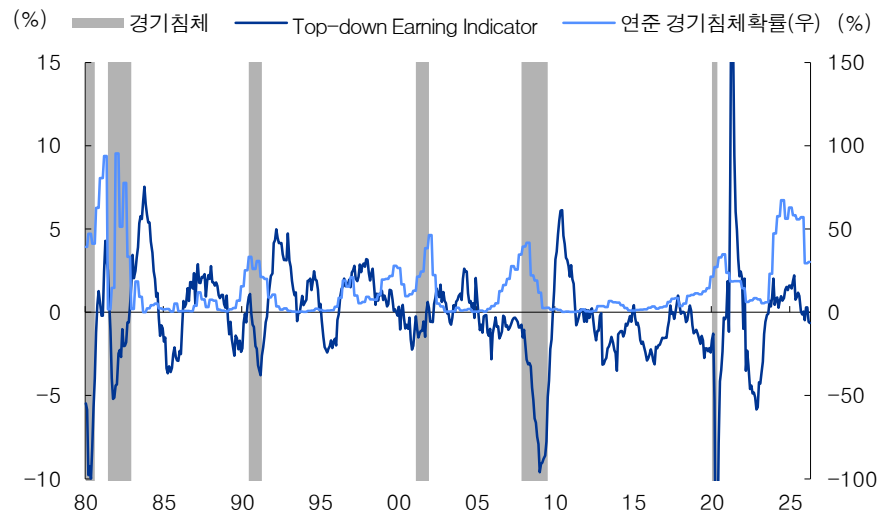
매출 관련 지표들로 구성된 경기동행지수 모멘텀에서 비용 관련 지표들로 구성된 경기후행지수 모멘텀을 차감한 지표 ▶ 마진 변동의 의미를 가짐



Top-down Earning Indicator와 신용위험지표의 상관관계 뚜렷 ▶ 최근 Top-down Earning Indicator 하락 추세 뚜렷



Top-down Earning Indicator 마이너스 구간은 이후 경기침체 가능성 높은 구간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

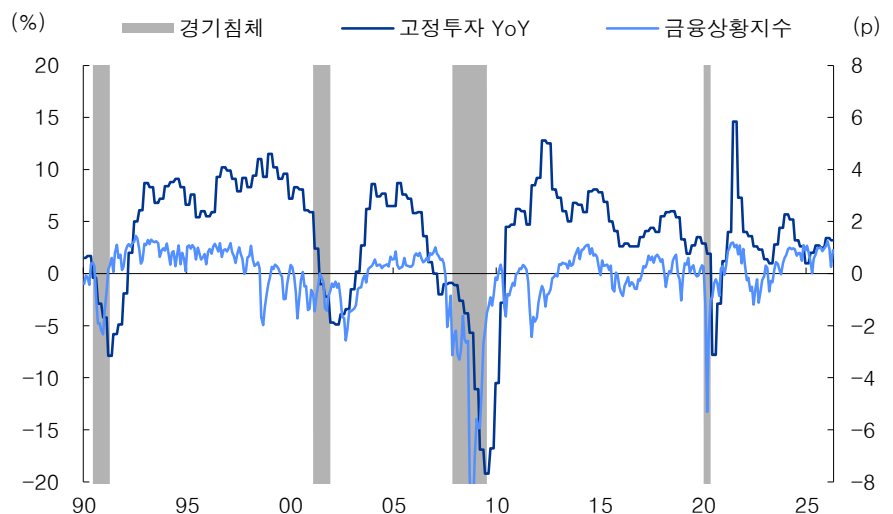
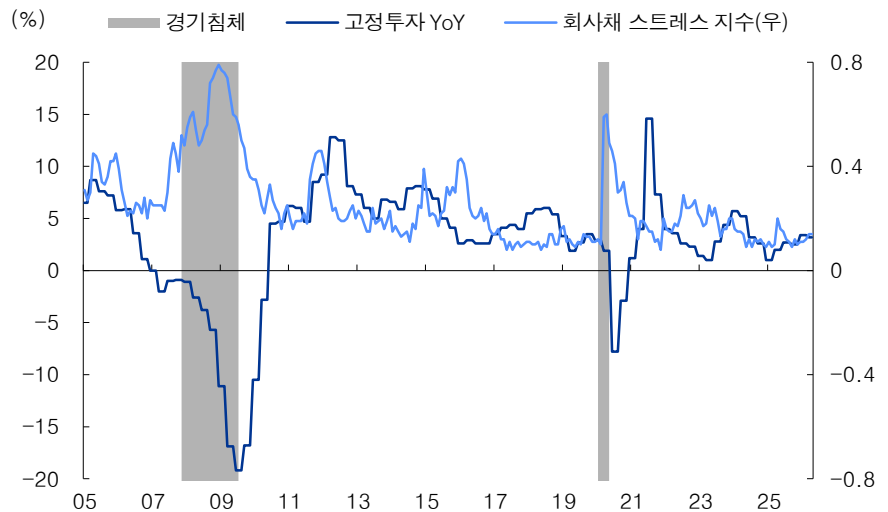
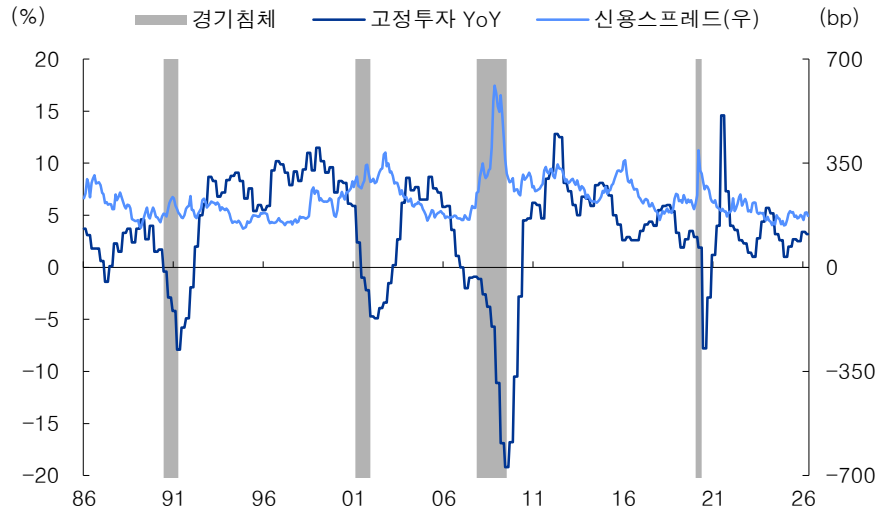
신용 상황은 투자의 방향을 결정

투자 수요가 투자를 결정하는 한 축이라면 그 반대편에 있는 축은 투자자금 조달 여부임

자금 조달 여건을 의미하는 신용 상황은 당연히 투자 결정에 중요한 영향을 미침

향후 시투자가 조정국면에 들어가거나 위축된다면 시 수용에 대한 부분이 아니라 자금 조달 여건의 변화가 원인이 될 것으로 판단

특히 고정투자증가율을 선행해서 움직이는 금융상황지수 잘 모니터링 할 필요



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3

4.9% or 5.2% ?

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

3-1

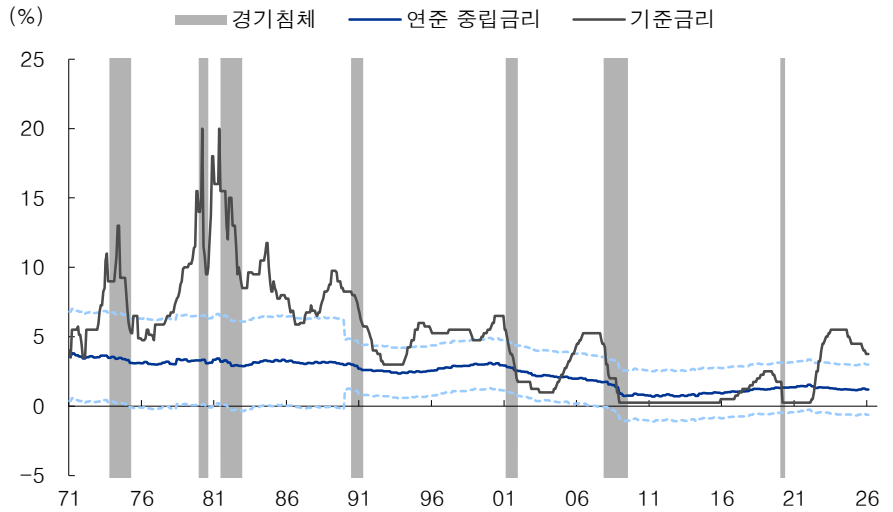
팬데믹 이후 구조적 변화를 반영하지 못하는 중립금리 ➔ 물가 목표와 더불어 상향 불가피

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
 - ➔ 중립금리
 - ➔ 걱정금리
 - ➔ 추세금리
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

현재 연준 기준금리는 긴축적?

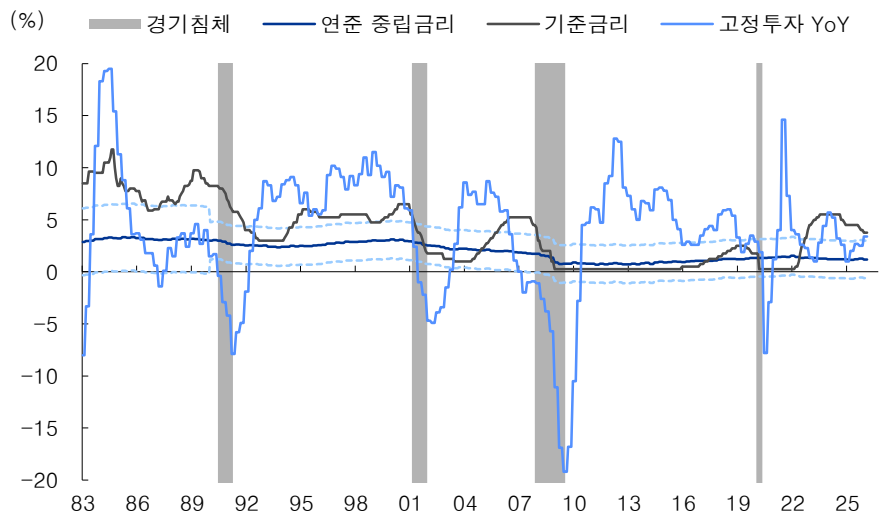
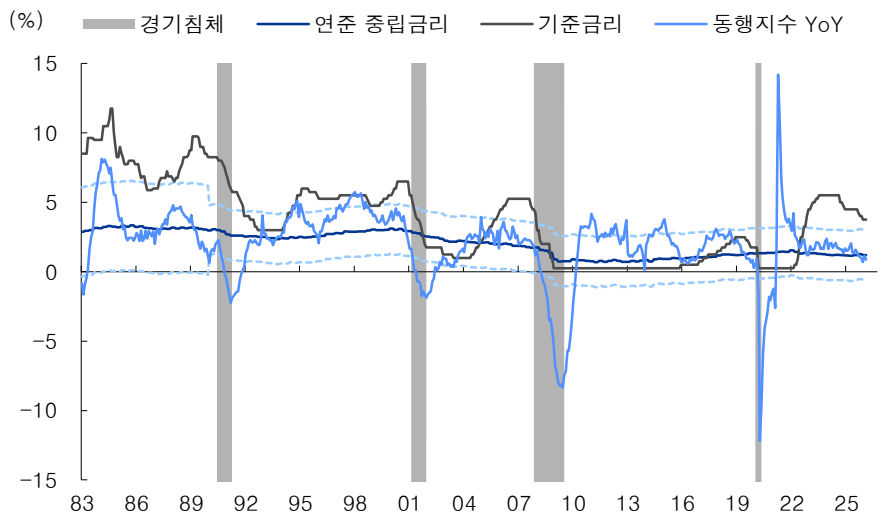
뉴욕 연은 (L-W, H-L-W) 평균 중립금리

현재 연준 기준금리는 중립금리 밴드 상단 위에 머물고 있음 → 중립금리를 기준으로 보면 통화정책이 긴축적이라는 의미



현재 중립금리는 팬데믹 이후 구조적인 변화를 반영하지 못하는 모습

향후 물가 목표 상향과 함께 치열한 논쟁일 듯

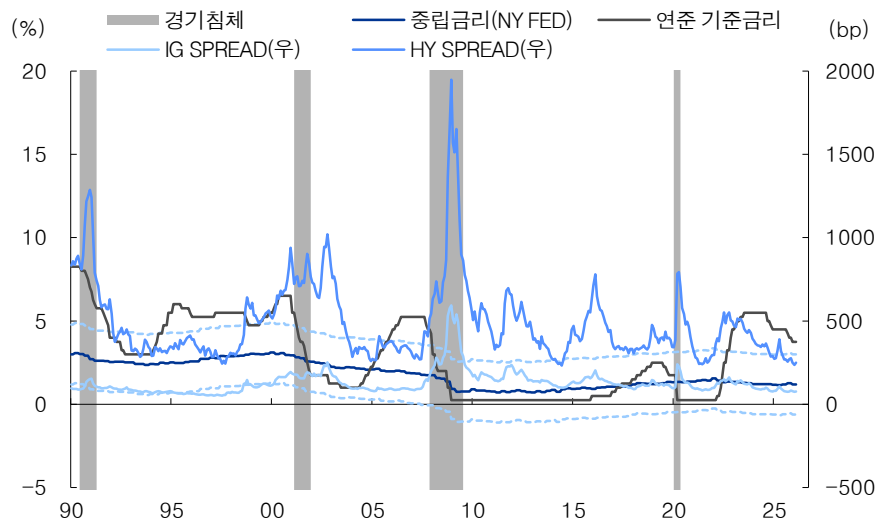
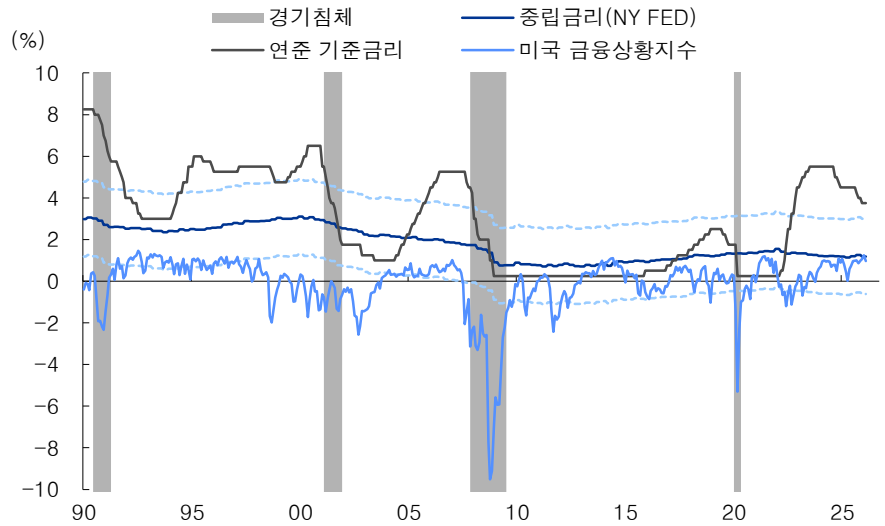
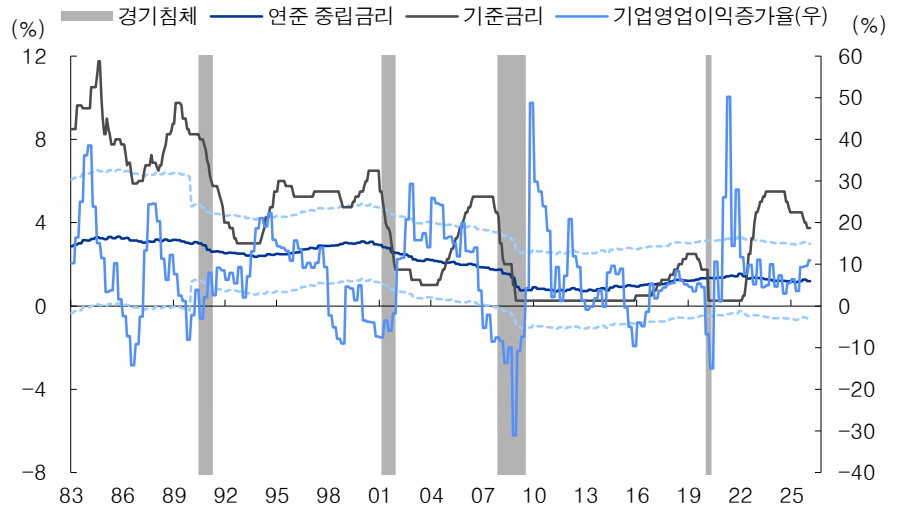


자료: Bloomberg, IBK투자증권

신용위험지표와의 연관성도 떨어짐

기준금리는 기업 이익
지표 및 신용위험
지표들과 뚜렷한
상관관계를 가짐

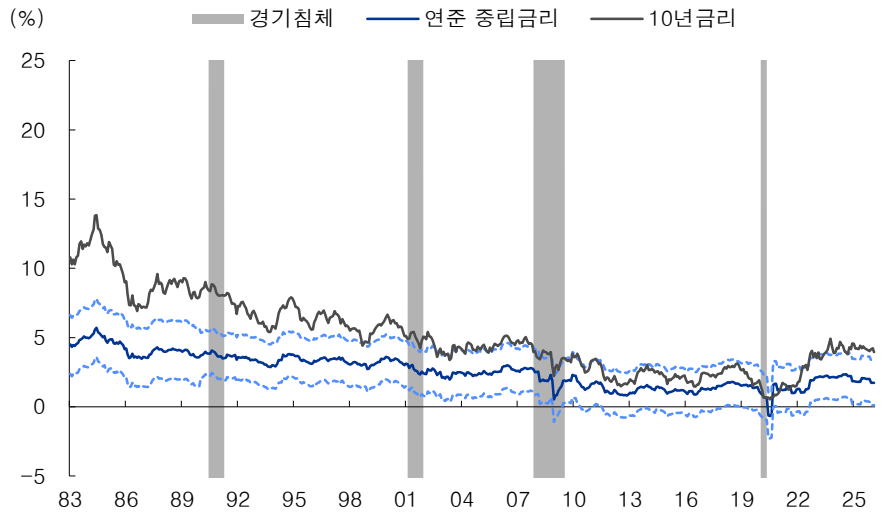
하지만 표준편차 밴드는
임계치의 역할에 미흡



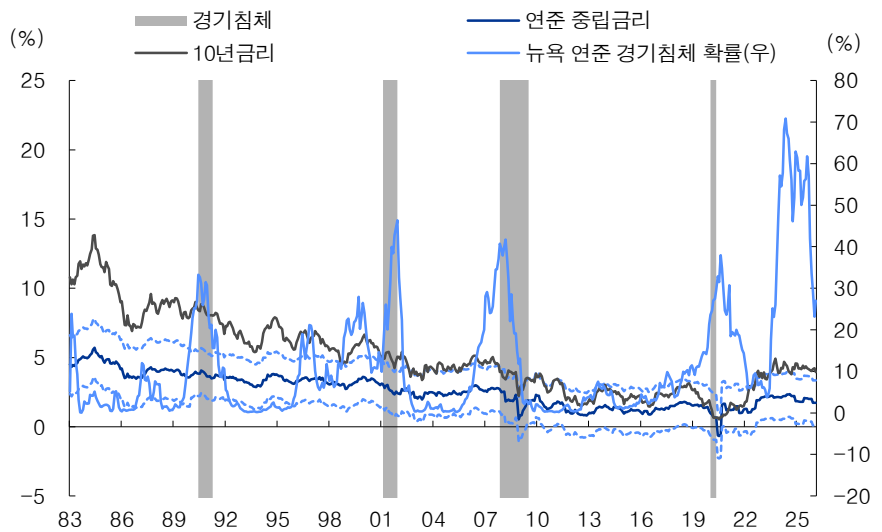
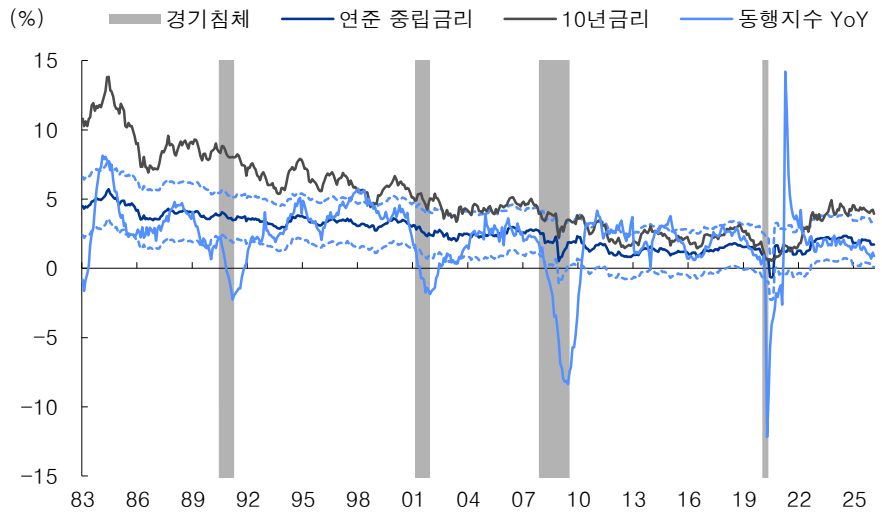
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기간프리미엄을 더해 시장금리 수준을 판단

(Richmond 연은
 중립금리 + DKW 기간
 프리미엄) + 표준편차 =
 3.94%



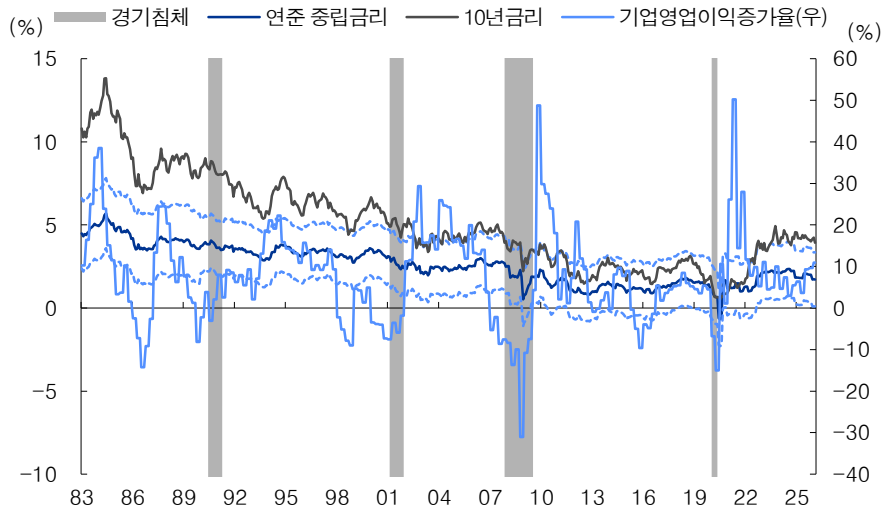
2010년 이후
 임계치로서의 모습을
 보여주지만 과거 지표는
 별다른 인과관계를
 보여주지 못함



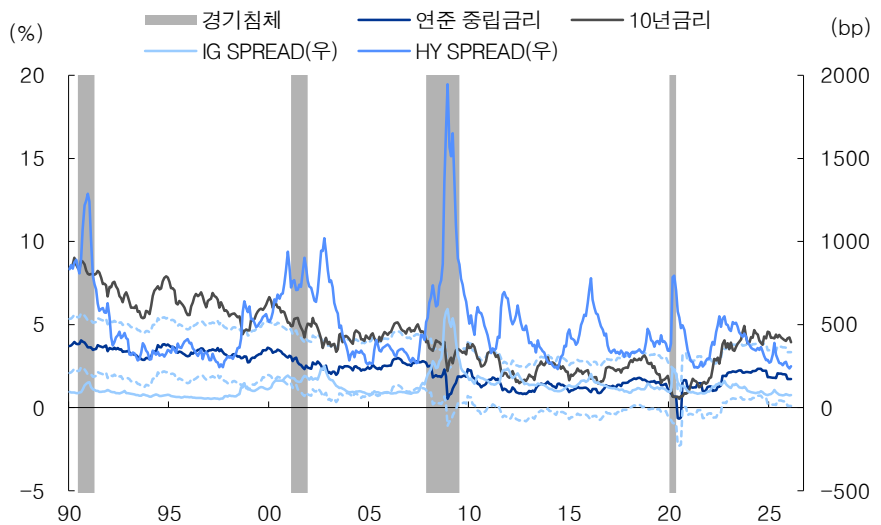
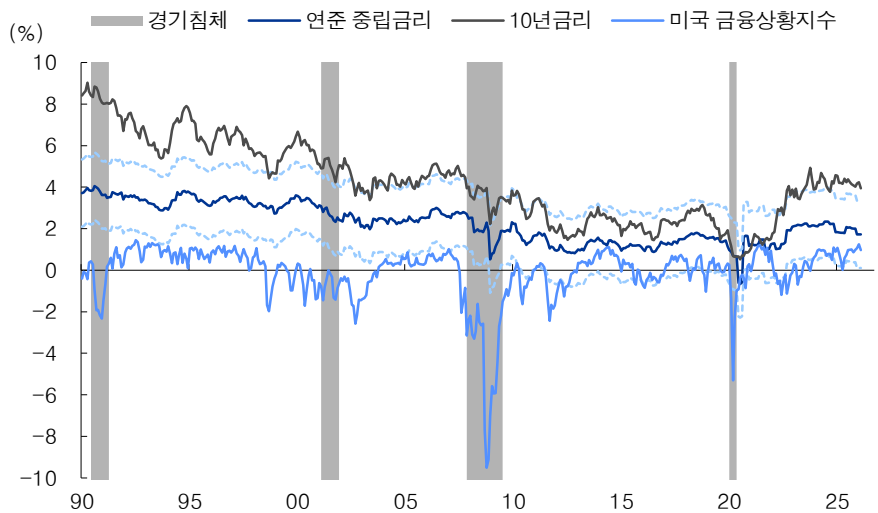
자료: Bloomberg, IBK투자증권

신용지표들과의 관계에서도 마찬가지로

기업 이익이나 신용지표들과
상관관계 보이지만
시장금리와 관계일 뿐
밴드 구간이 임계치의
역할을 보여주지는 못함



다만, 이론적인
적정 금리의
기준 제시에 만족



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3-2

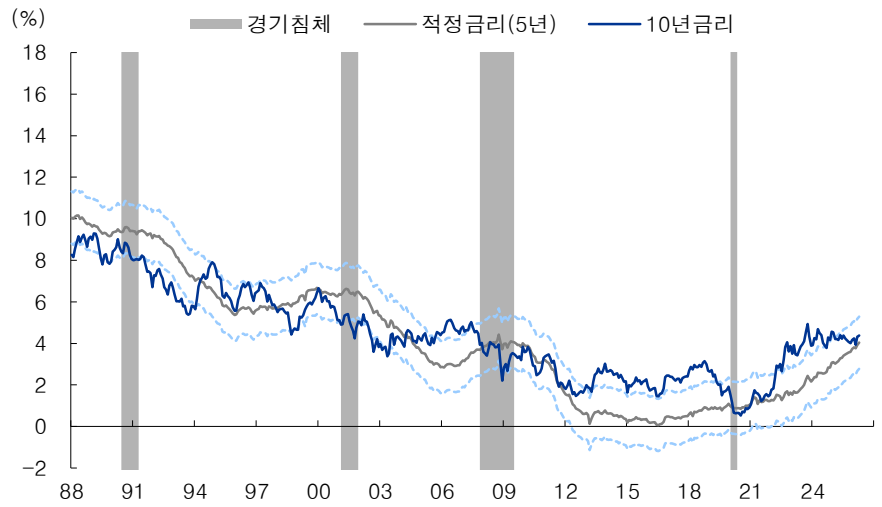
기저물가+기저실질기준금리+기간프리미엄 ➡
적정금리 4.03%, STD band 2.77%~5.29%

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
 - ➡ 중립금리
 - ➡ 적정금리
 - ➡ 추세금리
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

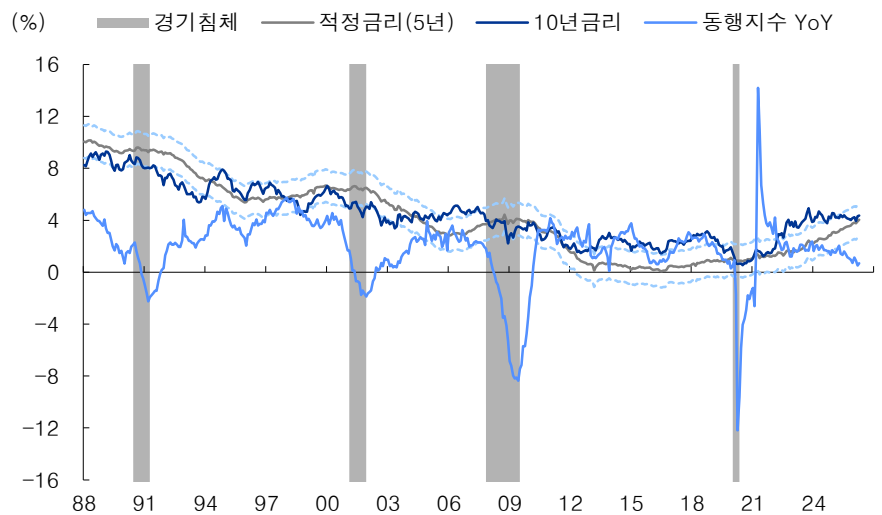
경기변곡점의 임계선 역할을 하는 적정금리

적정금리 =
 기저인플레이션
 (core PCE HP filter) +
 실질 중립 금리
 (SF Fed Proxy rate) +
 DKW 모형 기간프리미엄

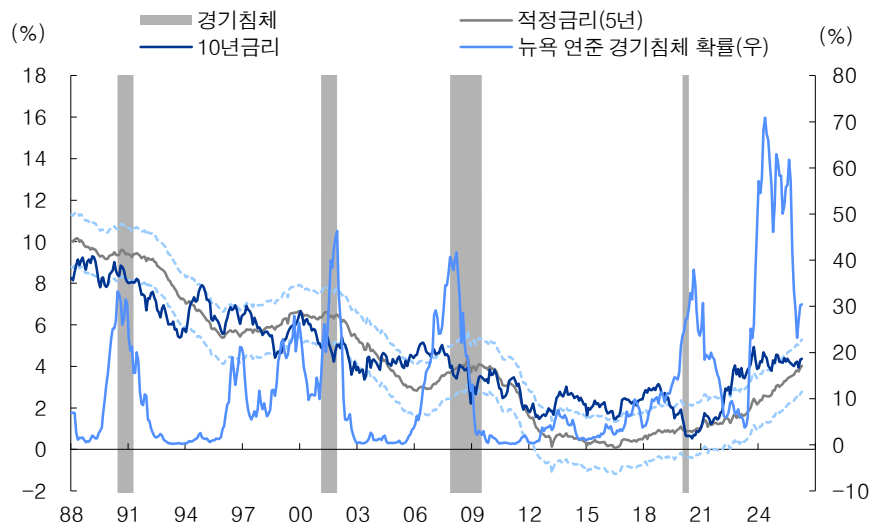
적정금리 4.03%, STD
 band 2.77%~5.29%



시장금리가 밴드상단에
 근접하거나 넘어서는
 시기 경기 급락하는
 흐름



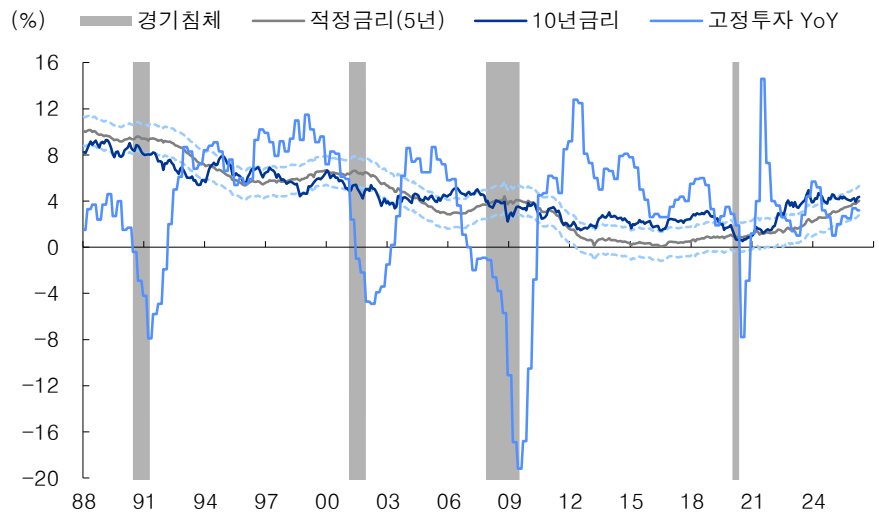
경기침체 확률도
 가파르게 상승



자료: Bloomberg, IBK투자증권

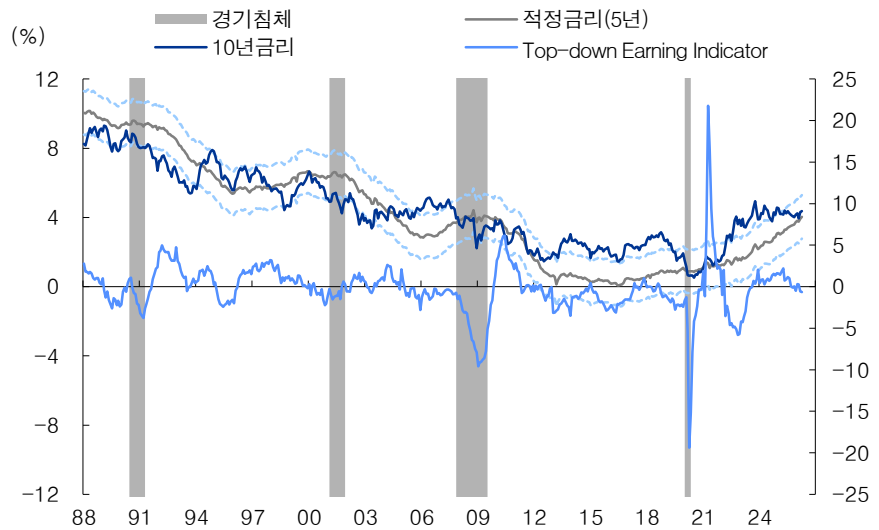
투자과 기업이익 모멘텀에도 영향을 미침

적정금리 밴드의 하단에
근접하면 투자 상승세
가팔라지는 반면 상단에
접근하거나 넘어서면
투자 증가율이 급락하는
모습

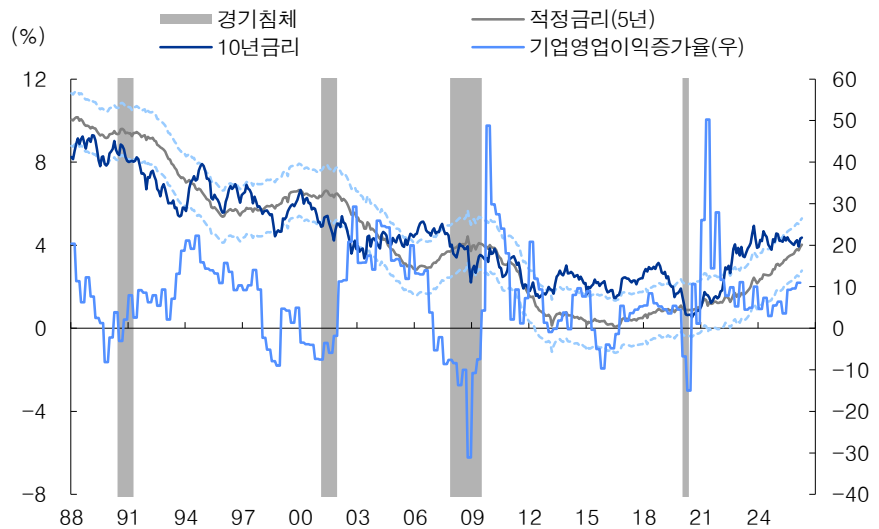


기업이익 모멘텀에도
비슷한 시그널의
임계점으로 작용

팬데믹 이후
Top-down Earning과
Bottom-up 기업이익
지표가 엇갈리는 상황은
신중한 판단 요구



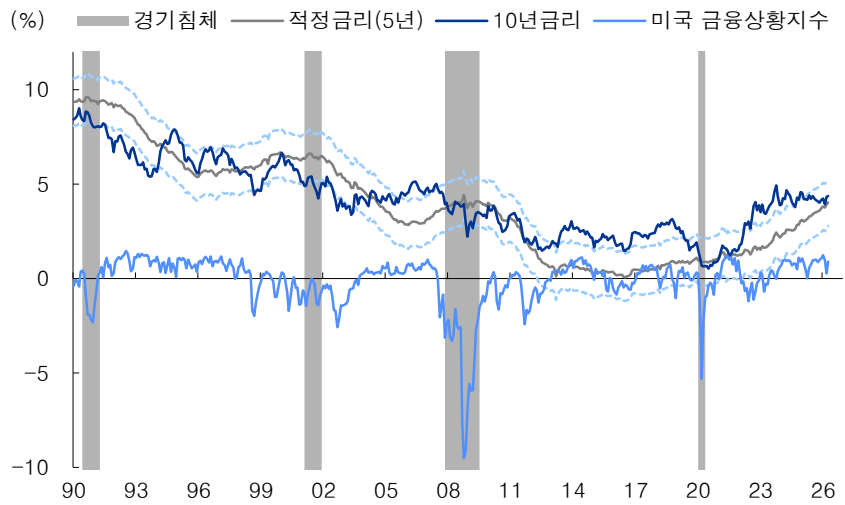
기업이익 양극화
심화로 인한 현상



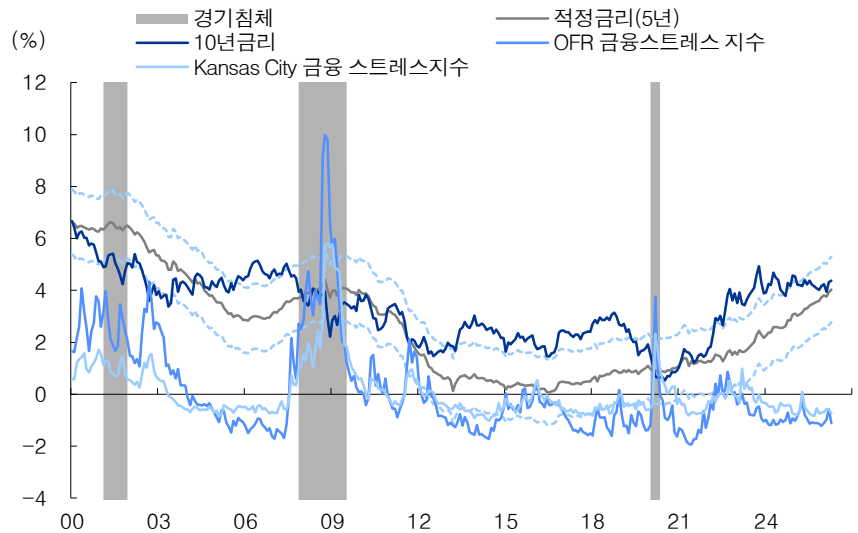
자료: Bloomberg, IBK투자증권

자금 조달 스트레스를 가파르게 상승시키는 요인

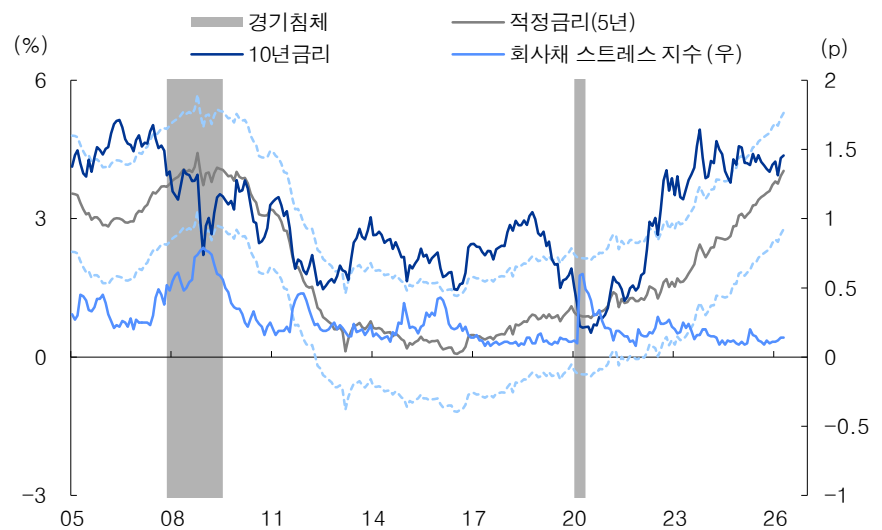
시장금리가 적정금리를
소폭 웃도는 지금은
금융상황이 아직은
안정적인 국면



하지만, 과거 흐름을
보면 시장 금리가
빠르게 밴드 상단에
접근하면 금융상황이
빠르게 불안정해지고
금융시장 스트레스
빠르게 상승



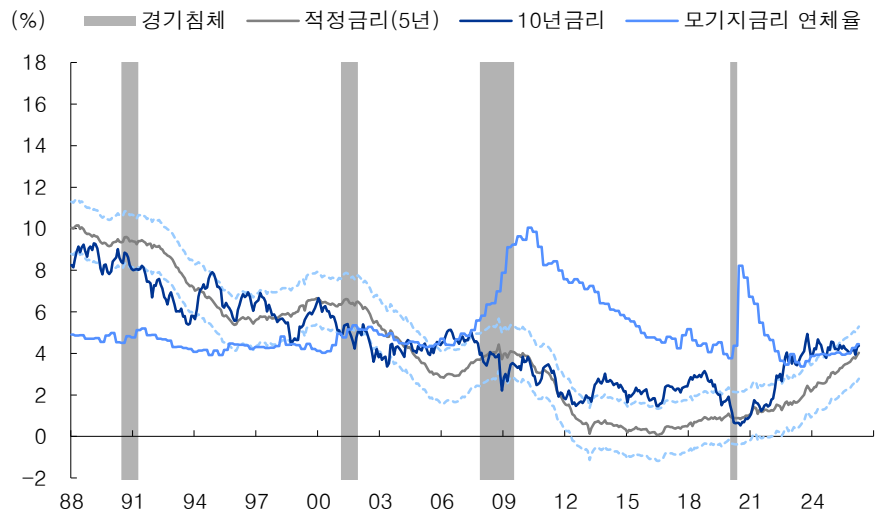
당연히 자금 조달
여건도 빠르게 악화



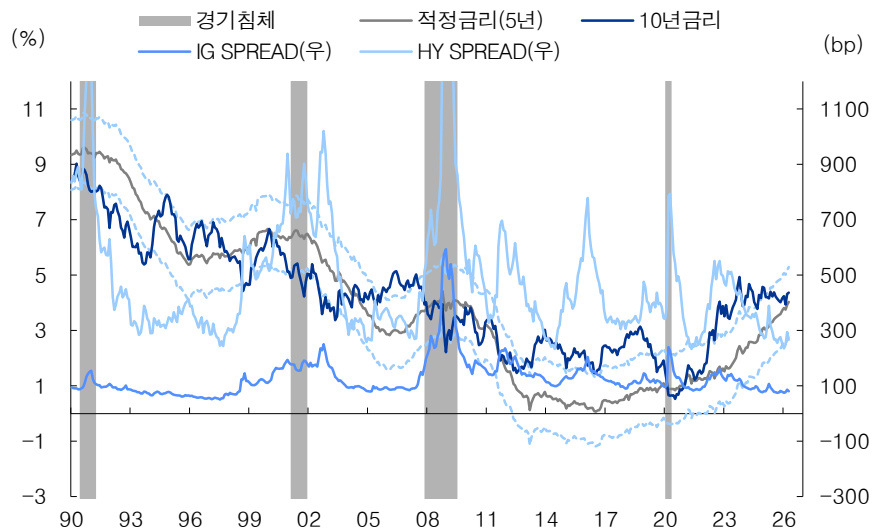
자료: Bloomberg, IBK투자증권

연체율 급등의 출발점

금융상황 불안정과
자금조달 스트레스 상승은
시차를 두고 연체율
상승으로 연결



일련의 상황 변화는
Credit Spread에 반영



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3-3

5년 평균, 경제주체들이 익숙해져 있는 금리 →
추세금리 3.56%, STD band 2.14%~4.97%

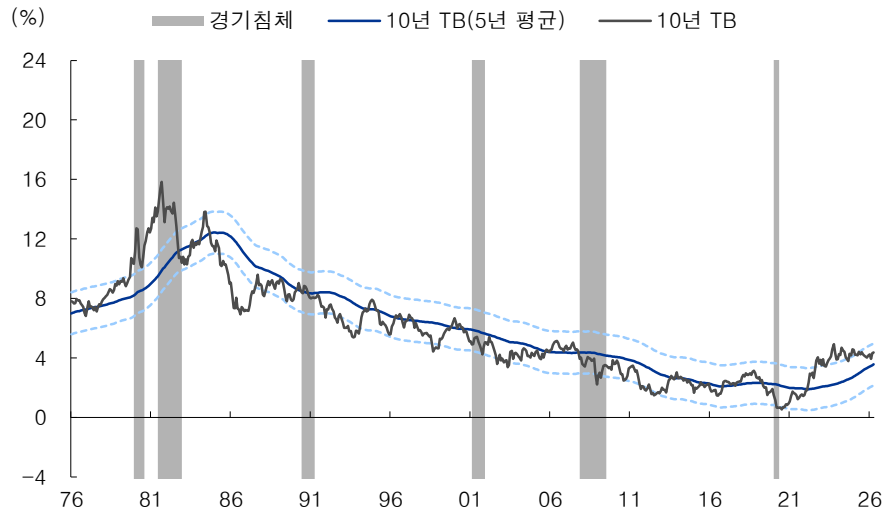
- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
 - ➔ 중립금리
 - ➔ 적정금리
 - ➔ 추세금리
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

금리가 익숙해진 수준을 벗어나면 경기 모멘텀에 영향

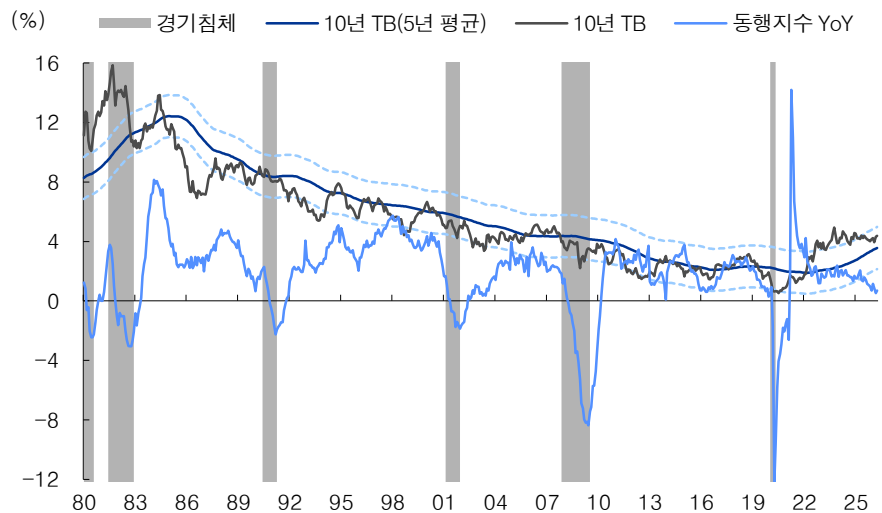
익숙해진 자금 조달 금리를
시장 금리가 크게 벗어날 때
credit crunch가 발생할
것이라는 아이디어로 작성

5년 평균 금리를 추세
금리로 판단

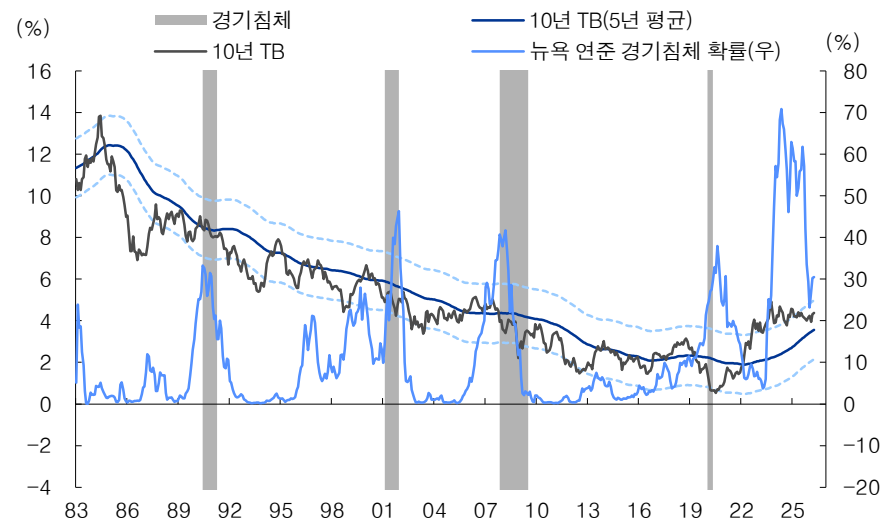
추세금리 3.56%, STD
band 2.14%~4.97%



과거 1990년 이후
미국 금리가 장기 하향
안정화 되던 시기는
추세금리가 임계점의
역할을 함. 하지만
코로나 팬데믹 국면
이후 미국 금리의
장기적인 추세가 바뀐
이후에는 1980년대
이전처럼 상단 밴드에서
임계점이 형성



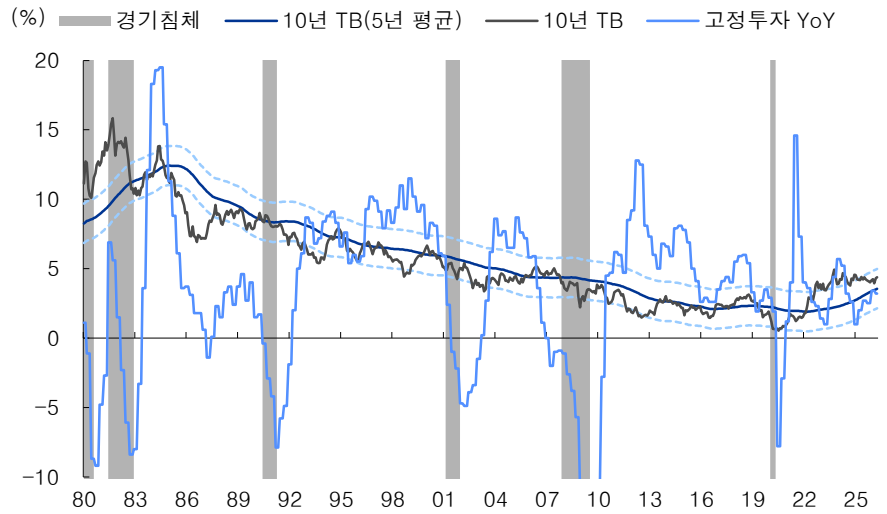
추세금리는 경기 국면의
변화를 예고하는
임계점의 역할을 수행



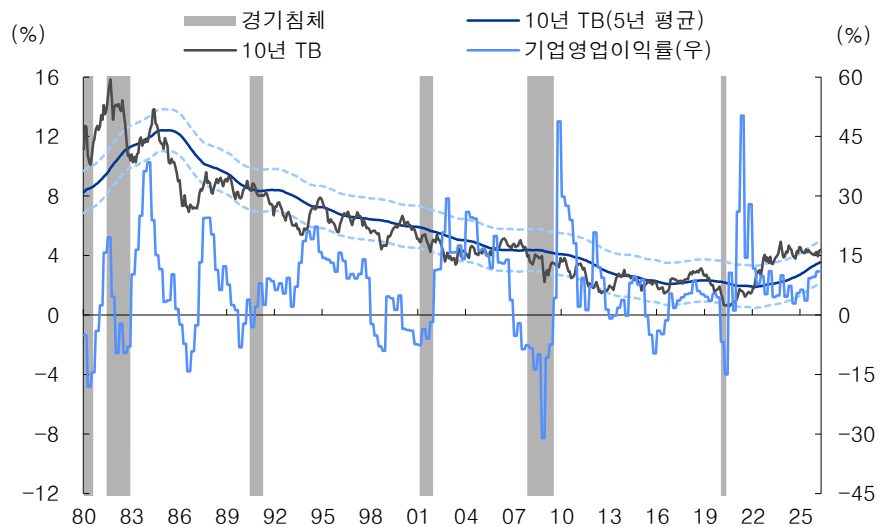
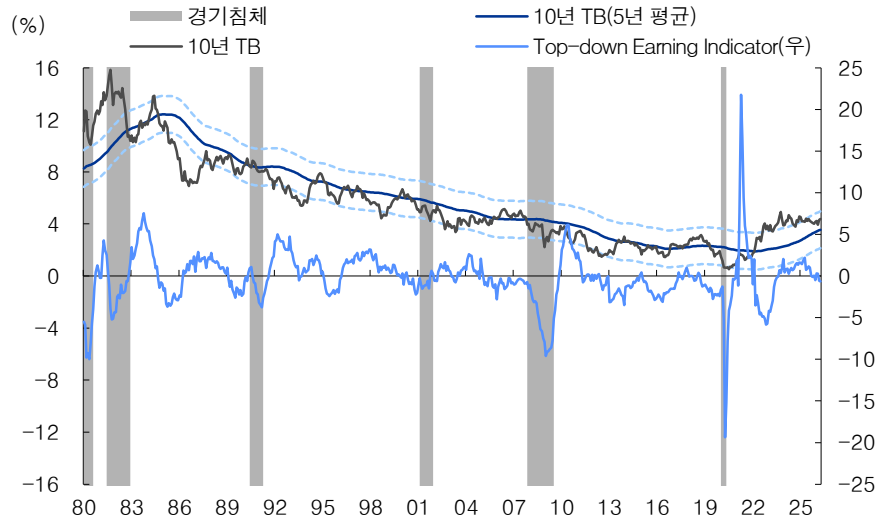
자료: Bloomberg, IBK투자증권

투자과 기업이익 모멘텀에 부담으로 작용하기 때문

과거 임계점 역할을 하는
추세금리 수준에서
금리가 움직이는 시기
고정 투자는 위축되는
국면



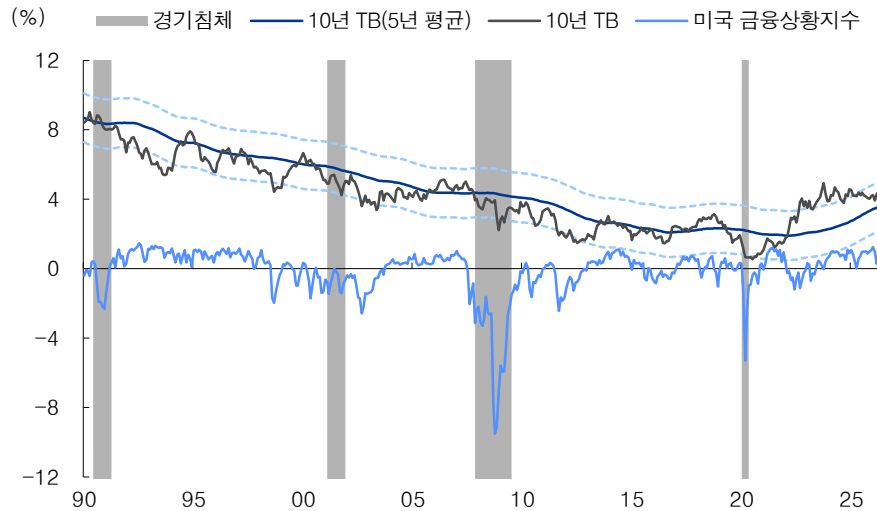
기업 이익 모멘텀도
마찬가지로 임계점
근처에서 금리가 위치해
있는 시기는 매크로
기업이익 환경이
마이너스인 구간과 겹침



자료: Bloomberg, IBK투자증권

수익환경 악화는 자금 조달 스트레스 증가로 연결

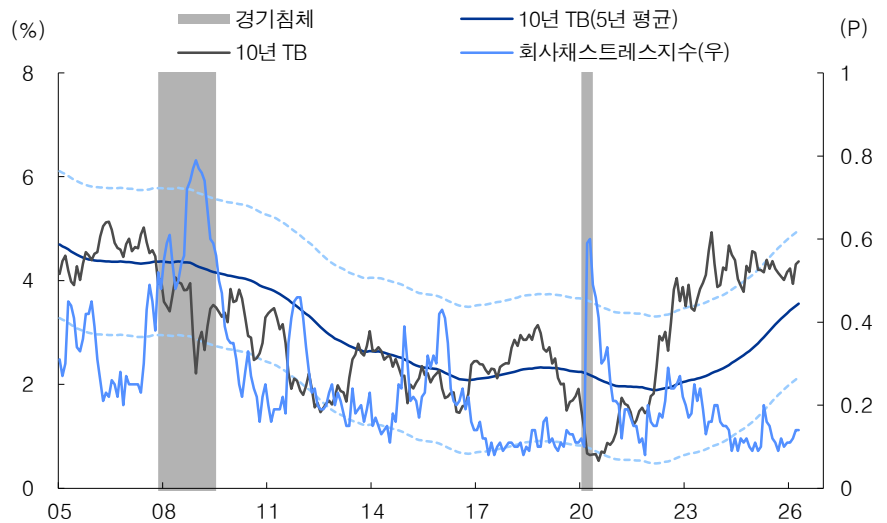
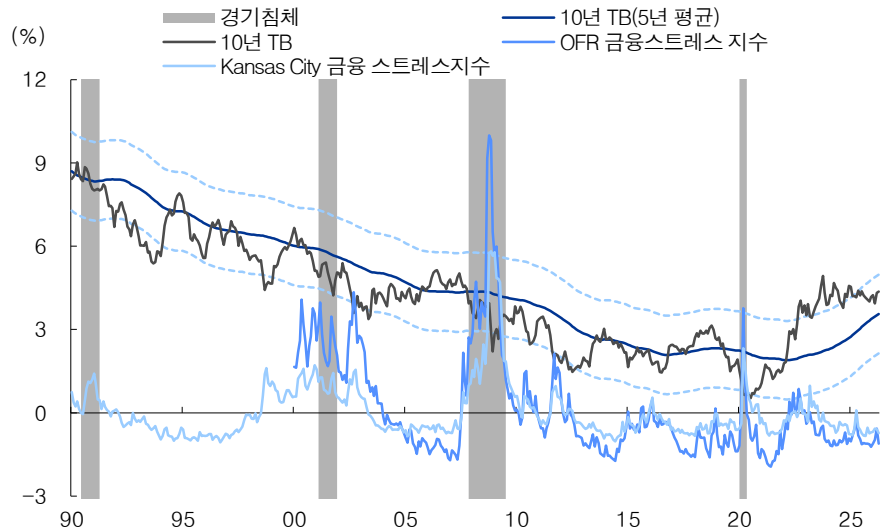
시장금리가 임계점 역할을 하는 추세금리를 넘어서는 시점을 기준으로 금융상화지수 악화 가파르게 진행



금융시장 스트레스와 회사채 자금 도달 환경 악화를 수반

신용위험을 경고하는 신호로 사용 가능

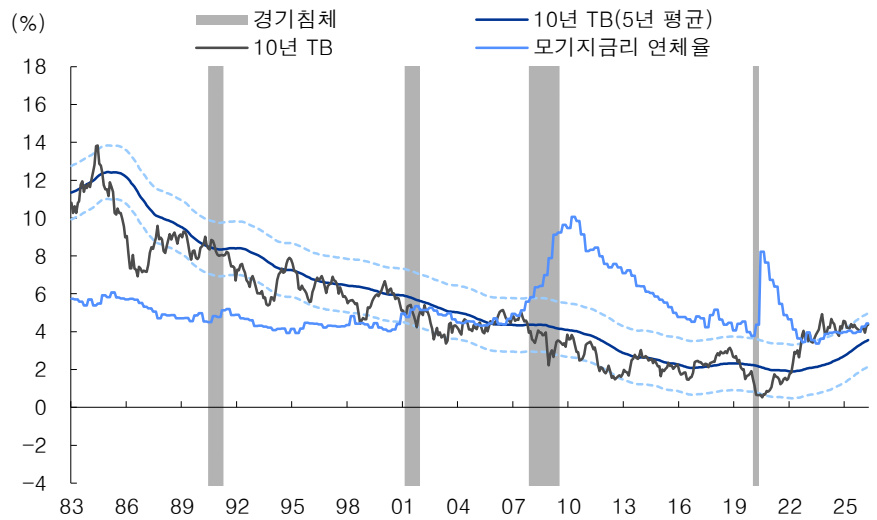
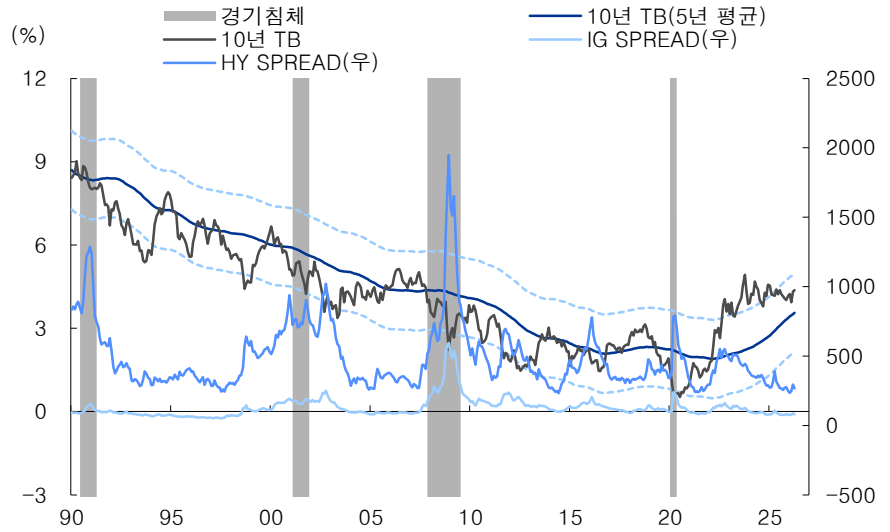
아직 시장금리는 종립 수준에 머물고 있으나 최근 상단 쪽으로 방향을 전환



자료: Bloomberg, IBK투자증권

Credit spread 확대와 연체율 상승

기업 수익 환경과 자금 조달 여건 및 금융상황 악화 등의 요인은 신용 관련 가격 지표에 반영되고 연체율로도 연결



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4

만성화되는 고물가, 기간 프리미엄의 확대

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

4-1

물가에 대한 우려가 대부분, 하지만 뚜렷하게 비중을 늘리고 있는 기간 프리미엄 주목

I. 무엇을 불안하게 보는가?

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

- ➔ 무엇이 미국 시장 금리를 상승 시키고 있나?
- ➔ 연준은 트럼프나 시장 기대만큼 금리를 올릴 수 있을까?
- ➔ 기대인플레이션이 안정될 수 있을까?
- ➔ 더 주목해야 할 상승 압박 요인은 무엇인가?

V. Epilogue

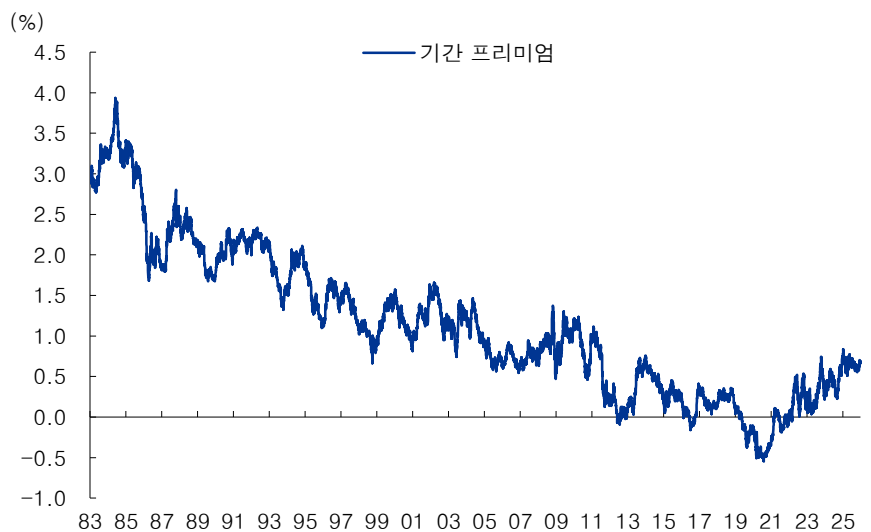
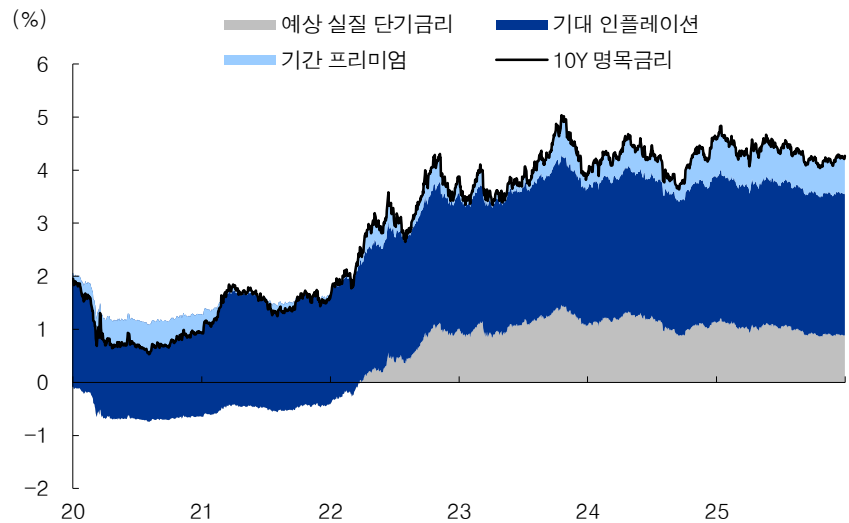
기간 프리미엄의 확대

DKW(D'Amico, Kim, and Wei) model

미국 시장금리(10년 국채)를
 1) 연준 금리 결정에 대한 기대를 보여주는 예상
 실질 단기금리와
 2) 미래 물가에 대한 기대를 보여주는 기대
 인플레이션 그리고
 3) 장기 채권 보유에 따른
 금리 변동 위험에 대한 보상을 의미하는 기간
 프리미엄으로 보여줌

팬데믹 이후 높아진
 미국 금리의 가장 큰
 비중을 차지하고
 주된 영향을 끼친
 요인은 인플레이션임

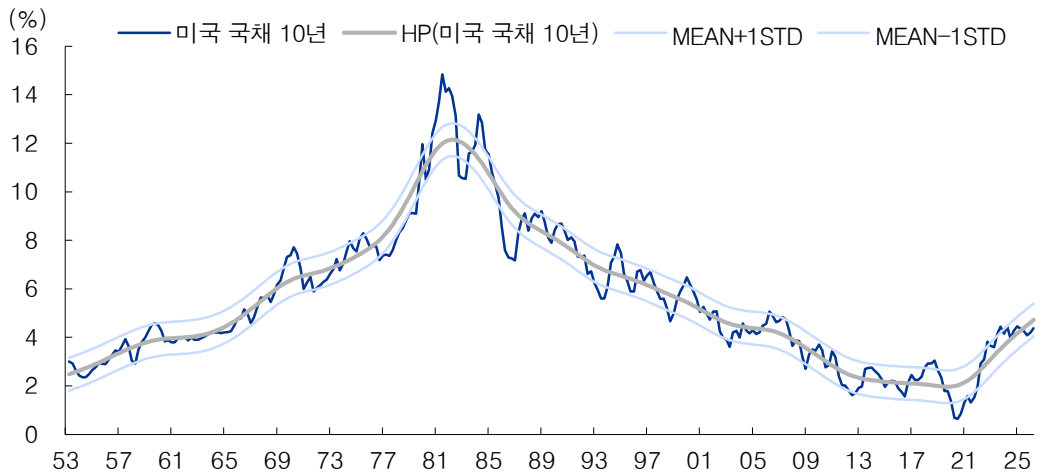
하지만, 금리에서
 차지하는 인플레이션
 비중이 더 이상
 증가하지 않는 상황에서
 트럼프 집권 이후
 본격적으로 비중을
 늘려 가는 것은
 기간 프리미엄



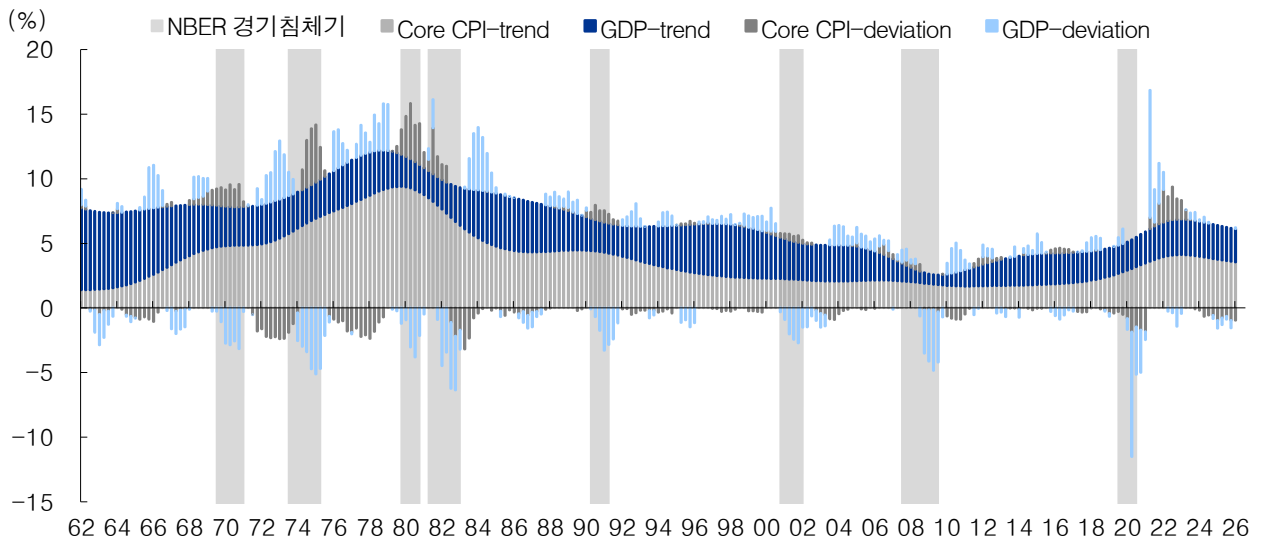
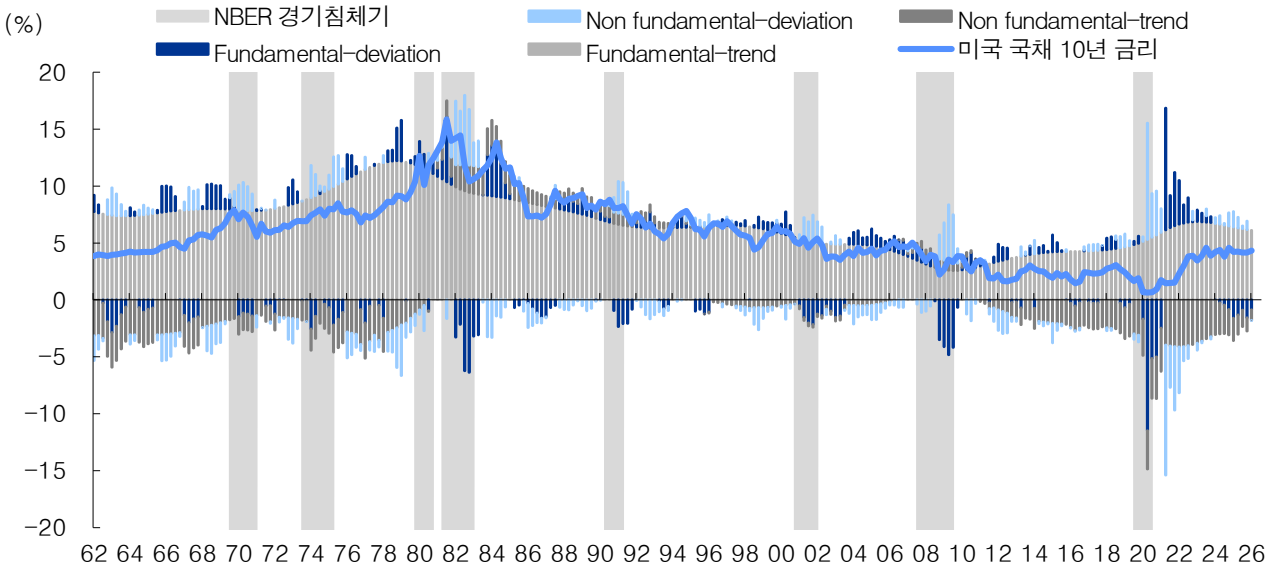
자료: Bloomberg, IBK투자증권

실물 경제보다는 물가가 더 크게 반영되는 국면

장기 추세대가 뚜렷하게 상향된 미국 시장 금리



펀더멘탈에 의한 결정 부분 가장 크지만 여전히 유동성 요인에 의한 영향도 지속 중



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4-2

심화되는 양극화와 어려워지는 금리 결정

I. 무엇을 불안하게 보는가?

II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?

III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?

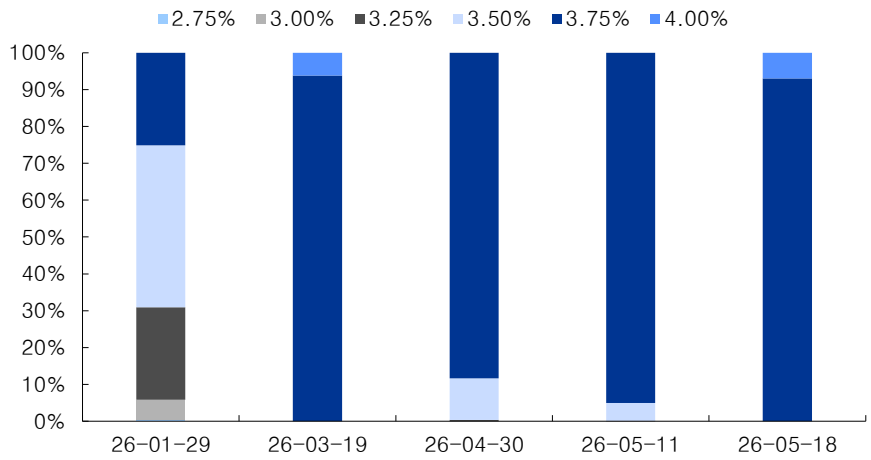
IV. 금리는 임계점을 넘어설까?

- ➔ 무엇이 미국 시장 금리를 상승 시키고 있나?
- ➔ **연준은 트럼프나 시장 기대만큼 금리를 올릴 수 있을까?**
- ➔ 기대인플레이션이 안정될 수 있을까?
- ➔ 더 주목해야 할 상승 압박 요인은 무엇인가?

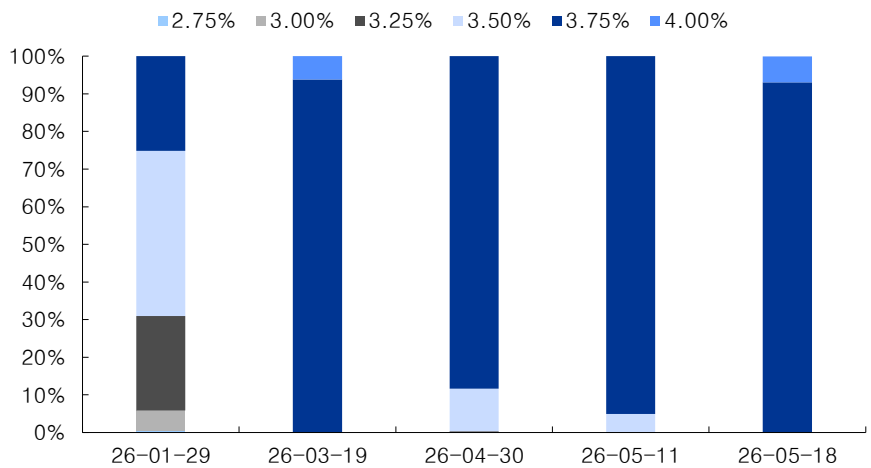
V. Epilogue

연준 금리에 대한 기대 변화: 인하 ➡ 동결 ➡ 인상

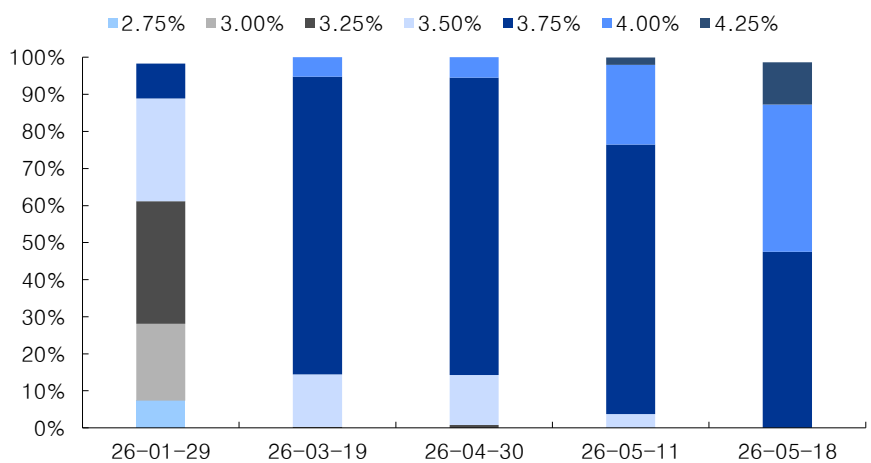
6월 FOMC



7월 FOMC



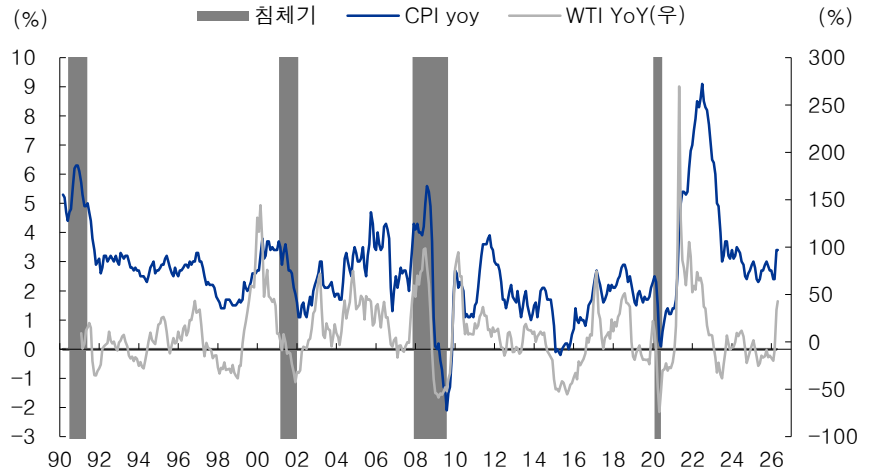
12월 FOMC



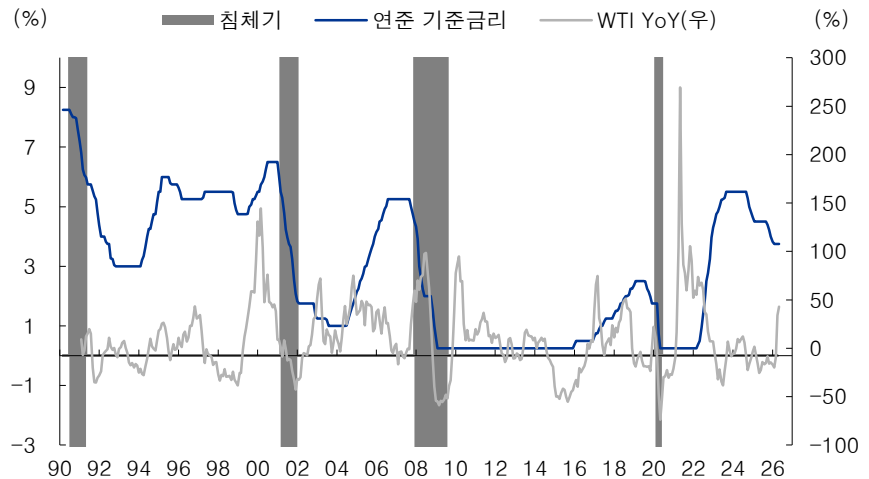
자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

중동전 발발에 따른 유가 급등이 기대 변화의 가장 중요한 이유

2월말 전쟁 발발 후
금리 인하 기대 사라졌고
유가가 물가 지표에
본격적으로 반영된
5월 이후 동결 기대가
인상 기대로 연결



과거에도 전쟁 등으로
인한 유가의 이례적인
급등은 대체로 연준
기준금리 인상으로 연결



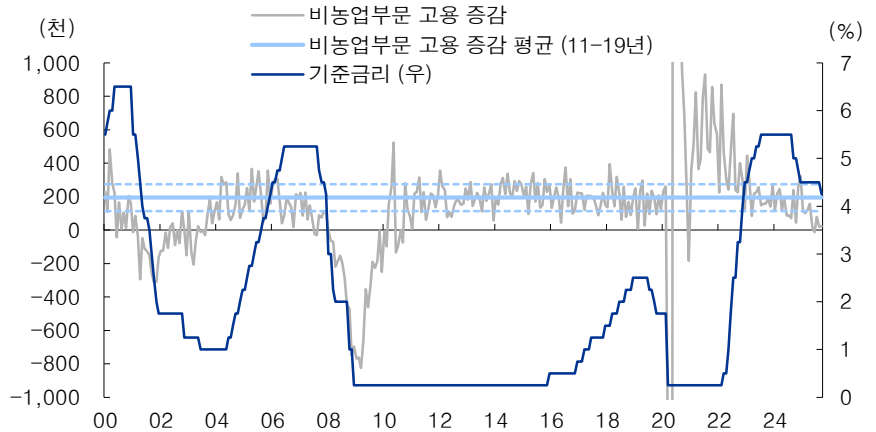
당연히 유가가 전반적인
물가 상승 압력으로
확산되기 때문



자료: Bloomberg, IBK투자증권

하지만 노동시장을 보면...

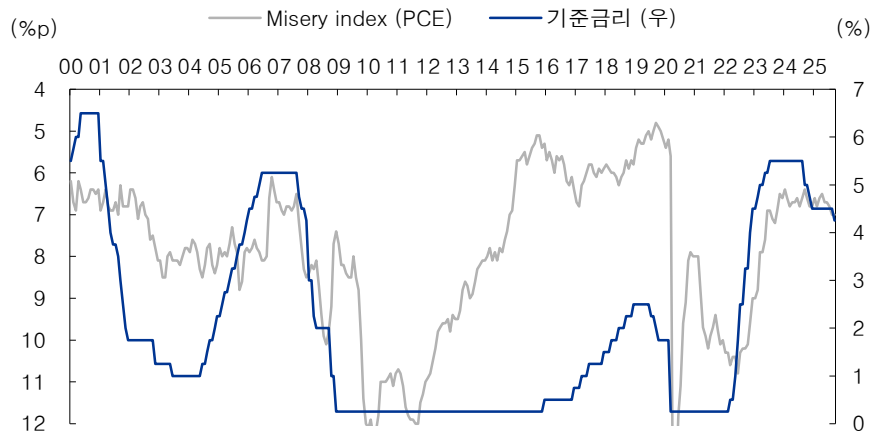
예년 평균과 표준편차 밴드를 하회하는 최근 미국 신규고용 흐름은 연준 금리 인하 가능성이 높은 구간임을 보여줌



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



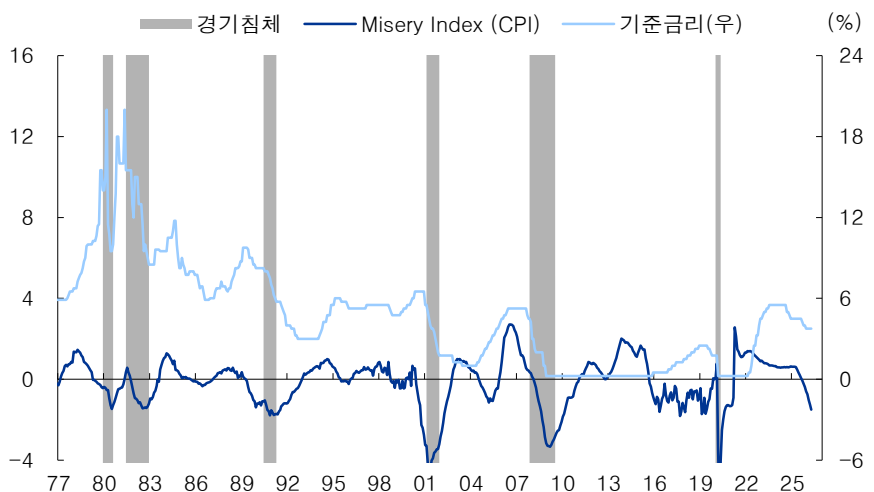
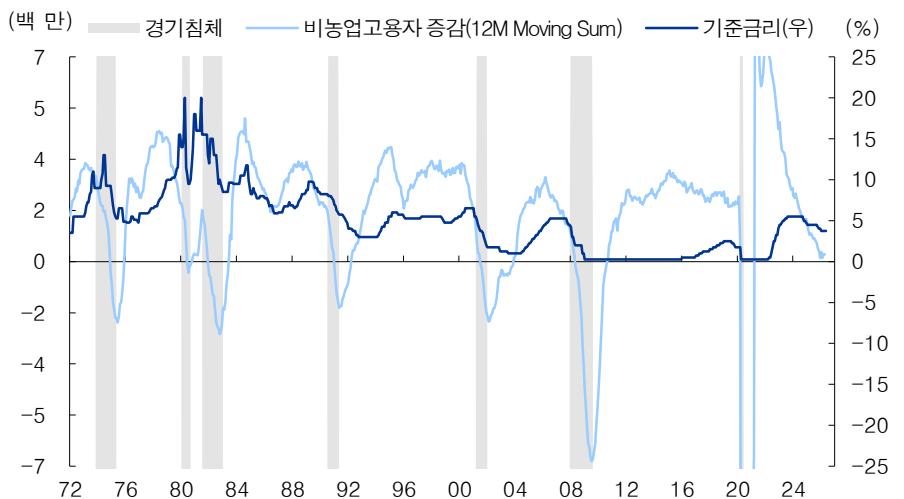
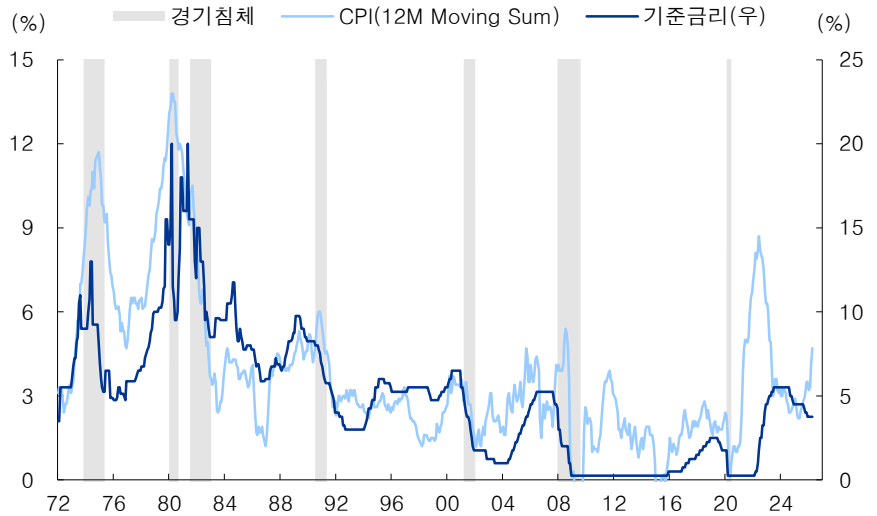
자료: Bloomberg, BLS, IBK투자증권

New Misery Index

Misery Index는 소비자물가와 실업률을 더한 것으로 소비주체인 가계가 느끼는 경제적 어려움의 정도를 직관적으로 보여주는 지표

New Misery Index는 전년동월대비 물가 상승률을 사용하지 않고 전월비 물가를 사용하고 변동성이 미미한 실업률 대신에 월간 고용 수치를 사용했다. 단기적인 급등락과 계절성을 줄이기 위해 12개월 이동 합계를 사용했고 두 변수간 scale error를 조정하기 위해 표준화(5년 평균과 표준편차)처리

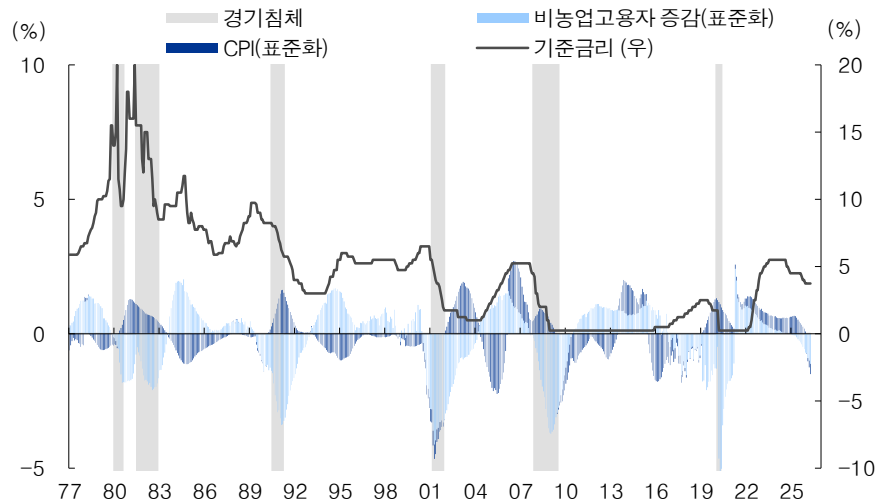
New Misery Index는 미 연준 기준금리를 6개월에서 1년 정도 선행하며 유사한 궤적을 보여줌 ➔ 2022년 이후 New Misery Index는 계속해서 하락하는 흐름 ➔ 최근에는 오히려 하락 기울기가 더 가팔라지는 모습



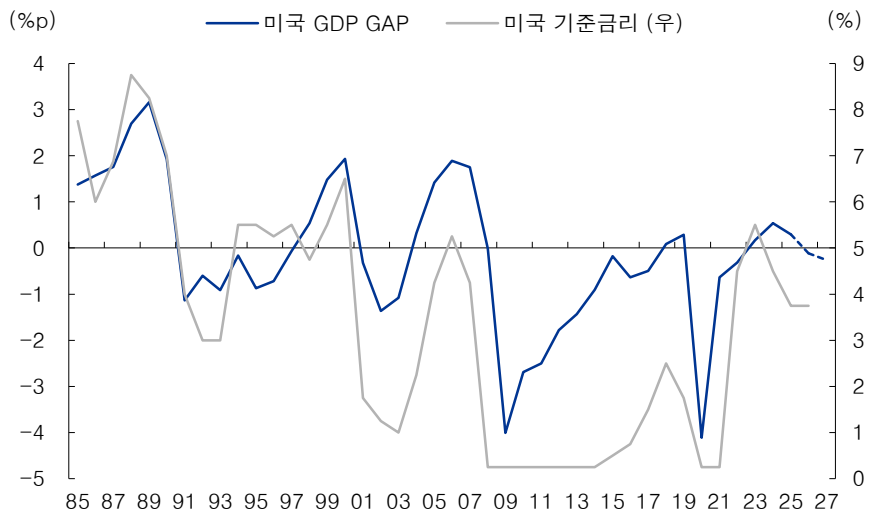
자료: Bloomberg, IBK투자증권

GDP Gap ➔ 내년 이후 디플레 갭으로 전환

유가에 자극 받은 물가가
금리 인상 압박으로
작용하고 있지만
양극화 심화로 인한
부진한 고용지표가
생각보다 강하게
발목을 잡고 있는 모습

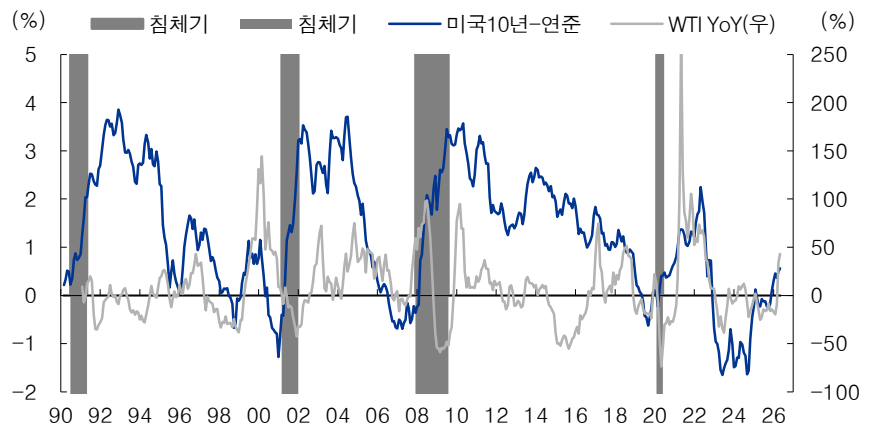


수요측면의 인플레이션
압력을 보여주고 연준
금리와 연관성이 높은
GDP GAP 등을 보면
금리 인상을 쉽게
이야기 하기 어려움



이런 사태로 인한 유가
상승을 제외하면 연준의
금리인상 명분이 크지
않다고 보는 이유

연준이 금리를 인상하지
않더라도 시장 금리는
상승할 가능성 ➔
유가 급등 국면 이후에는
거의 예외 없이 미국
장단기금리차(10년-
기준금리) 확대가 수반



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4-3

이미 높아진 물가의 균형점 → 종전 후 유가 하락해도 고물가 지속될 가능성

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
 - ➔ 무엇이 미국 시장 금리를 상승 시키고 있나?
 - ➔ 연준은 트럼프나 시장 기대만큼 금리를 올릴 수 있을까?
 - ➔ 기대인플레이션이 안정될 수 있을까?
 - ➔ 더 주목해야 할 상승 압박 요인은 무엇인가?

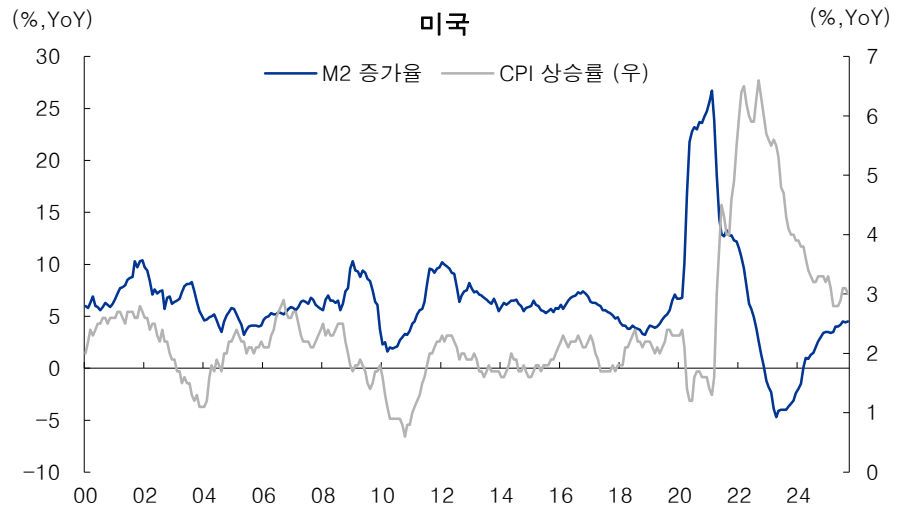
V. Epilogue

적극적인 유동성 공급의 이면, 높은 물가

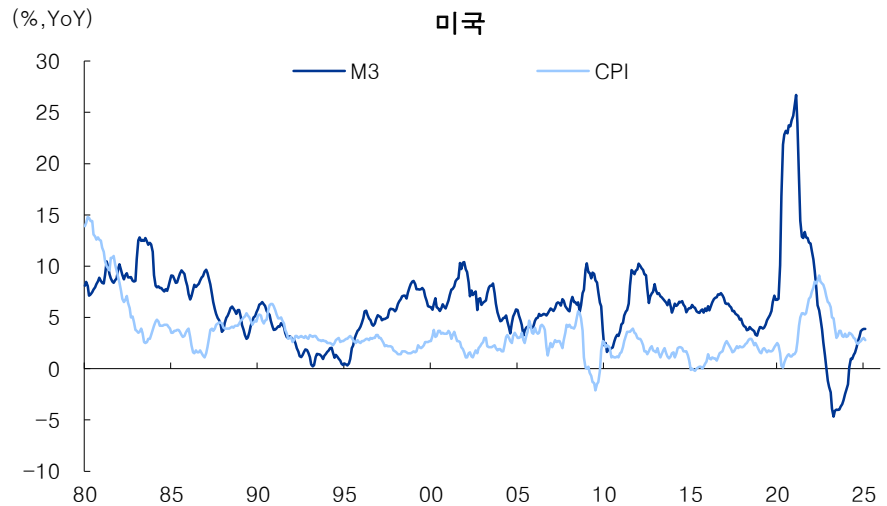
통화 공급은 당연히
시차를 두고 물가에 반영

미국의 높은 물가는 팬데믹
국면에서 다시 시행된
양적완화의 결과물

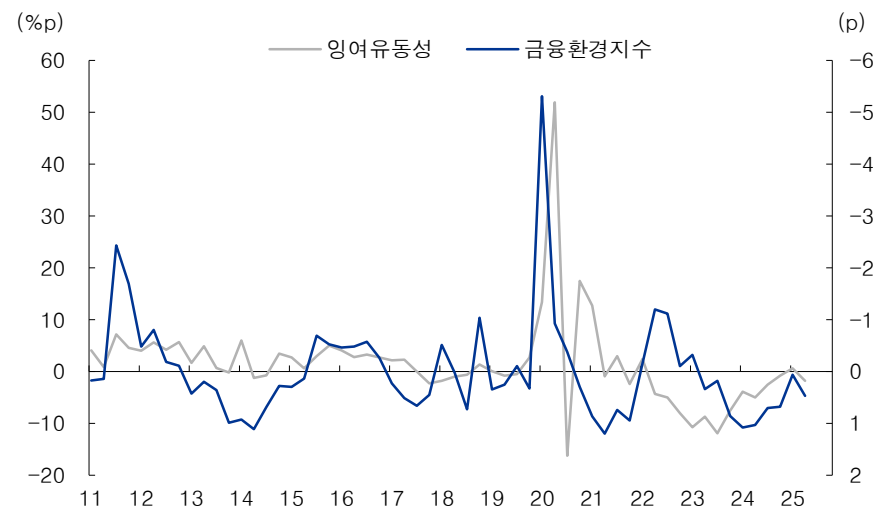
회수되지 못한 통화가
물가 상승률의 기준점을
높인 모습



조금 더 범위가 확장된
총유동성(M3)도 마찬가지로
흐름



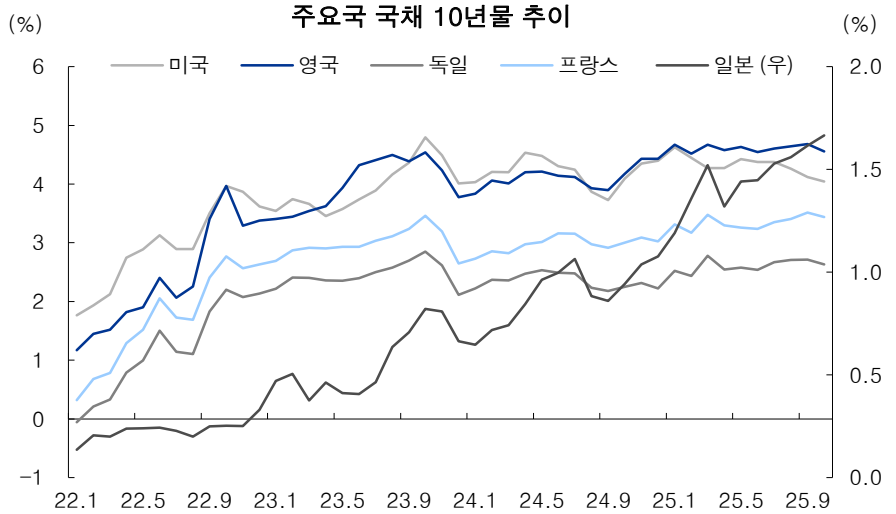
잉여유동성이 금융안정에
도움을 주고 있지만
물가 부담은 지속적으로
누적시키고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

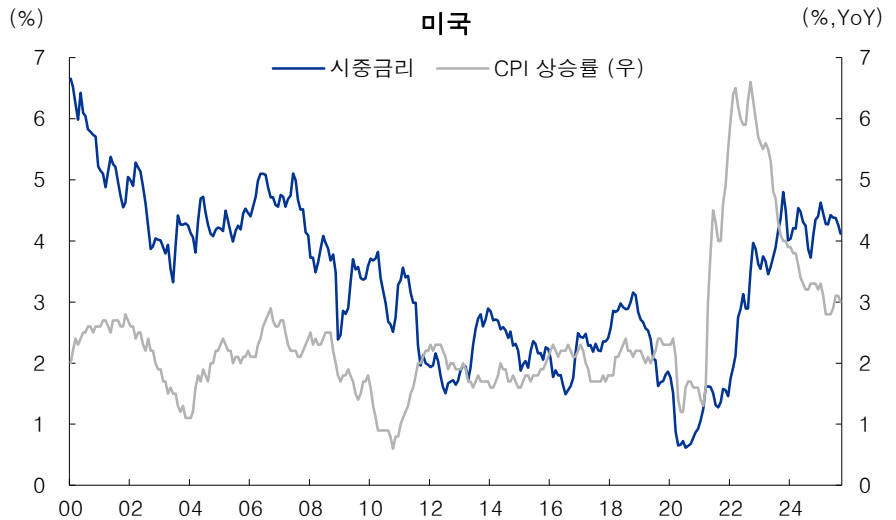
미국 등 양적완화국 고금리 고착화

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

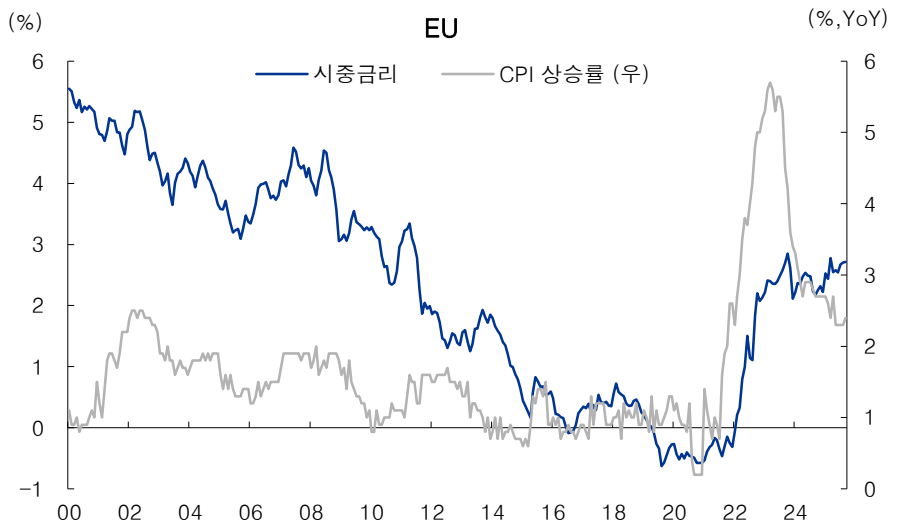


당연히 과거보다 기준점이 높아진 물가상승률을 반영한 금리의 흐름

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



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



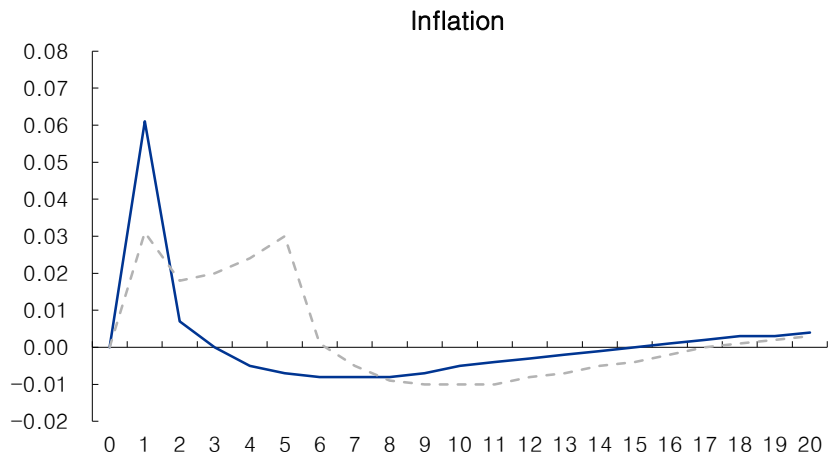
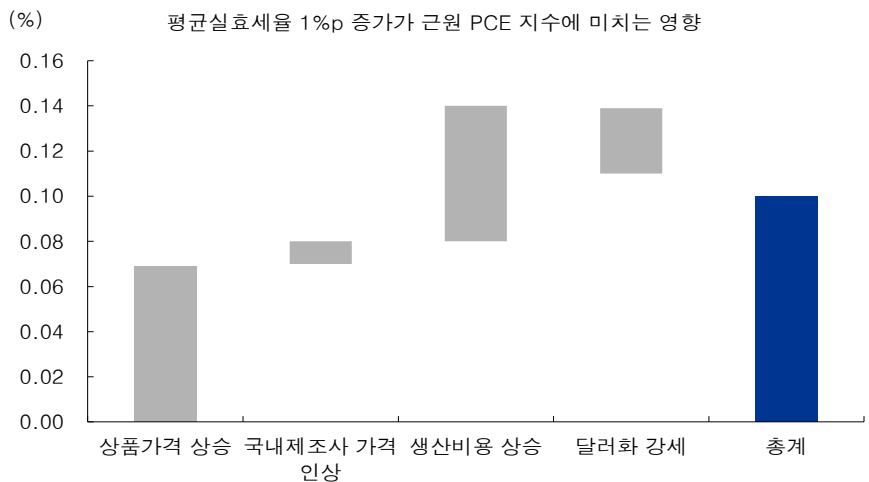
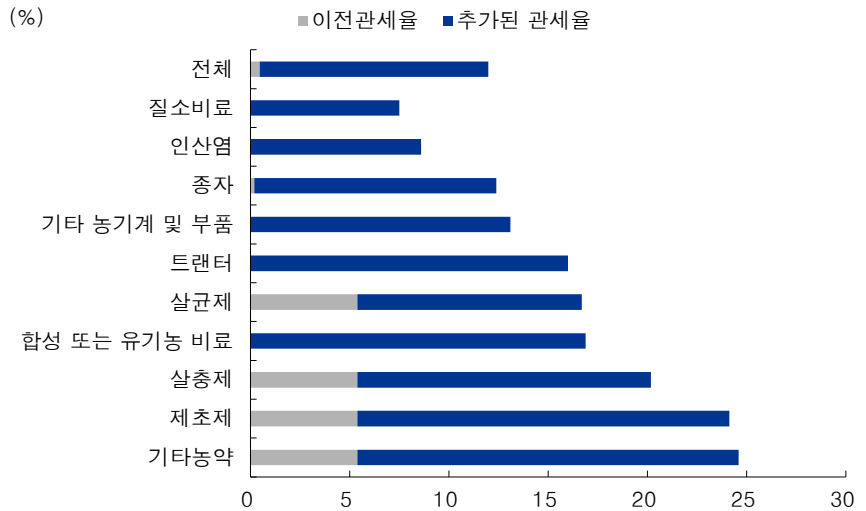
자료: Bloomberg, IBK투자증권

트럼프 관세는 2026년에도 미국 물가를 압박하는 요인

2025년 주요 국가들과의
관세율 협상이
마무리되었지만
2026년에도 논란은 지속

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

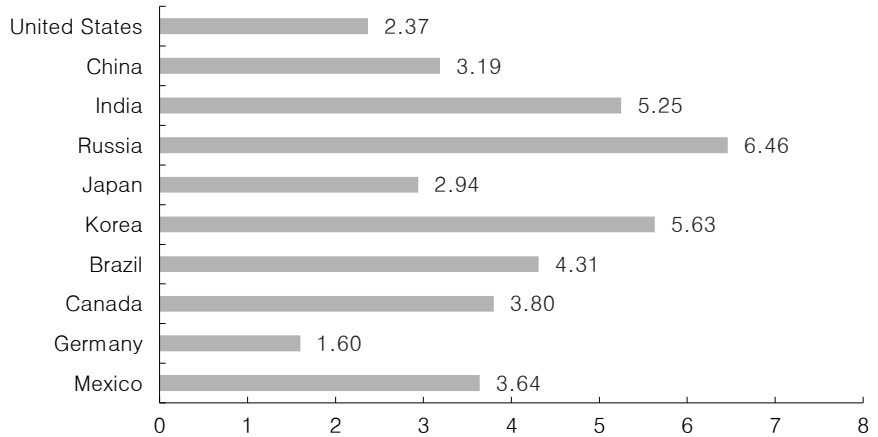


자료: IMF, PIIE, Brookings Institution, IBK투자증권

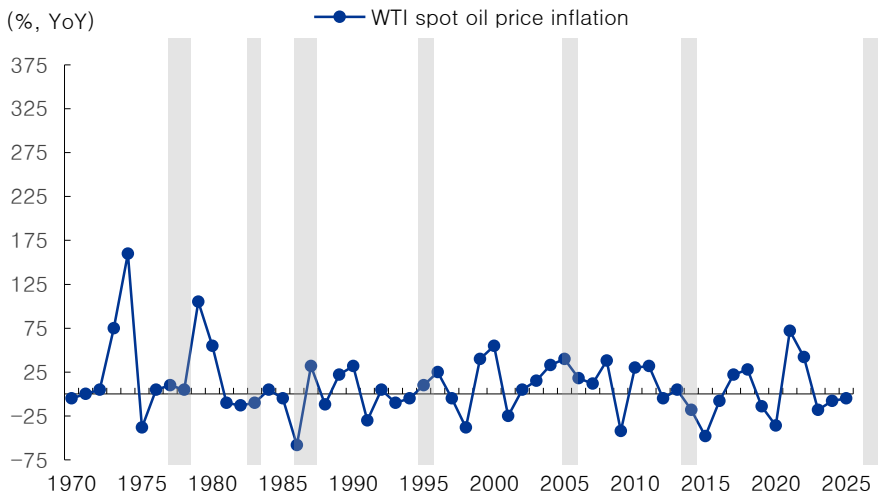
이란 사태로 인해 급등한 유가도 영향

주요국 경제 원유 의존도 (2024년)

주요국 경제 원유 의존도 (2024년)

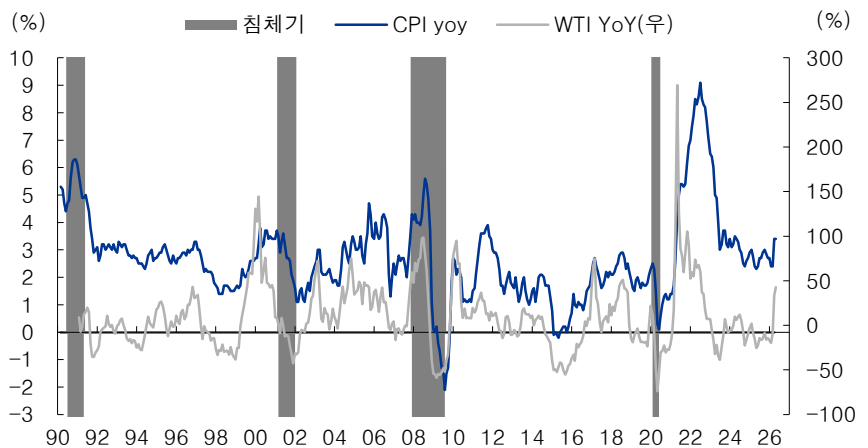


과거 경기침체기 유가 상승률



유가는 미국 물가 지수와 연동

더 중요한 것은 전쟁이 종료되고 유가가 하락한 후에도 물가는 상당기간 높은 수준을 유지 ➔ 공급망 따라 연계된 가격이 조정되는 데는 시간이 걸리기 때문



자료: Bloomberg, IMF, IBK투자증권

4-4

가파르게 증가하는 재정적자 ➔ 하반기 이후 장단기금리차 확대 가능성 주목

- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
 - ➔ 무엇이 미국 시장 금리를 상승 시키고 있나?
 - ➔ 연준은 트럼프나 시장 기대만큼 금리를 올릴 수 있을까?
 - ➔ 기대인플레이션이 안정될 수 있을까?
 - ➔ 더 주목해야 할 상승 압박 요인은 무엇인가?

V. Epilogue

위기 대응 및 경기 부양과 맞바꾼 재정적자

공공부채 증가 추세는
팬데믹 이후
더 가팔라지는 모습

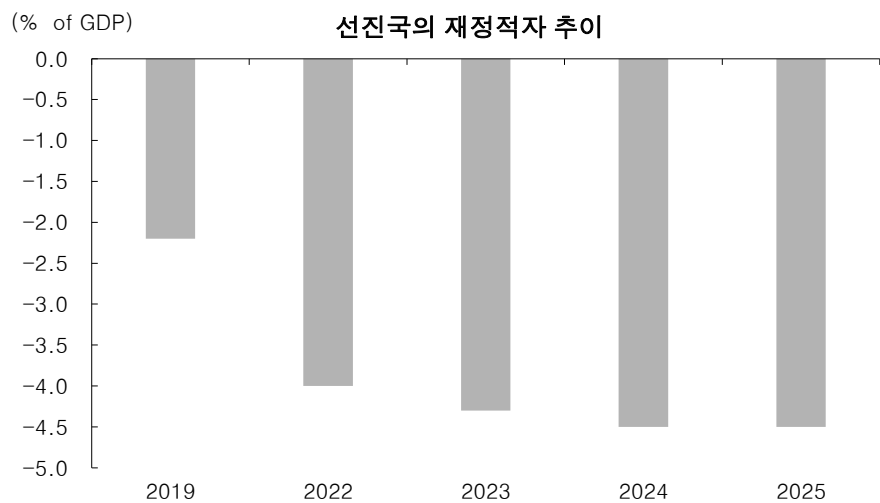
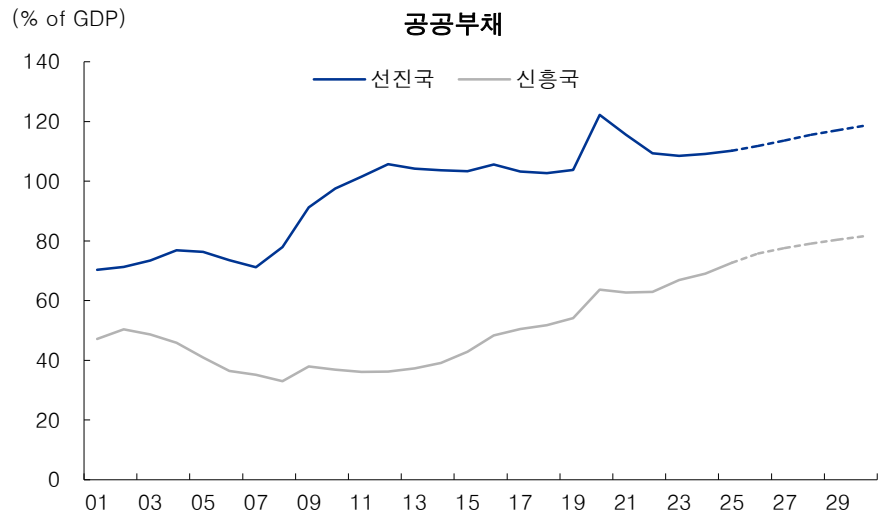
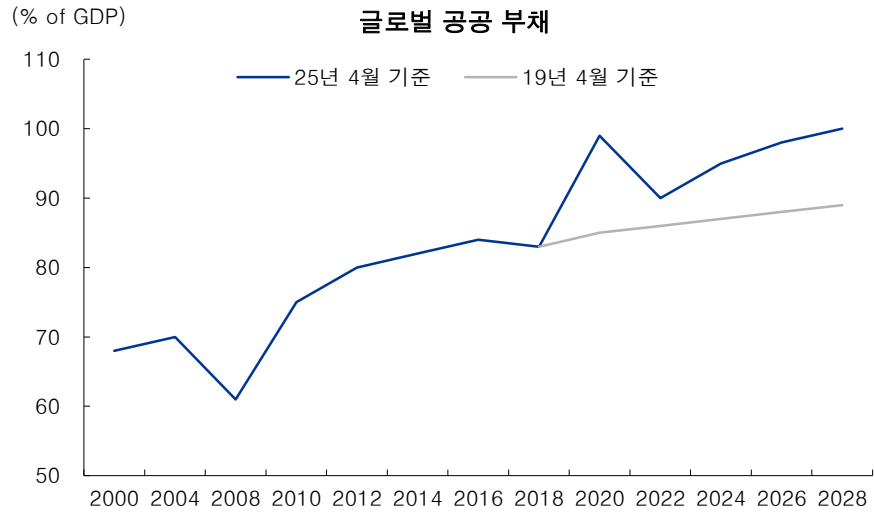
팬데믹이라는 재난에
대응하는 측면도 크지만
세계화 종료되고 새로운
질서가 만들어지는
과정에서 정부의 투자와
관여가 필요한 국면이기
때문

선진국이나 신흥국 모두
예외 없이 부채 증가
시켰으나 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



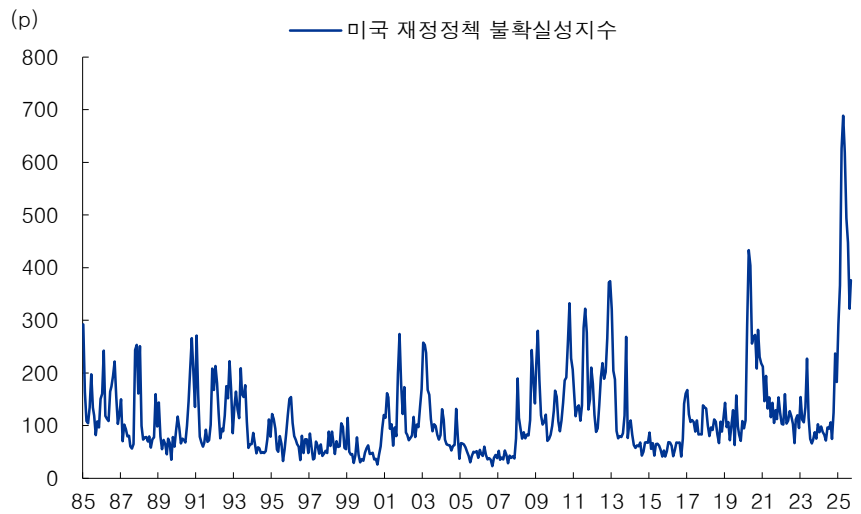
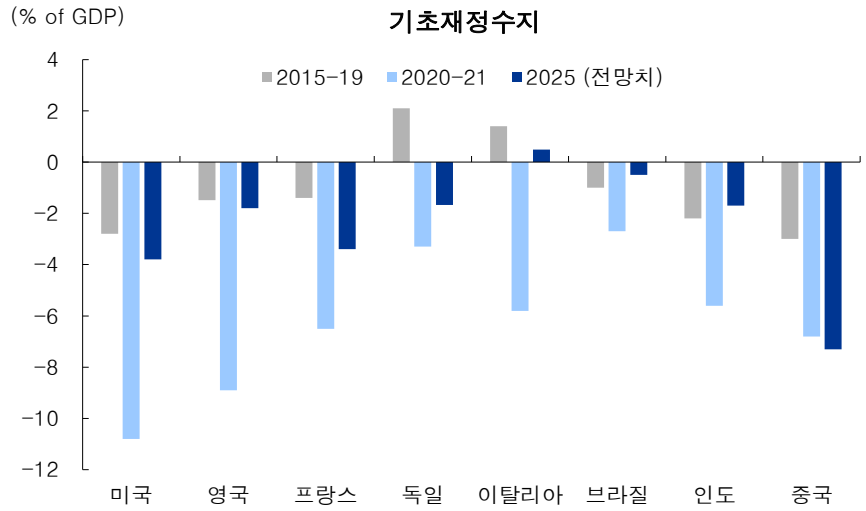
자료: Bloomberg, IBK투자증권

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

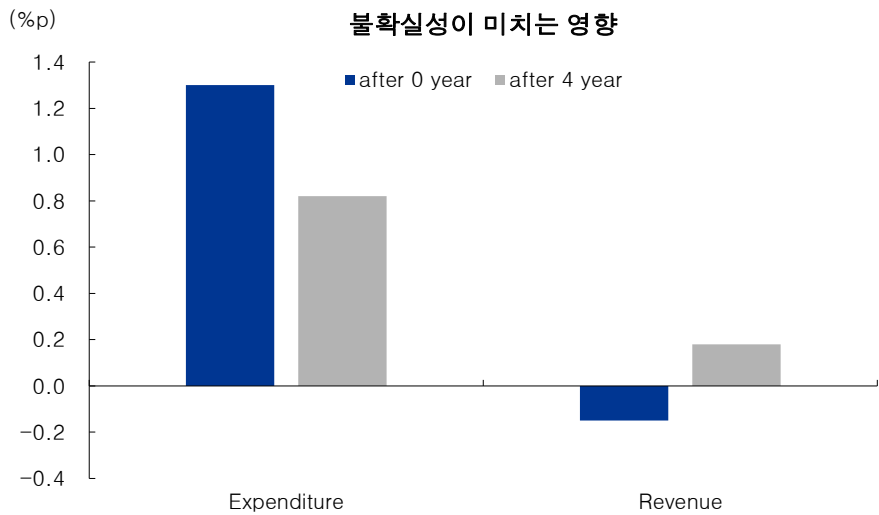
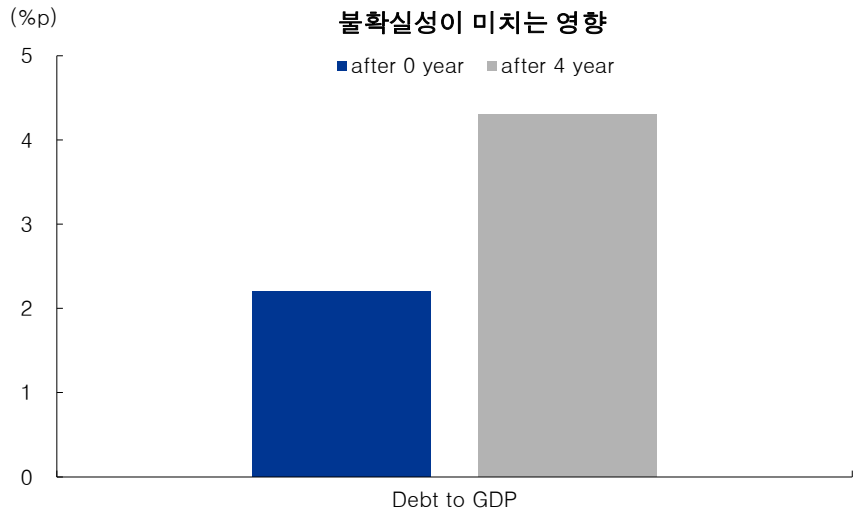


자료: Bloomberg, IBK투자증권

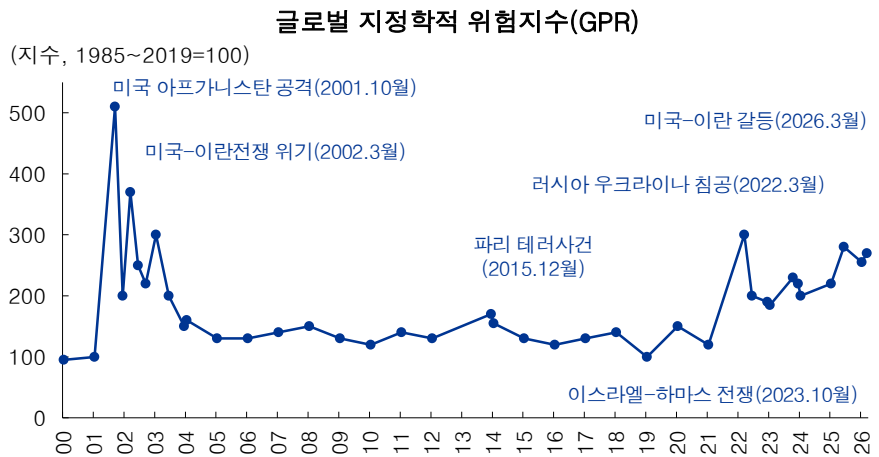
불확실성은 정부 부채 증가로 연결

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



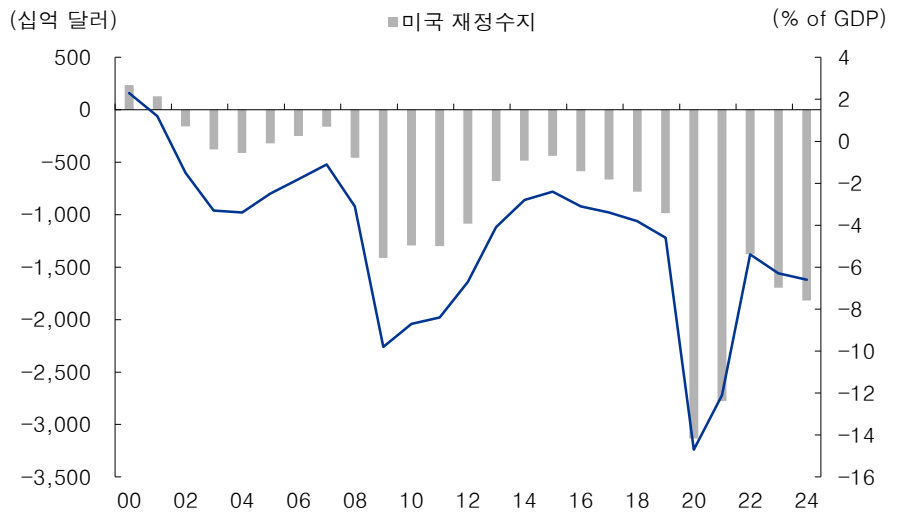
높아진 지정학적 위험은 국방비 지출을 늘리는 등 재정 부담을 더 가중시키는 요인



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

재정적자 축소 노력 중. 하지만 쉽지 않은 현실

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



1900년 이후 미국 전쟁 비용 ▶ 이란 사태는 미 정부 재정 부담 당연히 더 크게 늘림

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: bloomberg, CRS, IBK투자증권 주: 비용은 FY2011 기준

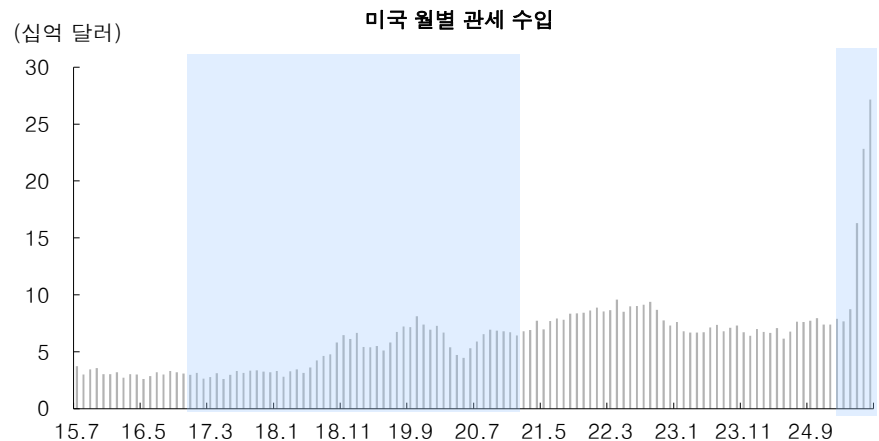
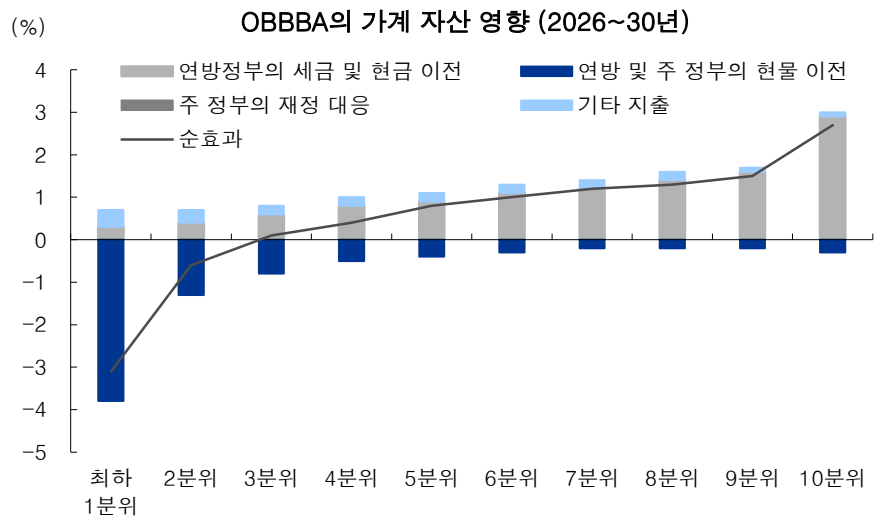
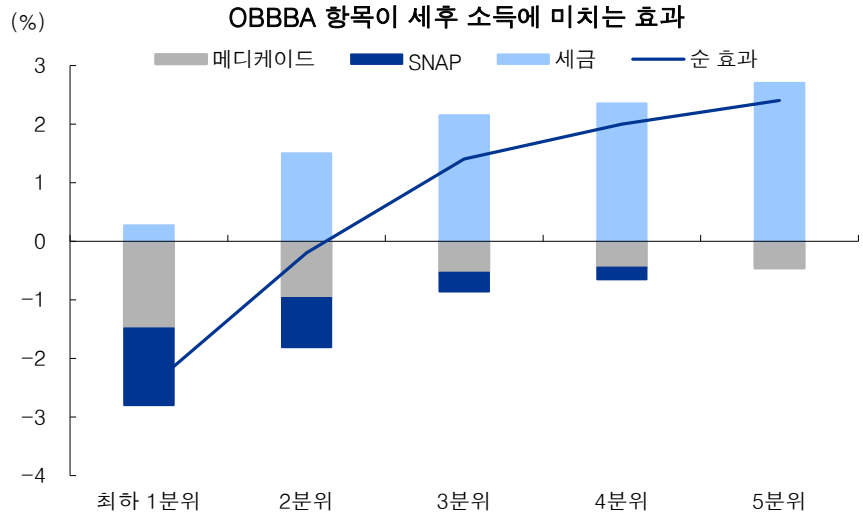
2026년 주목해야 하는 것은 감세

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

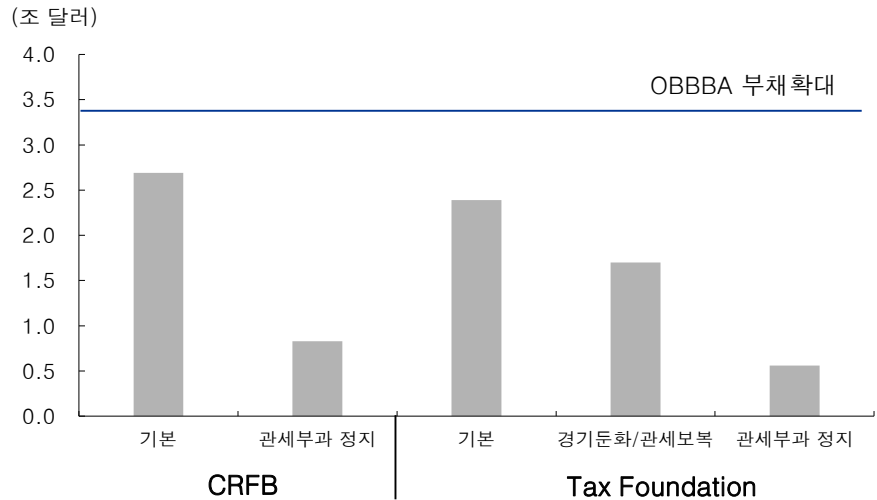
급증하는 미국의 관세 수입 ▶ 관세 수익을 어떻게 사용할 것인지도 향후 미국 금리 관련 중요한 체크 포인트



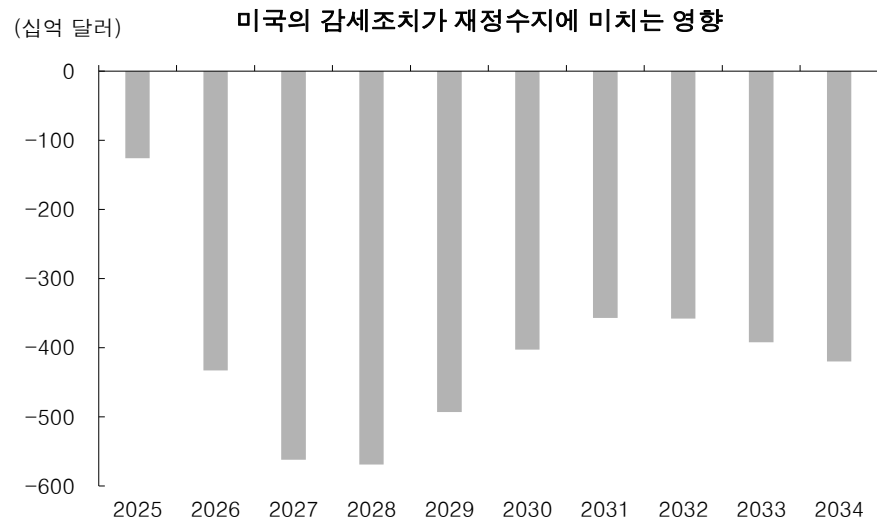
자료: Bloomberg, The budget Lab, CBO, IBK투자증권

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

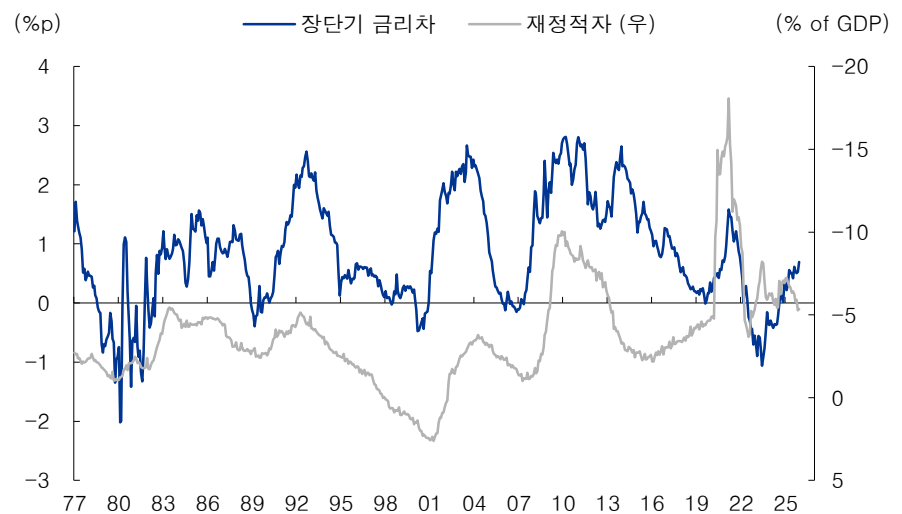
감세로 늘어나는 재정 부담을 관세로 충당하는 것은 최대 80% 정도 ▶ 재정적자 우려 커질 수 밖에 없는데 이 상황에서 관세 수입을 현금 지급한다면?



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

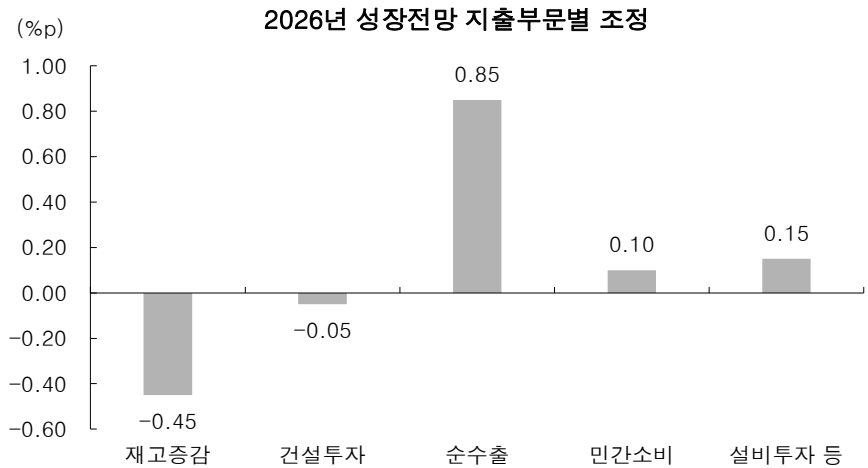
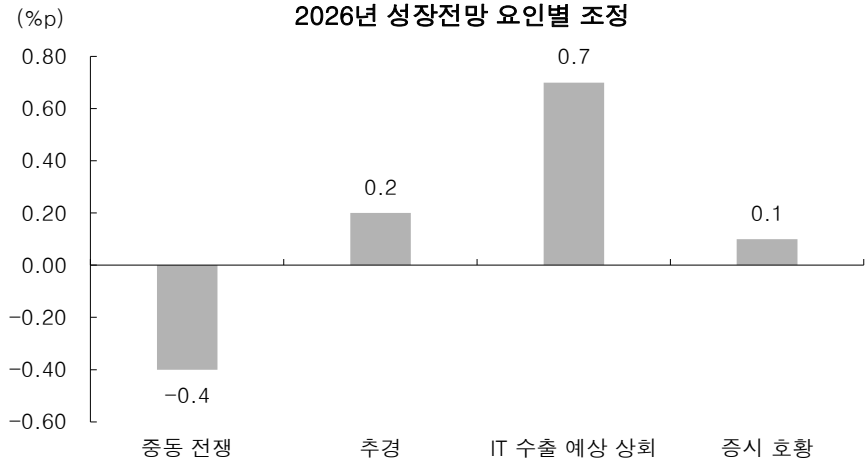
5

왜 미국 이야기만 하나?

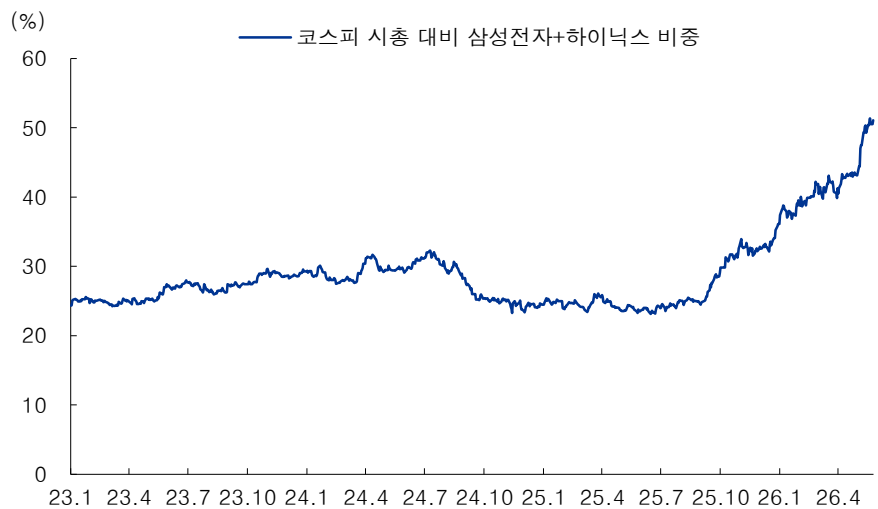
- I. 무엇을 불안하게 보는가?
- II. 경기 전환점은 어떻게 형성이 되는가?
- III. 경기 변곡점을 만드는 금리 임계점이 존재하나?
- IV. 금리는 임계점을 넘어설까?
- V. Epilogue

반도체에 의한 지금 경기 확장과 주식시장 급상승

2026년 경제성장률
반등의 가장 중요한
조건은 반도체 호황 지속
➔ 2026년 1분기 GDP
증가의 55%를 차지했고
한국은행 올해 성장률
전망치 조정 폭보다 반도체
기여율 변동 폭이 더 큼



지난 연말 이후
주식시장은 반도체
장세라 해도 과언이
아님

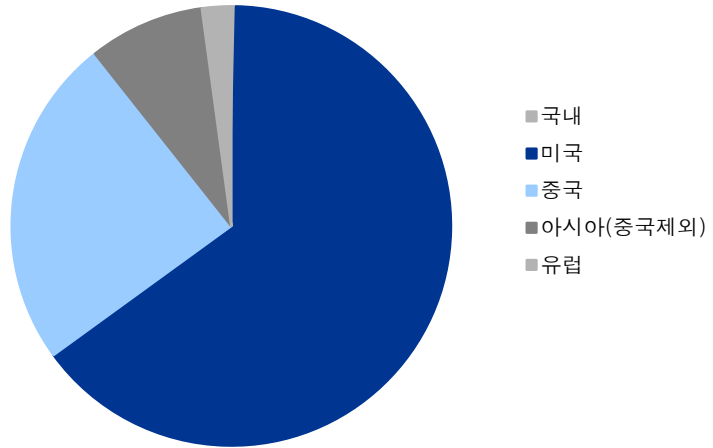


자료: 한국은행, 전자공시시스템, IBK투자증권

하지만, 국내보다 미국 영향이 절대적인 반도체 회사

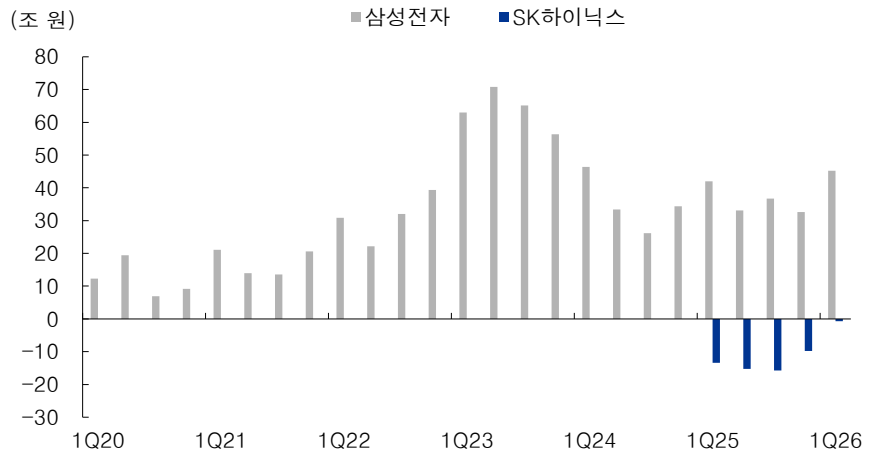
국내 매출 비중이
미미한 반면
미국 매출이 절대적인
반도체 기업

SK하이닉스 지역별 매출액 비중 (%)



주요 반도체 업체
분기별 순현금 추이

반도체 기업들은
국내에서 외부자금
조달 하지 않음. 따라서
국내 금리나 자금 시장
상황의 영향을 많이
받지 않음



자료: 전자공시시스템, 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
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	6915-5464	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
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	헬스케어	6915-5686	ucck0726@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

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		