

경제

개와 늑대의 시간

LS증권 2026 하반기전망
리서치센터 투자전략실
2026. 6. 15

Part I 두 개의 기동: 낮아지는 소비기동
Part II Deus ex Machina(AI)
Part III 다시 시장 중심의 경제로
Appendix 이란 사태와 고환율 영향



경제/환율

Economist 최광혁
kh.choi@ls-sec.co.kr

LS증권 최광혁입니다.

연간전망 이후 시장은 좀 더 낙관적인 의견이 강해지는 모습입니다. AI에 대한 기대는 더욱 높아지고 있고 소비와 고용에 대한 두려움은 상당부분 희석된 모습입니다. 연간전망에서 언급했던 바와 같이 한국이 미국보다 높은 성장성을 보인 점은 고무적이지만 AI에 대한 의존도가 시간이 지날수록 높아지고 있다는 점에서는 부담이 느껴 집니다. 사실 경제전망에서도 대부분의 문제가 AI와 관련된 논의로 귀결되는 모습을 보이고 있어 단정적으로 경제 전망을 하기가 쉽지 않은 상황입니다.

Part I 두 개의 기동: 낮아지는 소비 기동에서는 경제지표 변화에 대해서 다뤘습니다. 고용 둔화, 소득 감소에도 불구하고 미국 민간소비는 견조한 흐름을 이어왔고, AI와 관련된 투자는 시간이 지날수록 규모를 키우고 있습니다. 2026년 초반 미국 경제에 대한 높은 기대감도 소비가 견재하고 AI투자가 지속적으로 증가할 것이라는 믿음에 기인합니다. 다만 여전히 가계지출 증가율이 가처분소득 증가율보다 높은 상황에서 OBBBA 등의 기대가 사라진다면 무엇이 소비를 지속시킬 수 있을 지 의구심이 생깁니다. 예상치 못한 이란 사태의 여파가 존재하지만 소비 여력의 감소는 구조적인 문제라는 판단이고 현재는 AI에 대한 기대감이 경제에서 발생할 수 있는 문제들을 외면하게 만들고 있다는 판단입니다. 자산가격 상승으로 인한 소비 여력 증가는 긍정적이지만 그만큼 변동성이 높은 요소입니다.

Part II AI와 관련된 경제적 분석에서도 연간 전망에서의 분석을 그대로 유지하고 있습니다. 2026년 들어 무조건적인 AI투자에서 기업에의 적용 과정이 AI에 대한 고민을 늘릴 수 있을 것으로 판단했습니다. 고민과 기대의 교차는 주식시장에서는 변동성의 확대로 표출되고 이러한 현상이 최근에 지속되고 있는 급등과 급락의 원인이라는 판단입니다. 다만 기대감만큼 고민이 깊어질 수 있는 구간인데 특히 기업 적용이 생각보다 쉽지 않다는 것을 실제로 체감하게 되는 해이기도 하고, 장기간 지속해 온 투자가 금융적인 부분에서 흠집을 만들어낼 시기이기도 합니다. AI 전체의 실적이 하이퍼스케일러의 Capex 투자와 연동되어 있기 때문에 한 부분의 흠집이 독립적으로 작용하기는 어렵습니다. 문제는 끊임없이 발생할 가능성이 높고, AI 의심들을 해결하는 과정에서 실제 AI가 경제에 적용되는 시기가 결정될 가능성이 높습니다.

Part III와 Appendix에서는 시장에 변수로 부각될 이슈들을 다뤘습니다. 케빈 워시를 연준의장으로 새로 시작되는 연준의 행보는 기본적으로 시장으로의 결정권 이양을 목표로 하고 있다는 판단입니다. 그 과정에서 나타나는 규제 완화가 자산 시장에 긍정적으로 작용할 가능성이 높지만 시장에서 기대하는 단기적인 시점은 아닐 것으로 판단하고 있습니다. 유가와 고환율 문제는 당장 경기 침체를 가져오지는 않습니다. 다만 사태가 지속될수록 누적되는 부정적 효과가 강해질 수 밖에 없어 사태의 해결 시점이 언제냐에 따라 변수의 영향력이 상당히 달라질 가능성이 높습니다.

감사합니다.

Contents



LS증권 2026 하반기 전망: 경제 | 개와 늑대의 시간

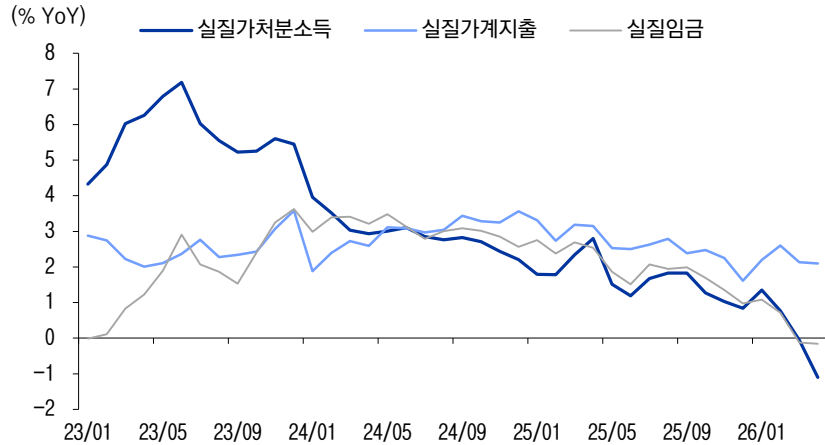
- Part I 09 두 개의 기둥: 낮아지는 소비 기둥
한미 경제 상황 분석
- Part II 53 Deus ex Machina(AI)
개와 늑대의 시간
- Part III 75 다시 시장 중심의 경제로
공공의 개입 최소화 논의
- Appendix 85 이란 사태와 고환율 영향
상처가 지속되면 흥터가 생긴다

Key Chart 1) 경제를 바라보는 간단한 시각

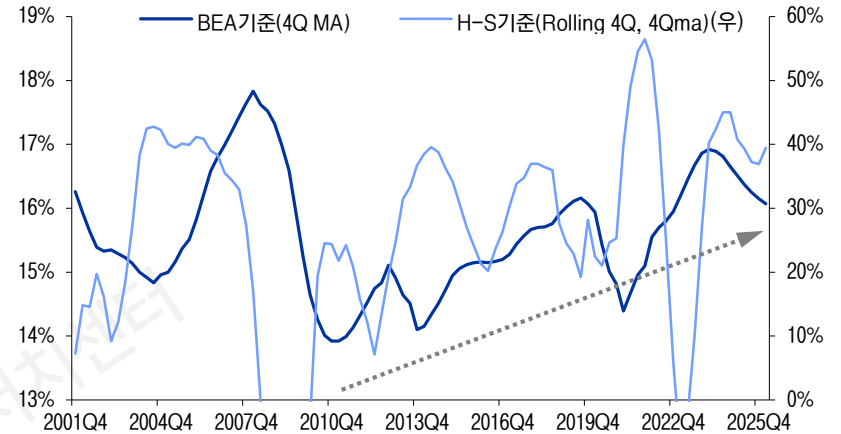


Key Chart 2) 경기 성장의 두 개의 기둥, PCE와 AI

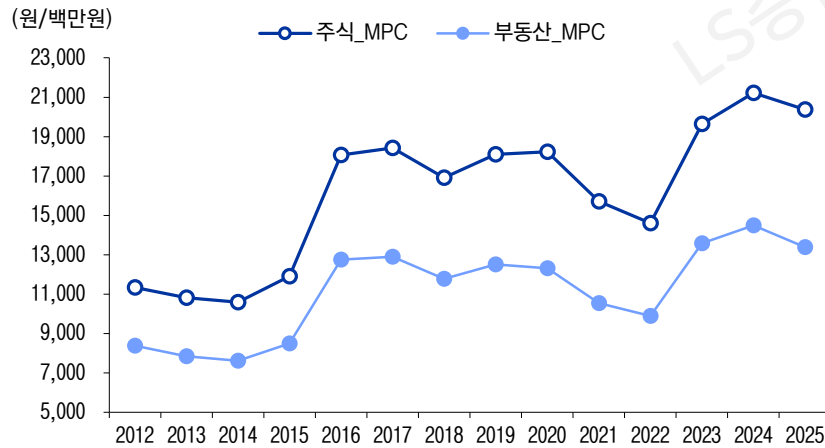
지속되는 미국 실질가처분소득 감소



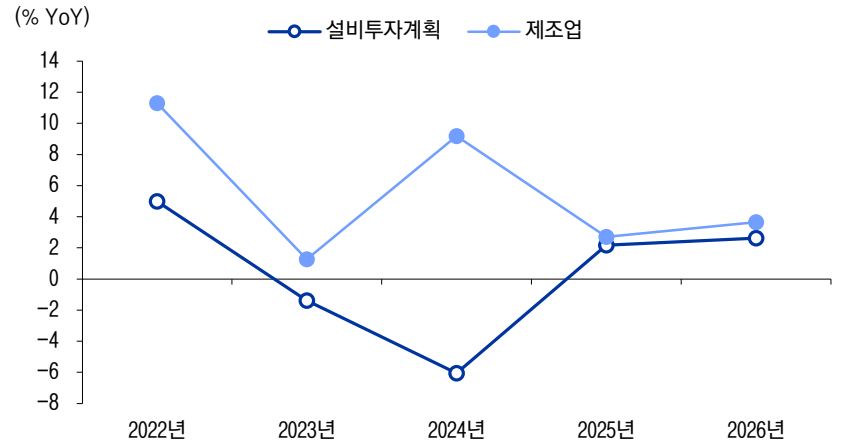
미국 가계 소득 중 금융소득 비중 증가



한국 자산가격에 따른 소비성향 상승

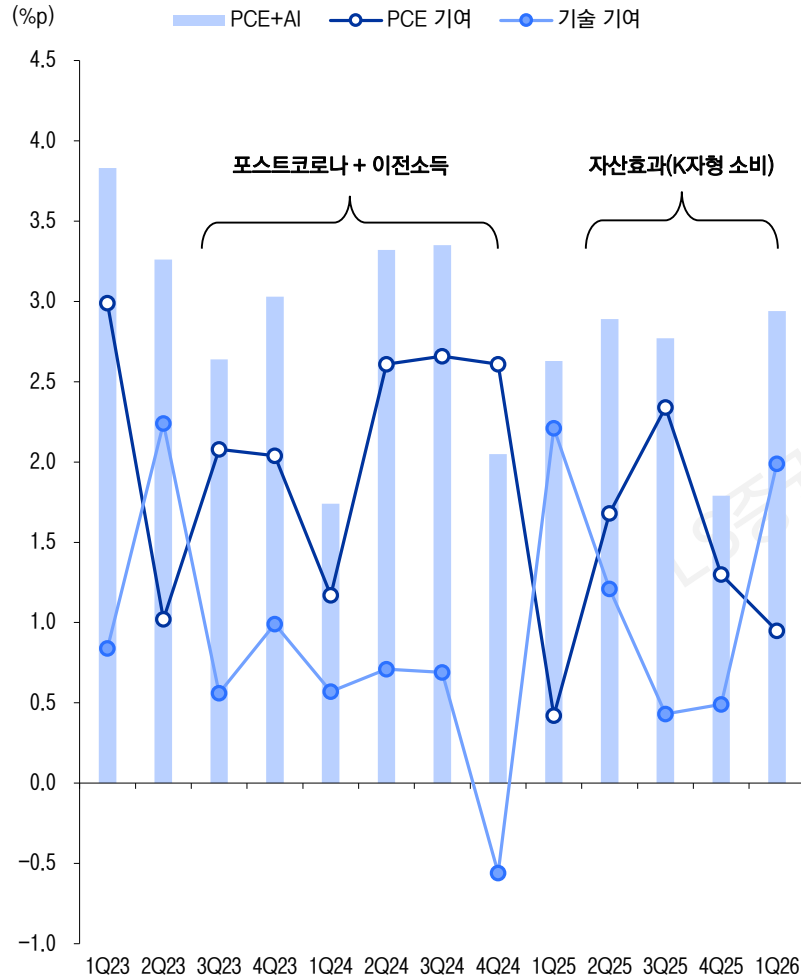


조금은 나아진 설비투자

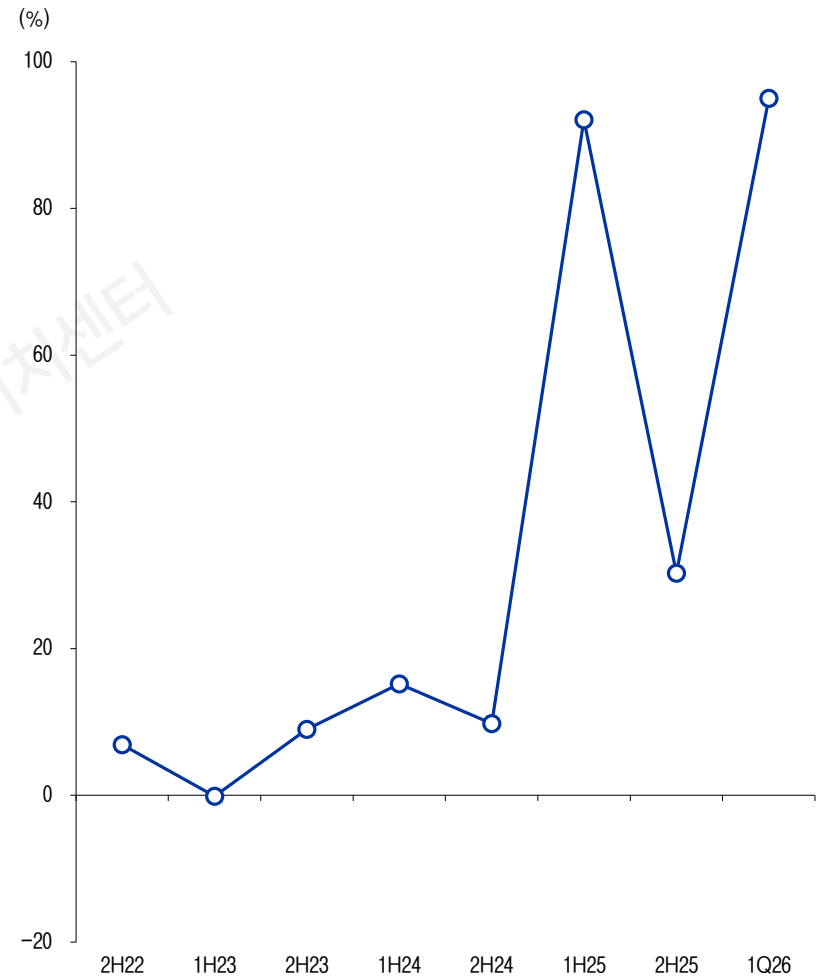


Key Chart 3) Deus ex Machina(AI) – AI 의존도 심화

성장에 대한 PCE와 기술 기여. 기술 기여가 PCE를 추월

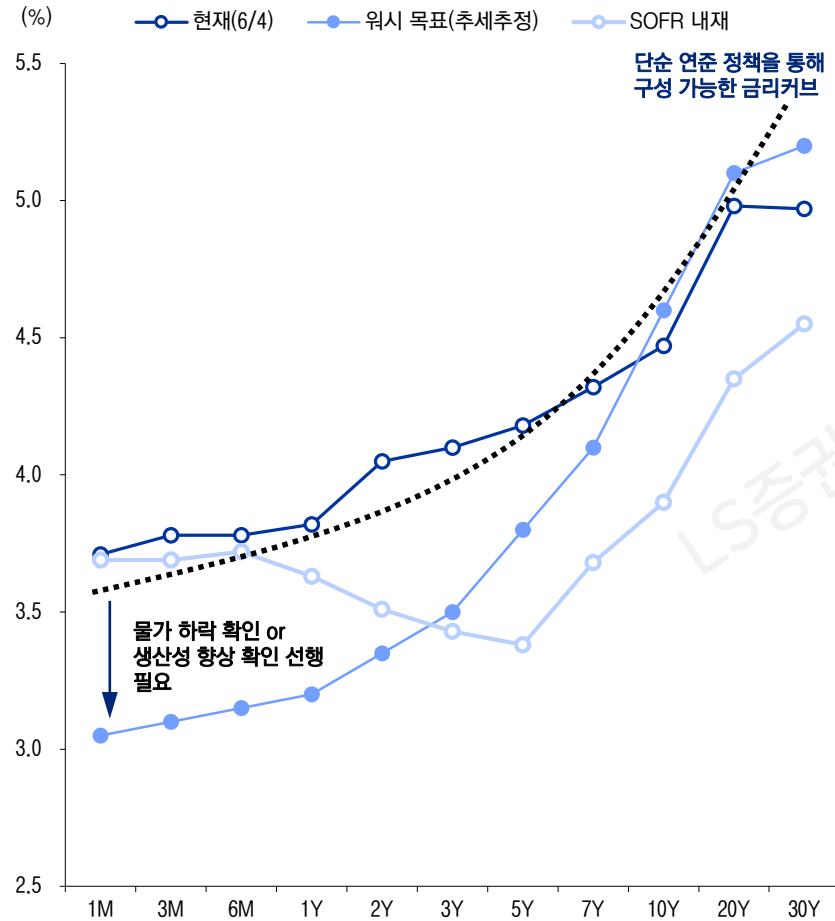


경제성장률에 대한 AI관련 투자의 설명력

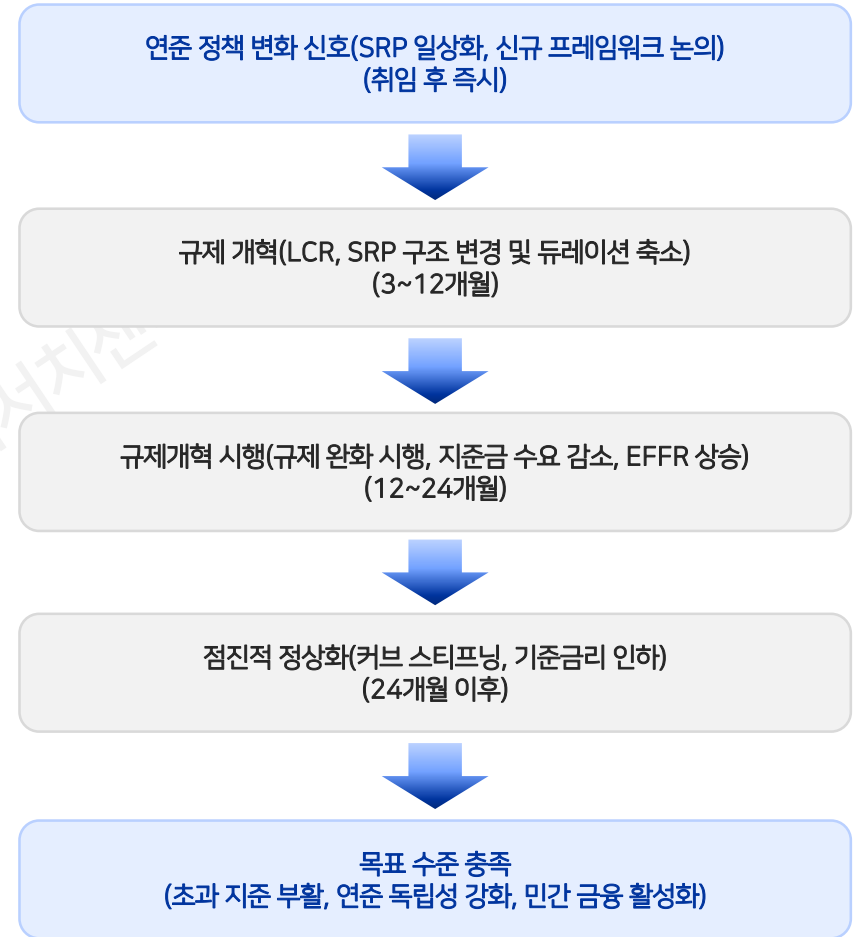


Key Chart 4) 케빈 워시의 정책에는 동의. 다만 시간이 필요

케빈 워시 발언에 따른 장단기 금리차 변화 추정

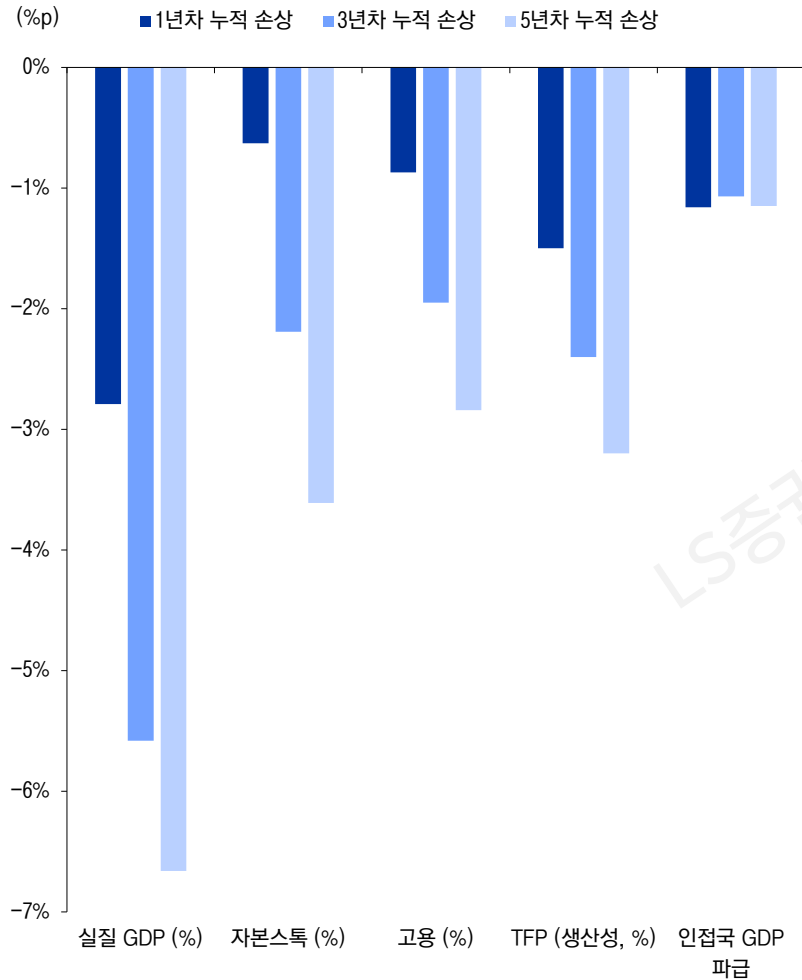


케빈 워시 취임 이후 가능한 정책 Timeline

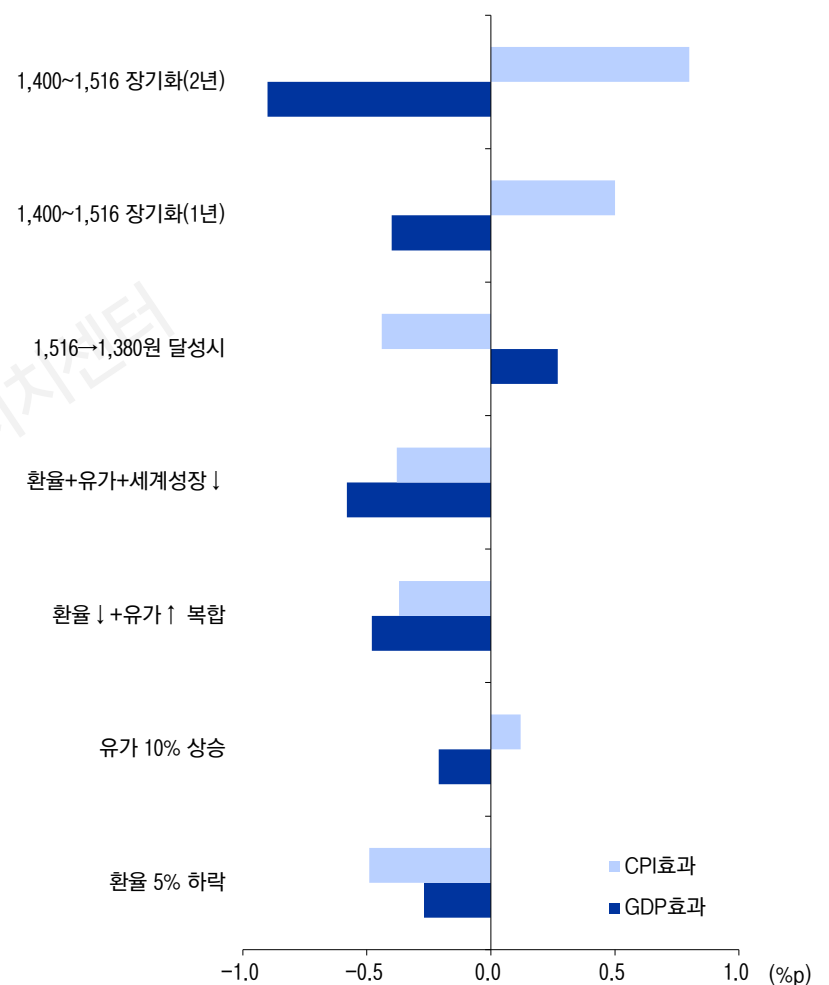


Key Chart 5) 이란 사태와 환율 충격, 길어질수록 흉터가 남는다

대형 분쟁 장기화에 따른 경제 손상 추정치



환율·유가 충격 시뮬레이션: GDP, 물가



Part I

두 개의 기동: 낮아지는 소비 기동

한미 경제 상황 분석

- 미국 소비 기여는 점차 낮아질 것으로 판단
- 투자 기대는 남아 있지만 소비중에 편중
- 미국 시에 의존하는 한국 경제

시에 모든 것을 의존하는 경제 구조

● 미국 경제를 지탱하는 두 개의 기둥

- 최근 2년 간 미국 경제를 지탱하는 두 개의 큰 기둥은 민간소비와 시투자였다. 고용 둔화, 소득 감소에도 불구하고 미국 민간소비는 견조한 흐름을 이어왔고, 시와 관련된 투자는 시간이 지날수록 규모를 키우는 모습을 보여왔다. 2026년 초반 미국 경제에 대한 높은 기대감도 소비가 견제할 것이라는 믿음과 시투자가 지속적으로 증가할 것이라는 전망에 기인한다.
- 2026년 연간전망을 통해서 전망했던 내용은 가처분소득이 감소하고 가계지출 증가율이 가처분소득 증가율을 넘어선 구간에서 소득보다 소비의 증가가 높은 상황이 지속될 수 없다는 판단과 시와 관련한 잡음이 2025년 보다는 좀 더 커질 것이라는 판단을 전제로 한다. 시와 관련해서는 여전히 견조한 투자 증가를 보여주고 있고, 잡음이 있을지언정 아직까지는 투자 확대와 장밋빛 미래가 시들어들 시점은 아니라는 판단이다. 하지만 소비와 관련해서는(물론 예상치 못한 이란 사태의 영향도 크지만) 물가의 압박과 줄어든 소득으로 여력의 감소가 가시화될 것이라는 판단이다. 문제 발생 시점에서 저축과 신용 여력이 예전과 같지 않아 둔화를 방어할 힘도 과거보다 점차 약해지고 있다는 판단이다.

● 한국이 미국보다 나은 한 해, 지금은 그렇다

- 한국의 1분기 GDP성장률은 기대보다 높은 수준의 상승을 보였다. 특히 고무적인 부분은 내수 부문의 회복이 지속되는 모습을 보였다. 설비투자과 소비가 모두 양호한 흐름을 보이면서 경기에 안정성이 높아진 모습이다. 일단 소득의 성장이 가시화된 부분이 있고 자산가격 상승에 따른 부의 효과는 2분기까지는 지속될 것이라는 판단이다. 다만 주가의 지속적인 상승이 없다면 소비 여력이 제한되는 모습이 나올 수 있고, 높은 수준의 수출 증가율이 시에 집중되어 있다는 점은 부담 요인이다.
- 결국 미국과 한국 모두 문제의 핵심은 경제의 구조적 성장이 아닌 시의 폭발적 성장에 대부분의 경제 성장을 의존하는 모습이다. 시와 관련된 투자가 중심을 이룬 상황에서 시와 관련된 주가의 상승이 소비를 지탱하고 있다. 금리수준, 물가, 고용 등 대부분의 지표는 중립 이상의 성적을 주기 어려운 상황에서 시가 버티는 시장은 결국 시의 잡음에 민감하게 반응할 수 밖에 없다는 점이 우려 요인이다.

우리가 가장 잘 아는 지출 측면에서의 GDP

- 모든 것이 소비로 귀결된다는 것은 소비를 합산해서 경기를 판단할 수 있다는 말과 동일하다. 결국 경제는 개인의 소비, 정부의 소비, 기업의 소비와 외국인의 소비의 합이다

$$GDP(Y) = \underline{C(+G)} + \underline{I} + \underline{(X-M)}$$

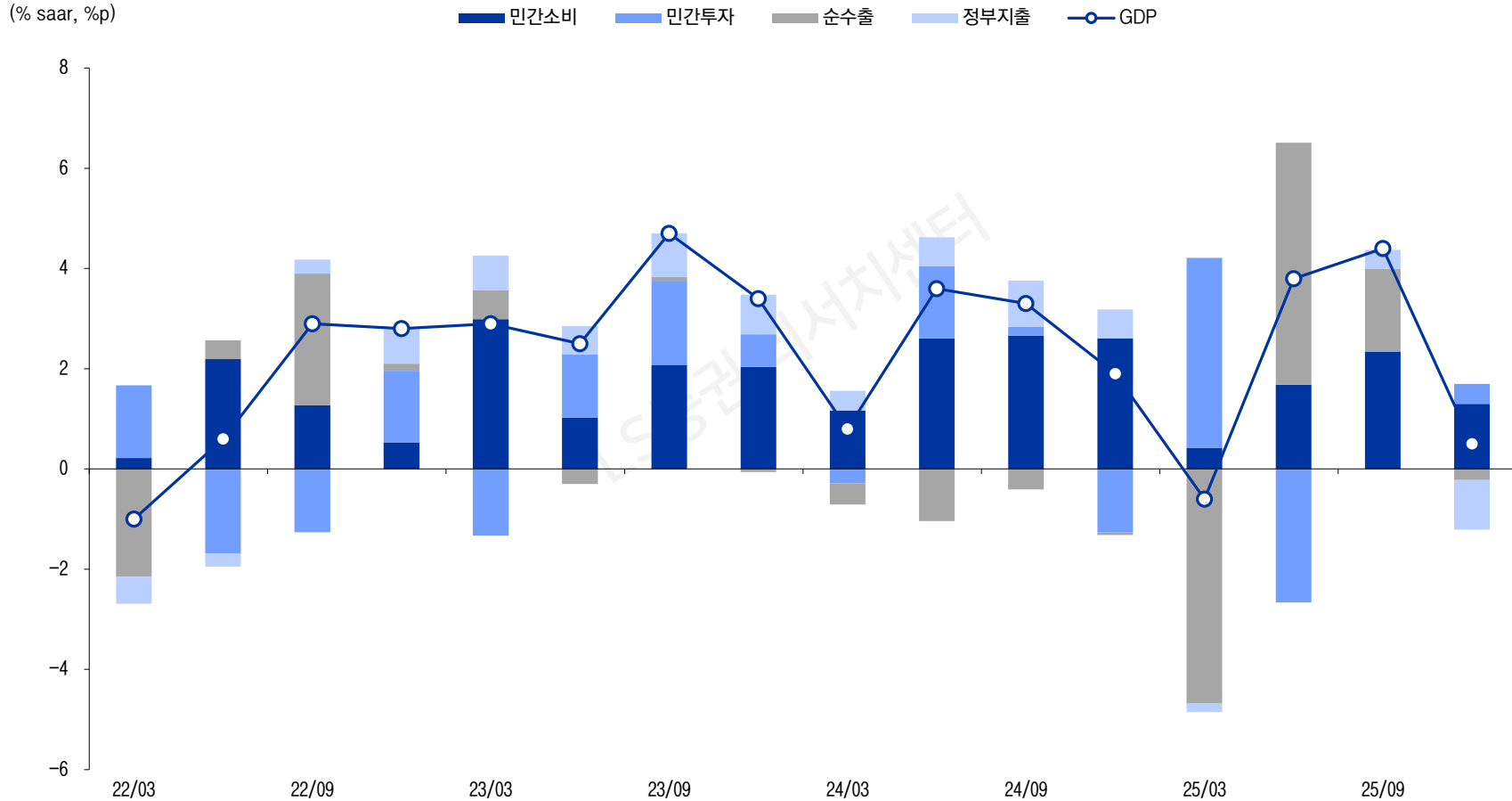
GDP = 최종 소비 (민간소비+ 정부소비) + 고정 투자 (설비투자+건설 투자) + 재고 변동 + (수출 - 수입)

최종 수요 = 소비 + 고정투자 + 재고변동 + 수출 = GDP + 수입

내수

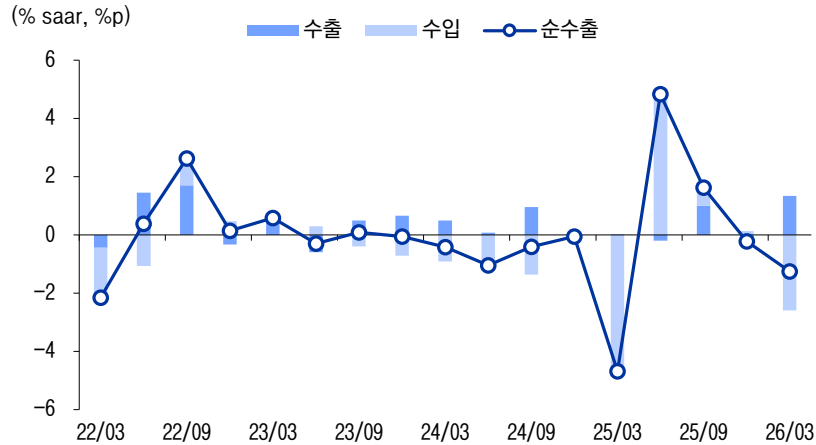
미국 경제성장률 요소별 성장 기여도

- 2025년 미국 경제성장을 견인하던 순수출 기여도 하락. 민간소비 역시 12월에서 1월로 넘어가면서 기여도 감소. AI투자로 인한 민간투자의 성장세가 얼마나 커질 수 있을지가 미국 경제성장률을 결정

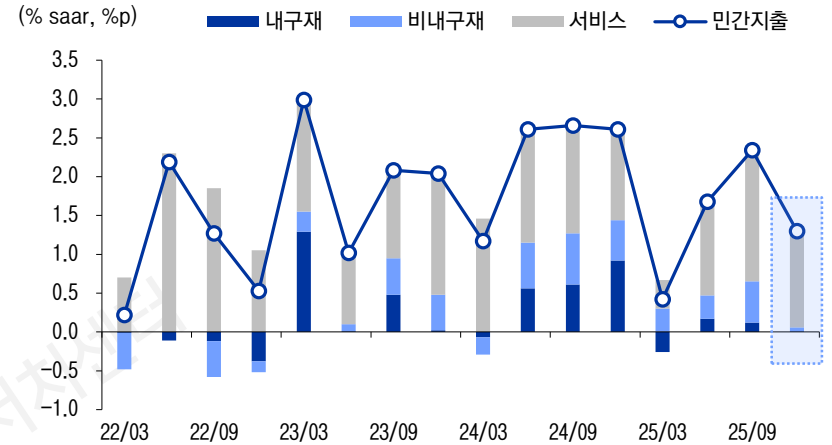


미국 항목별 성장률 기여도

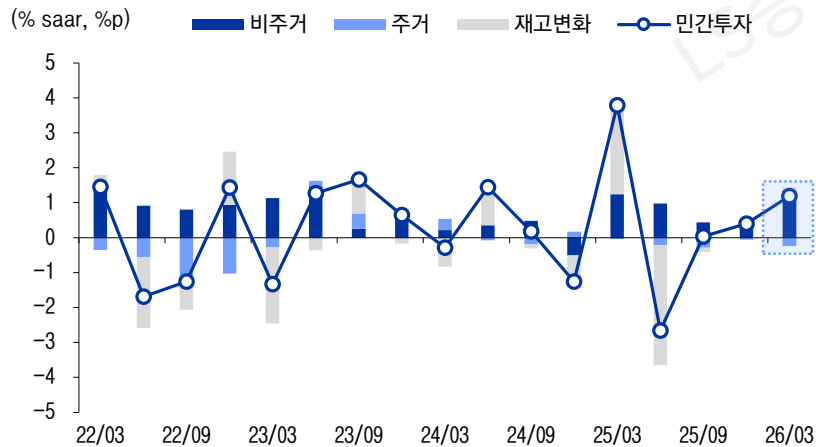
순수출 기여도



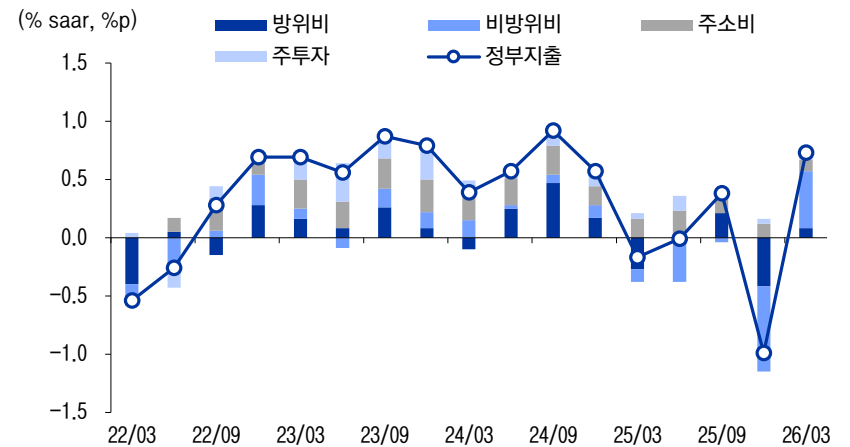
민간지출 기여도



민간투자 기여도



정부지출 기여도

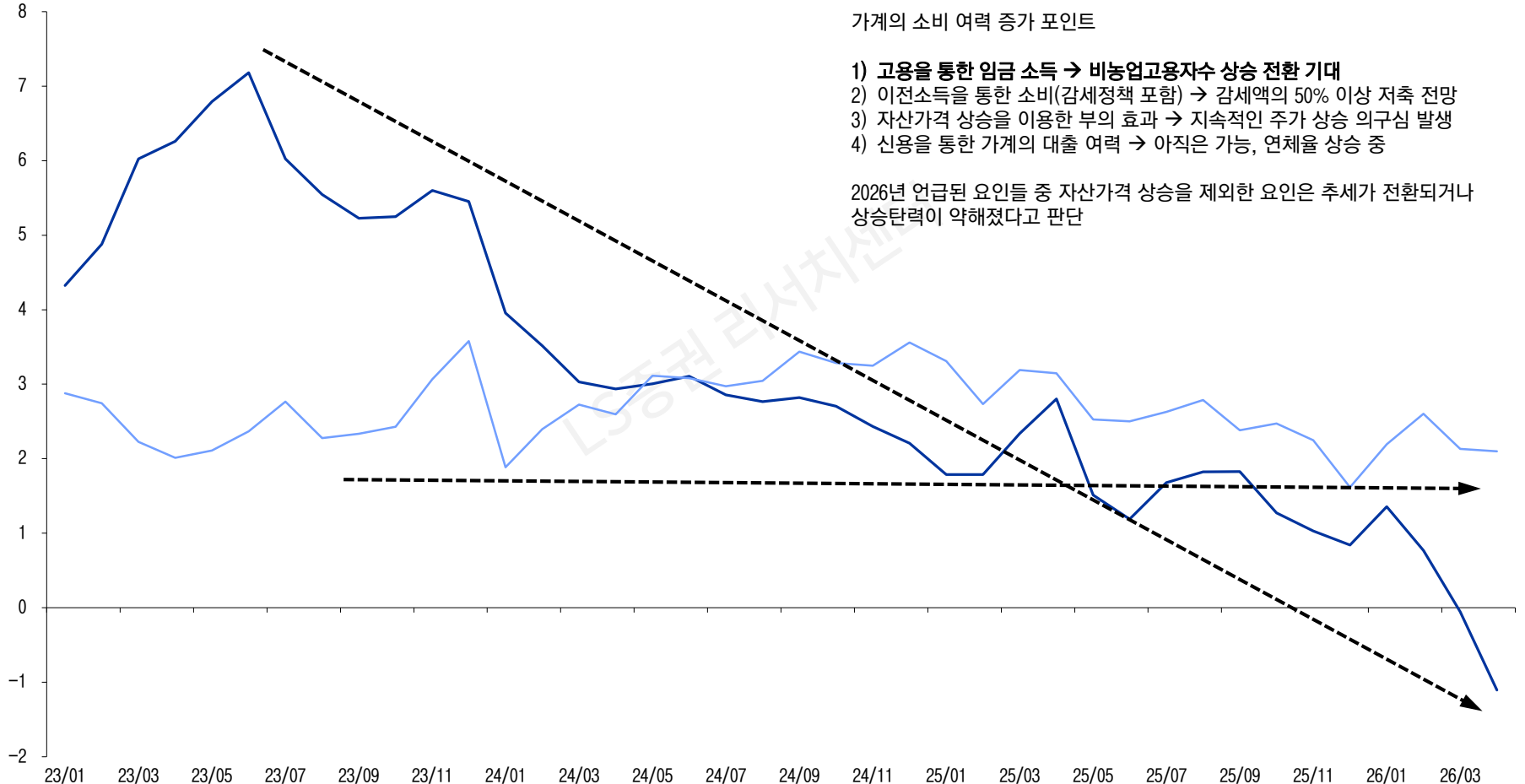


항상 발생한 소비 방어 요인들. 아직 남아있을까?

미국 가계 가처분소득과 소비 증가율

(% YoY)

— 실질가처분소득 — 실질가계지출



가처분소득 증가율이 가계지출을 하회하는 상황 지속

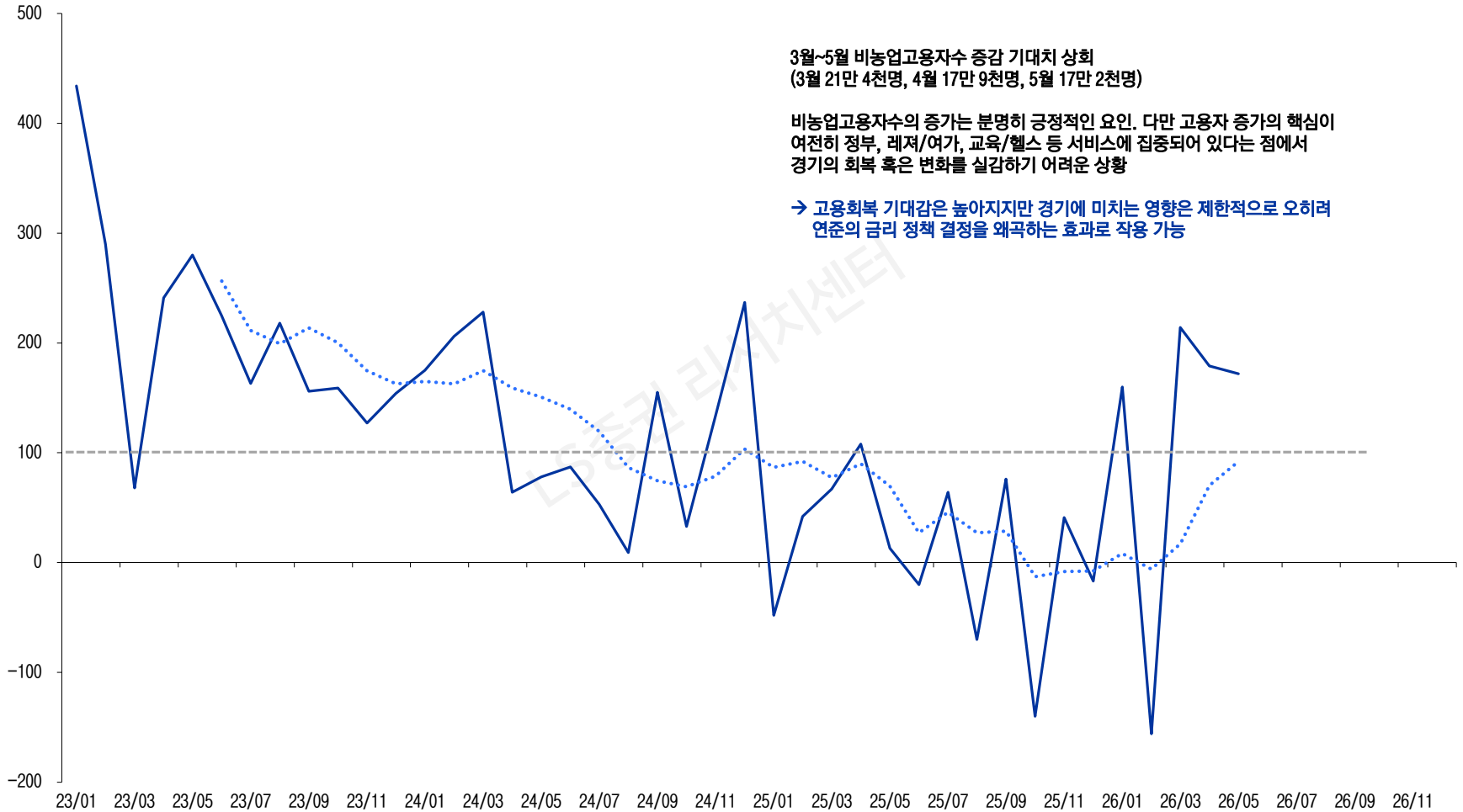
가계의 소비 여력 증가 포인트

- 고용을 통한 임금 소득 → 비농업고용자수 상승 전환 기대
- 이전소득을 통한 소비(감세정책 포함) → 감세액의 50% 이상 저축 전망
- 자산가격 상승을 이용한 부의 효과 → 지속적인 주가 상승 의구심 발생
- 신용을 통한 가계의 대출 여력 → 아직은 가능, 연체율 상승 중

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

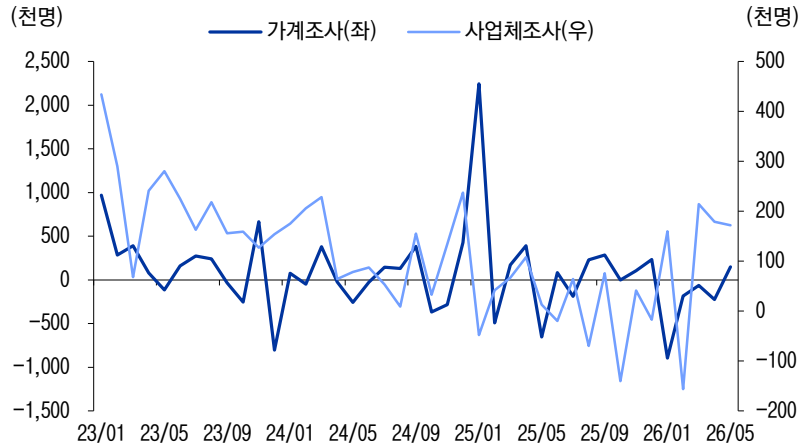
미국 비농업고용자수 변동

(천명)

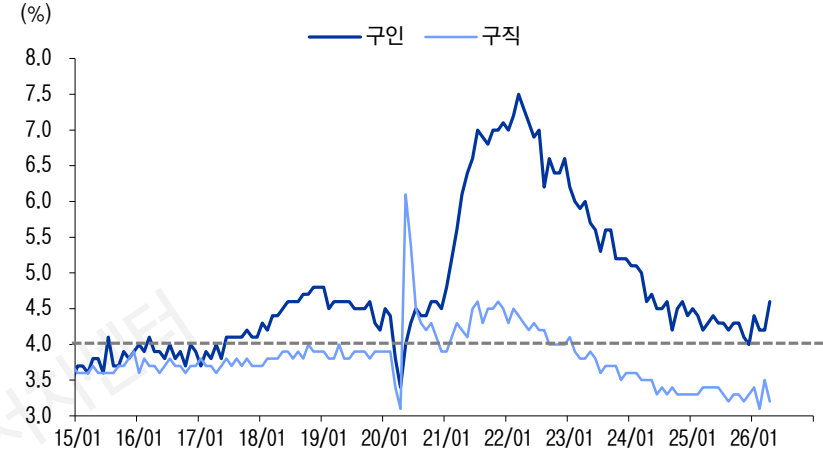


미국 노동시장 회복보다는 정체

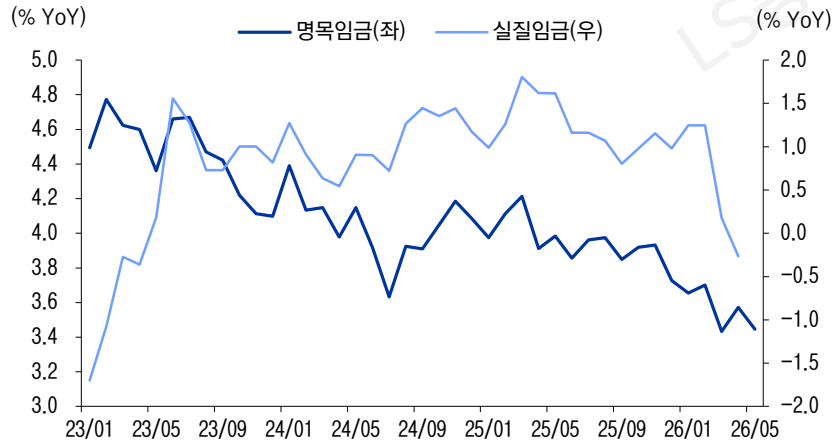
가계조사와 사업체조사 고용자수 변동



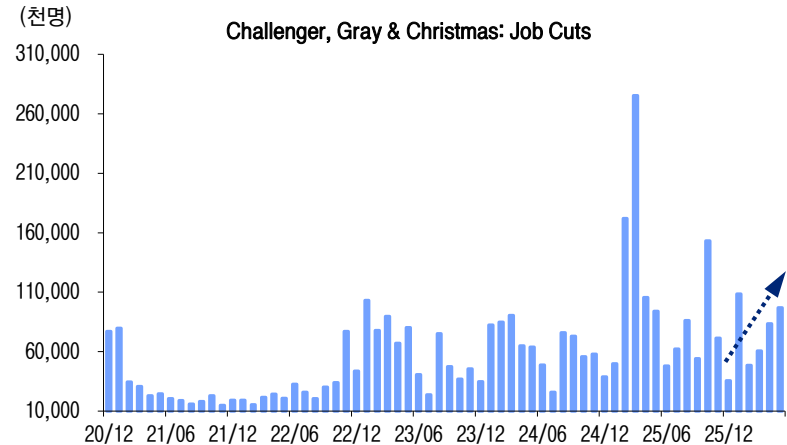
JOLTS 구인율과 구직률



명목임금과 실질임금 증가율

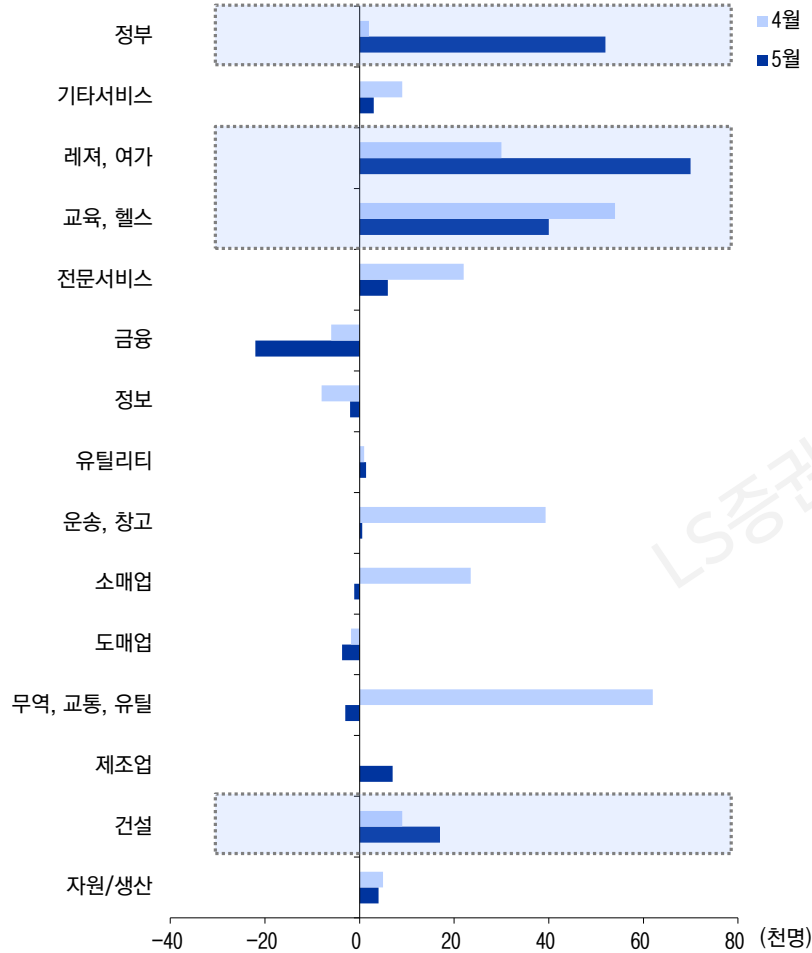


미국 기업 감원

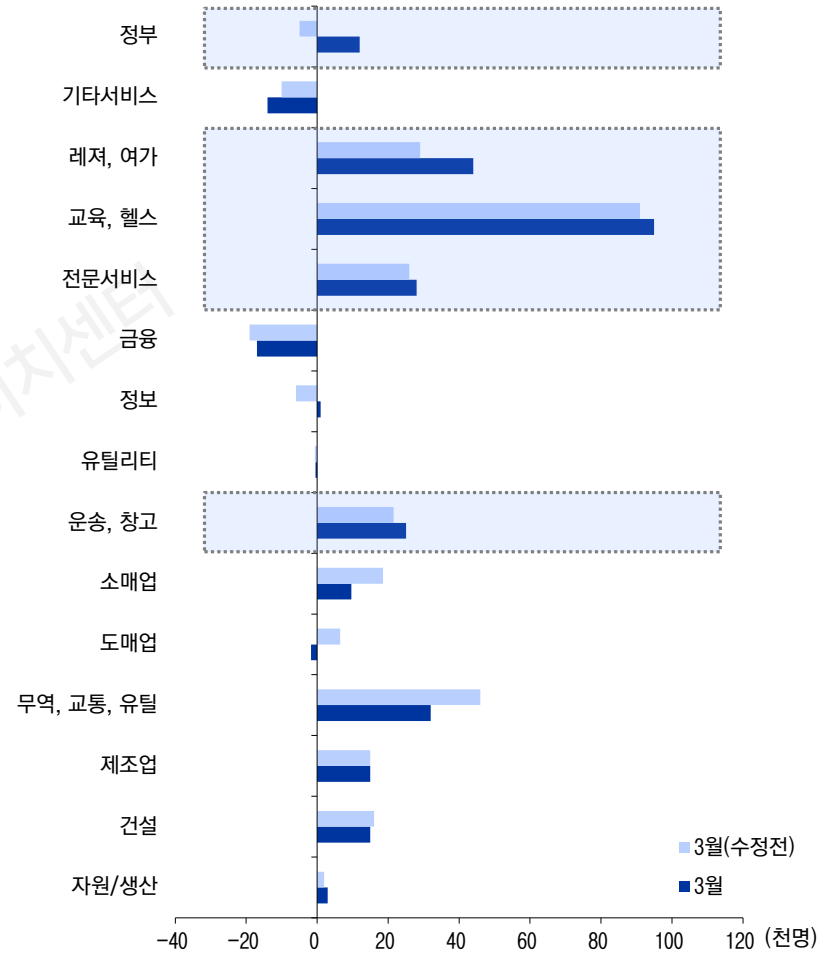


지속되는 서비스업종 고용자수 증가

5월 미국 업종별 고용자수 증감



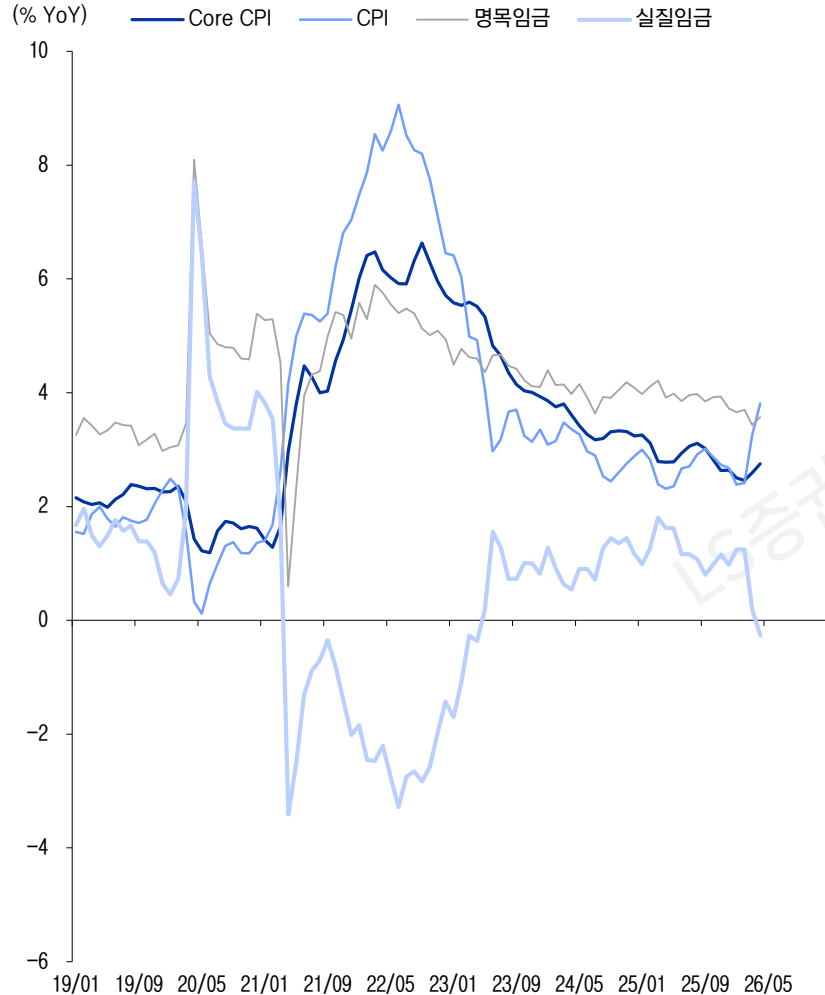
3월 업종별 고용자수 증감 변동



자료: FED, CEIC, LS증권 리서치센터

미국 명목임금 상승률 하락과 산업별 평균 임금

미국 명목임금과 실질임금 상승률



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

산업별 평균 임금

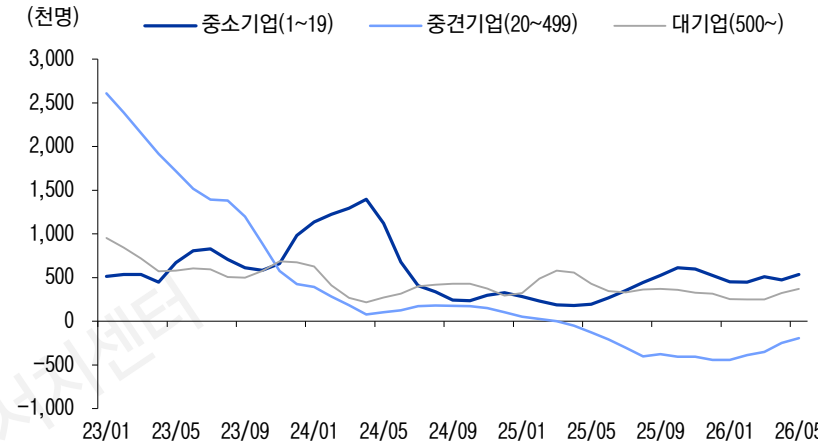


고용의 양극화와 고여가는 고용시장

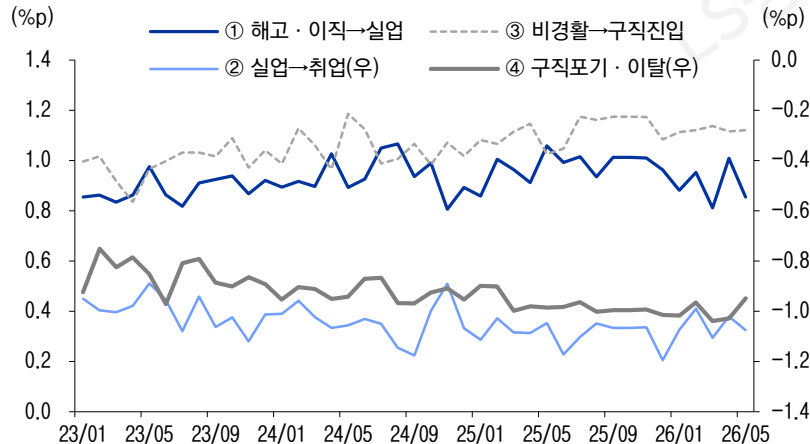
● 실업률 변동 요인 분해

- ADP에서 발표하는 기업규모별 고용자수의 변동에서 중소기업과 대기업의 고용은 늘어난 반면 중견기업 고용이 감소하는 모습 확인
- 투자 및 금리 변동에 민감한 중견기업의 고용 환경 개선이 부진한 모습 지속
- 미국 실업률이 4.3%를 중심으로 횡보하는 흐름 출현. 이러한 현상은 변동 수치상 비경제활동인구가 구직으로 전환되는 과정에서 늘어난 실업률이 완벽히 취업으로 흡수되지 못하면서 발생
- 현재 시장에서 지속적인 고용 회전은 발생하고 있지만 이러한 변화는 비경제활동인구가 자금이 필요해 고용시장으로 유입 → 직장을 구하지 못한 유입인원이 구직포기로 전환되는 순환이 지속되는 모습으로 판단

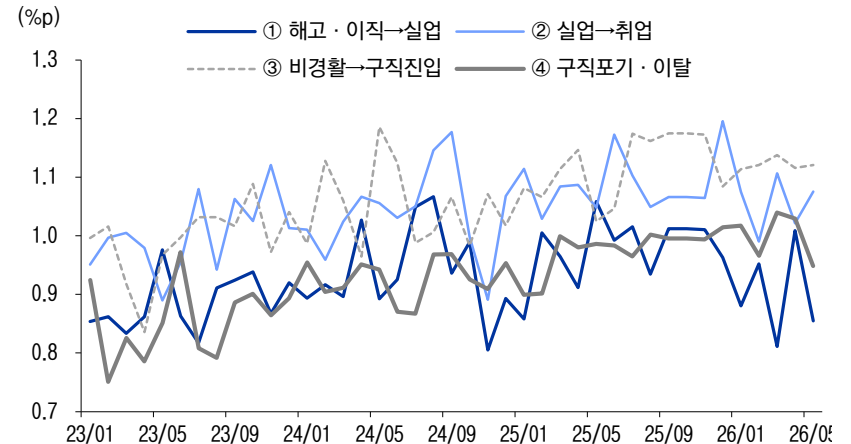
기업규모별 ADP고용자수 변동



미국 실업률 변동 요인 분해



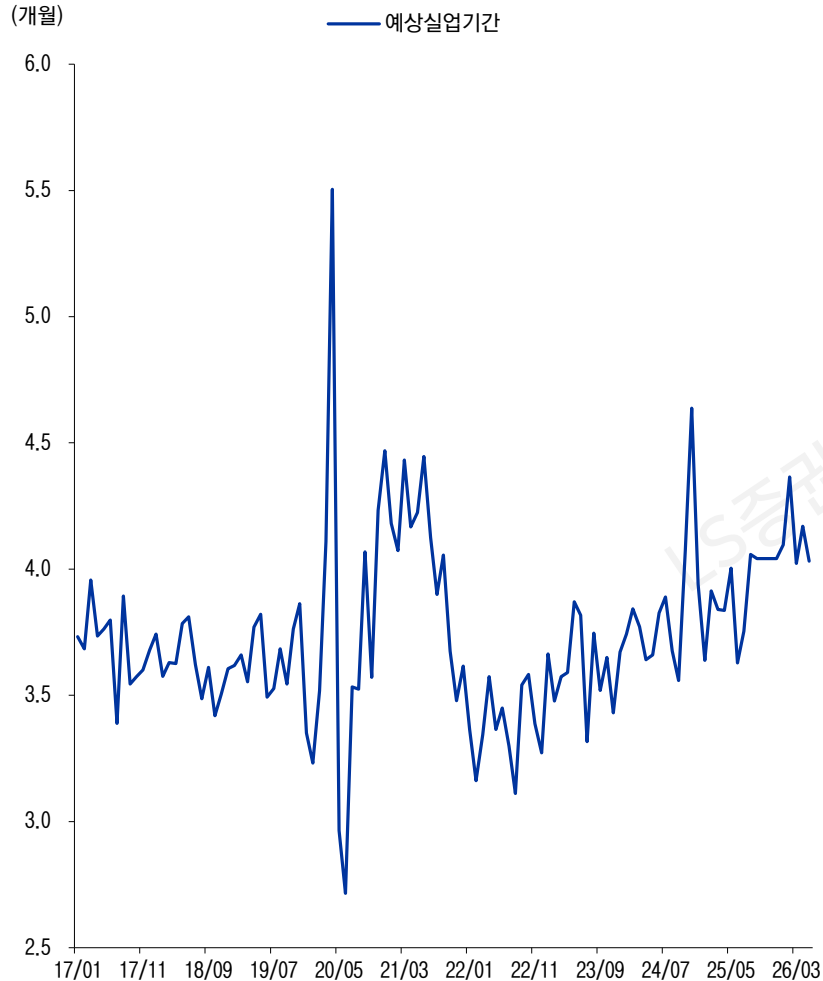
변동 요인 분해의 절대치 변화



주: ADP고용자수 변동은 전년 총고용자수 대비 동월 총고용자수 변동수치
 자료: FRED, BLS, CEIC, LS증권 리서치센터

길어지는 실업기간과 낮아진 참가율

미국 구직자의 예상실업기간

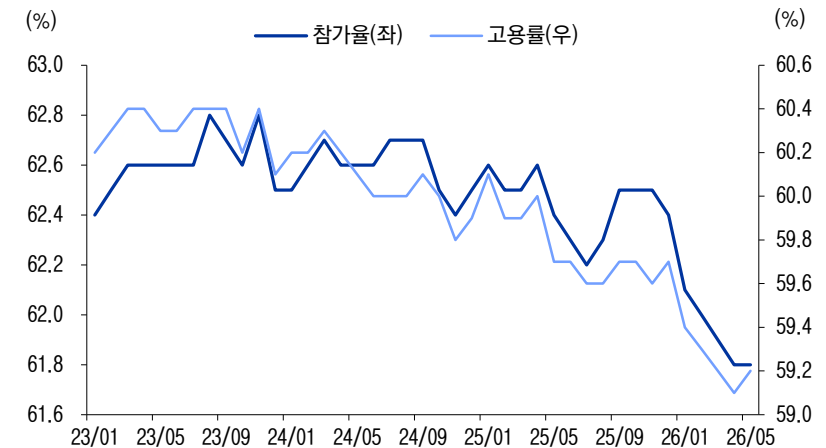


자료: BLS, LS증권 리서치센터

장기실업 비중 증가

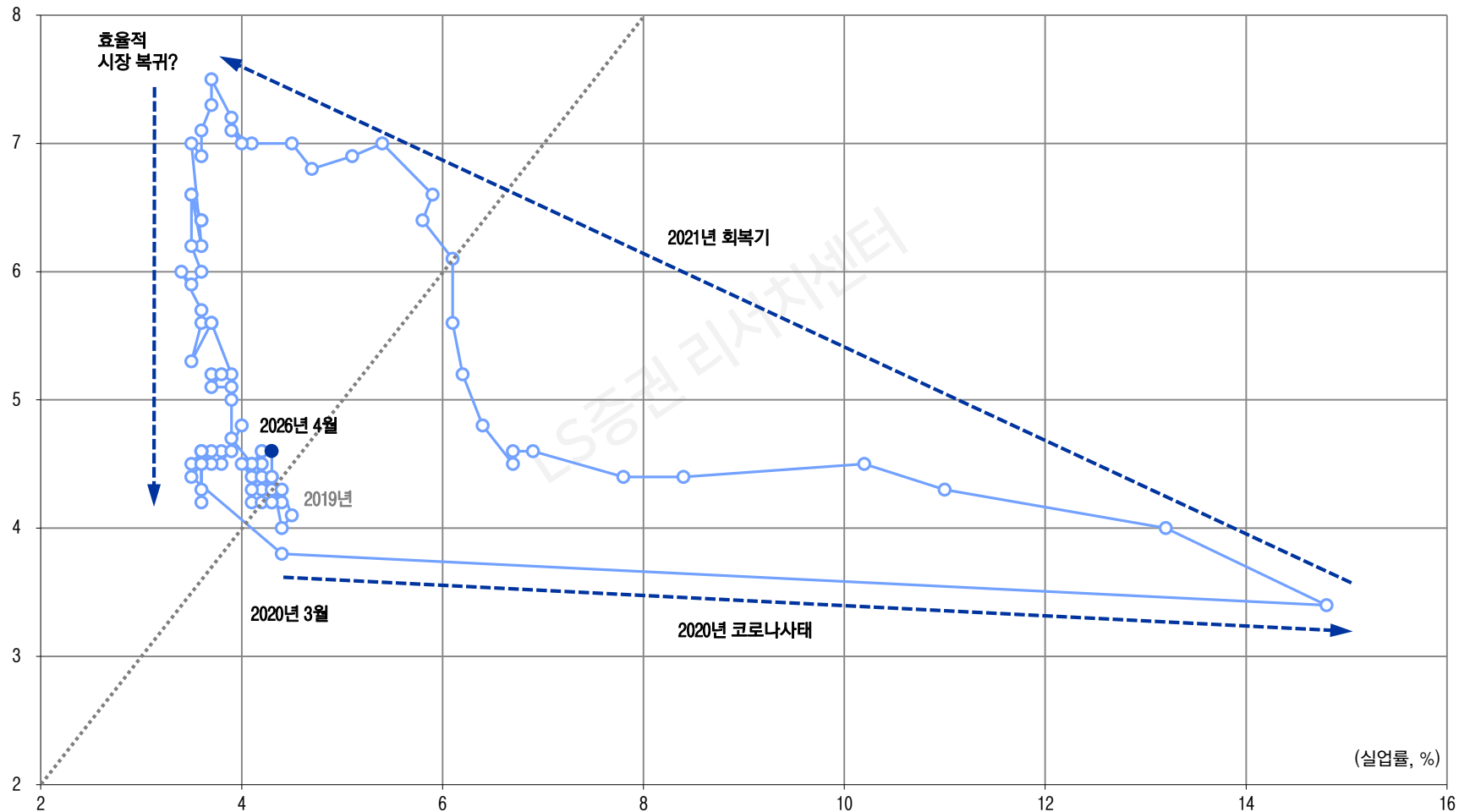


미국 노동시장 참가율과 고용률 추이



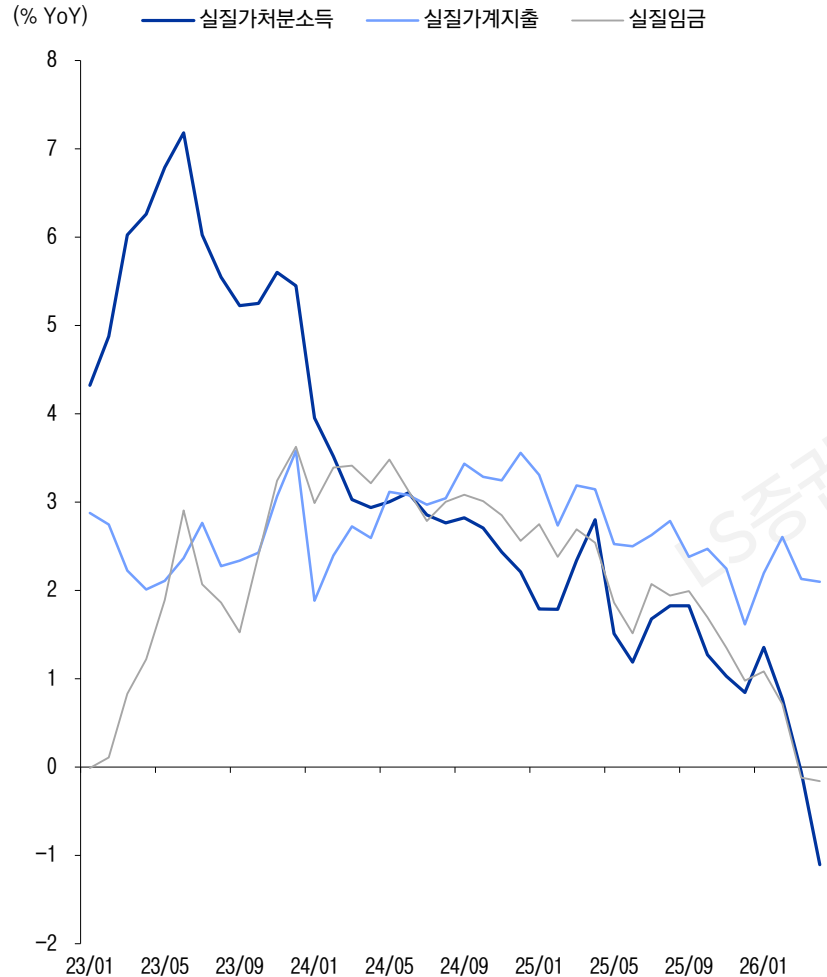
미국 베버리지 곡선 움직임

(구인율, %)



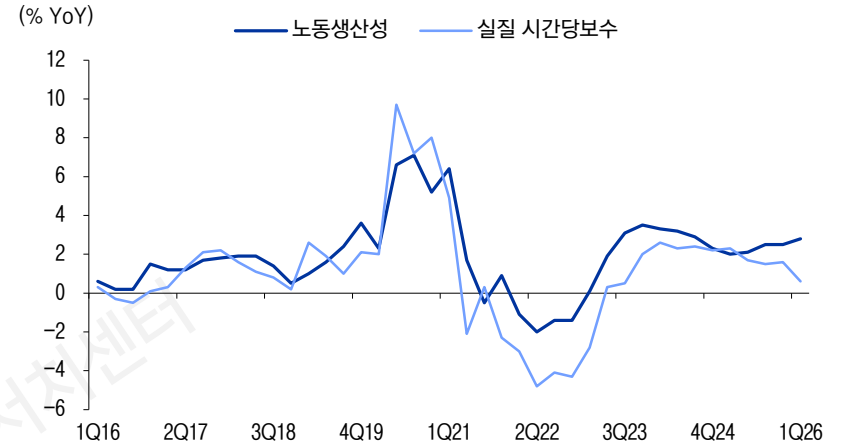
낮아진 노동소득과 높아진 자본소득 비율

미국 실질가처분소득과 가계지출 증가율

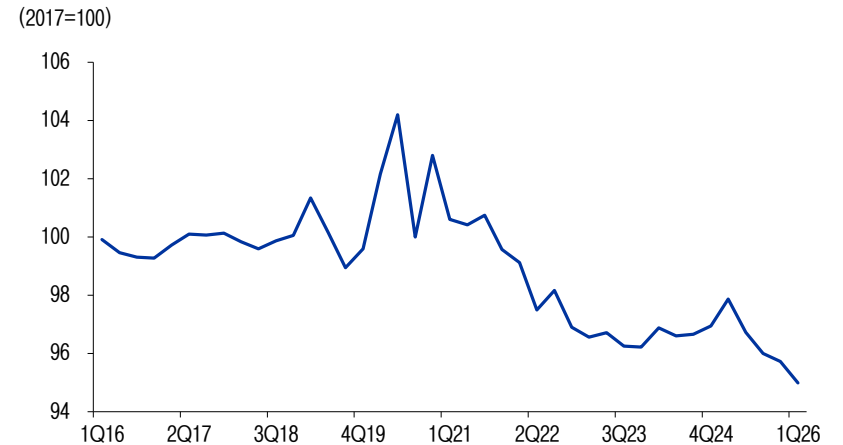


자료: BLS, LS증권 리서치센터

미국 노동생산성과 실질 시간당보수

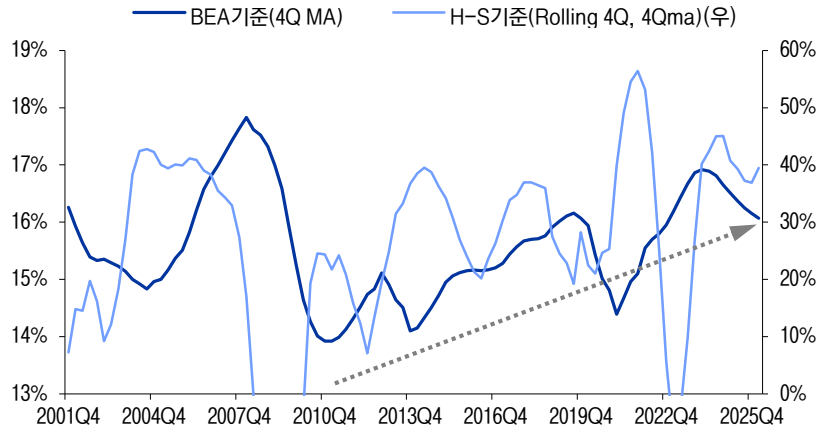


미국 노동분배율 지수

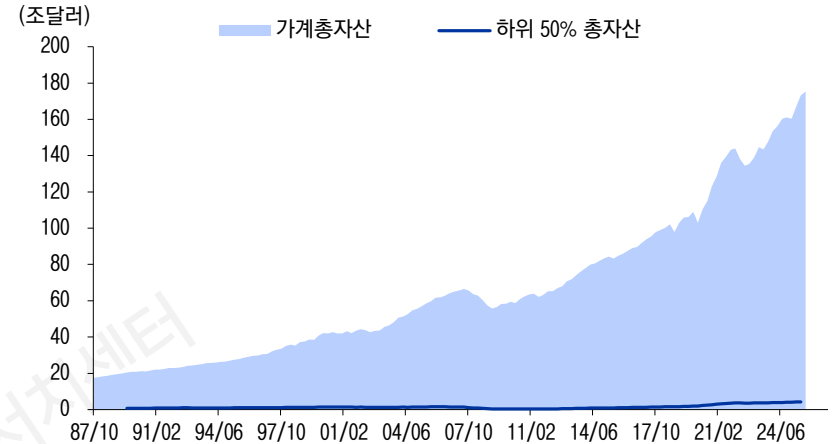


낮아진 노동소득과 높아진 자본소득 비율

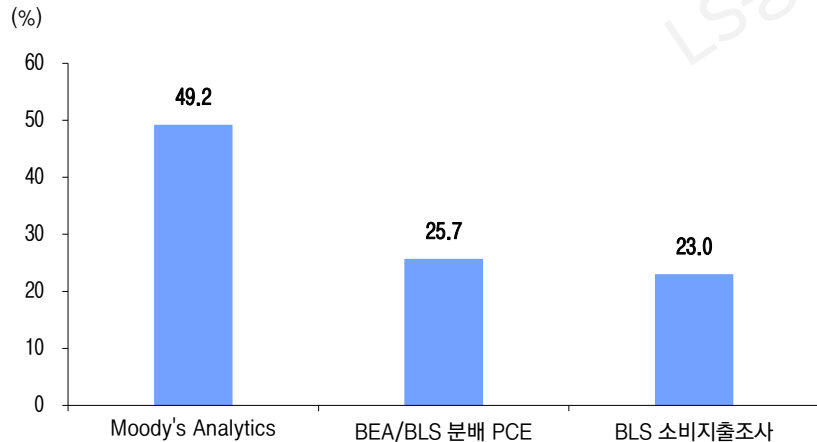
미국 가계소득 중 금융소득 비중



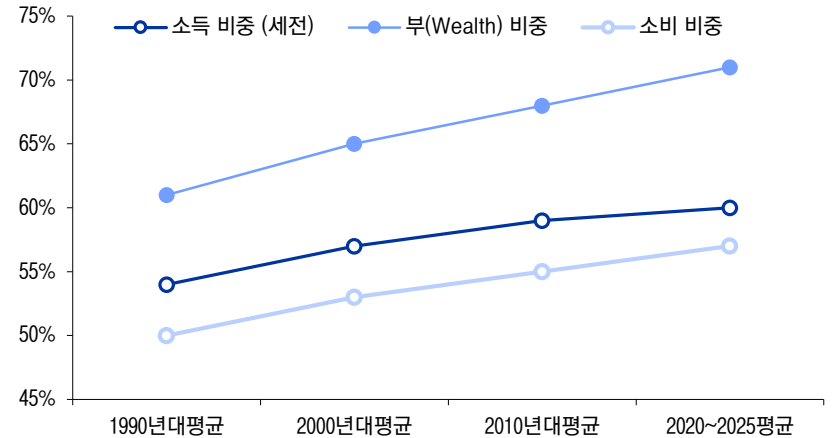
미국 가계총자산 규모와 하위 50% 총자산 규모



소득 상위 10%의 소비 점유율 추정



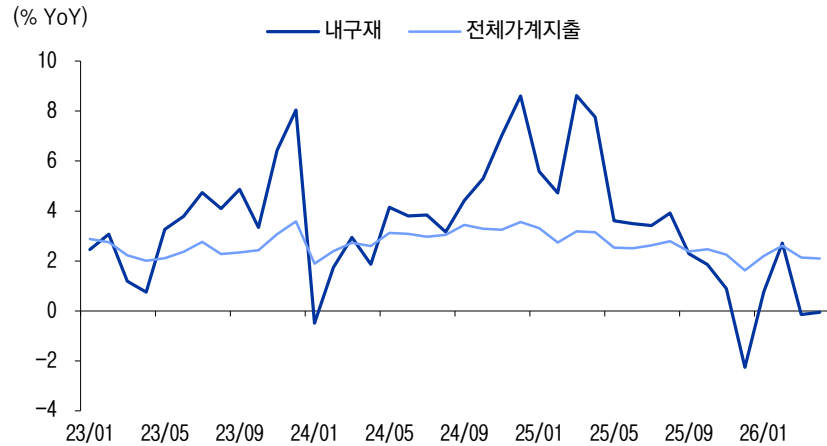
미국 상위 20% 소득·부·소비 집중도 상승



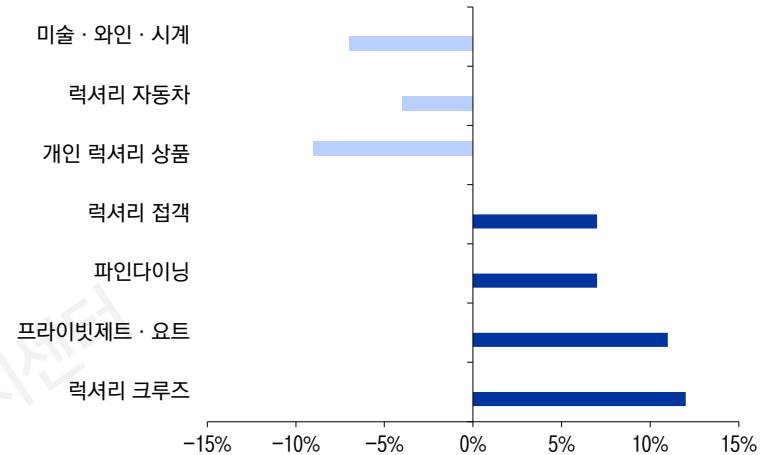
주: Haig-simons 금융소득: 소비+저축+실현자본이득+미실현자본이득-자산가격하락분
 자료: Dallas FED, Hoham&Yang 2025, LS증권 리서치센터

소비 편중으로 인한 서비스 비중 증가와 구조 변화

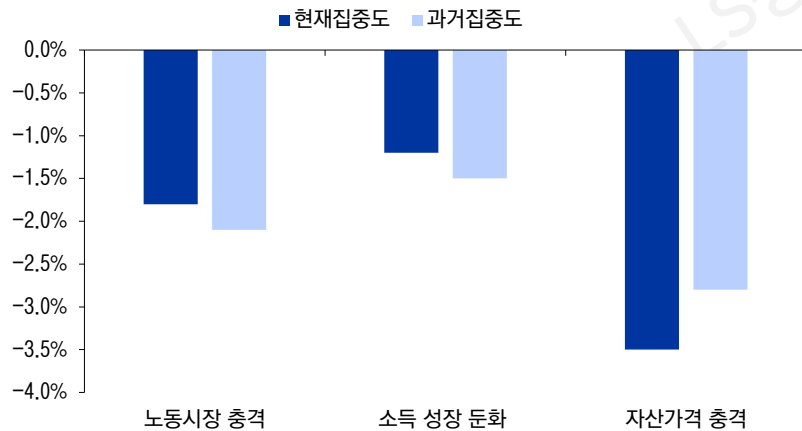
견조한 가계지출과 감소한 내구재 소비



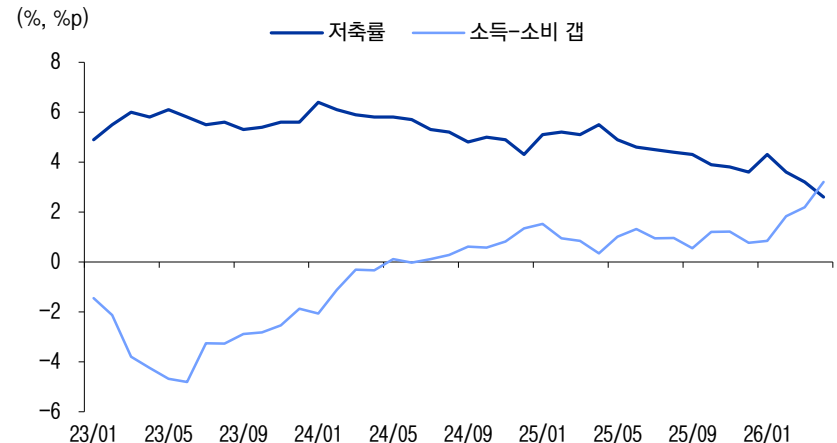
고소득층 소비 구조 변화



코로나 이전과 이후 경제 항목에 의한 소비 충격



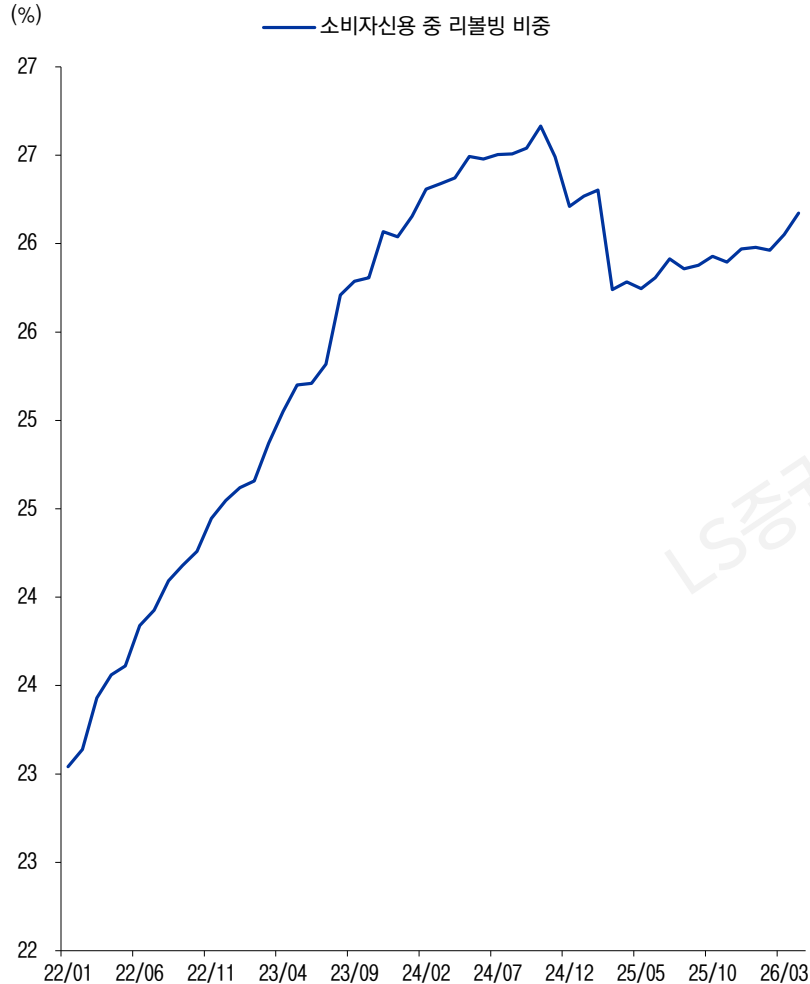
미국 저축률과 소득-소비 갭



주: 개인 럭셔리 상품은 2024년 기준, 소비충격에서 집중도는 소득상위 20%에 대한 집중도(현재 57%, 과거 54%)
 자료: Dallas FED, CEIC, LS증권 리서치센터

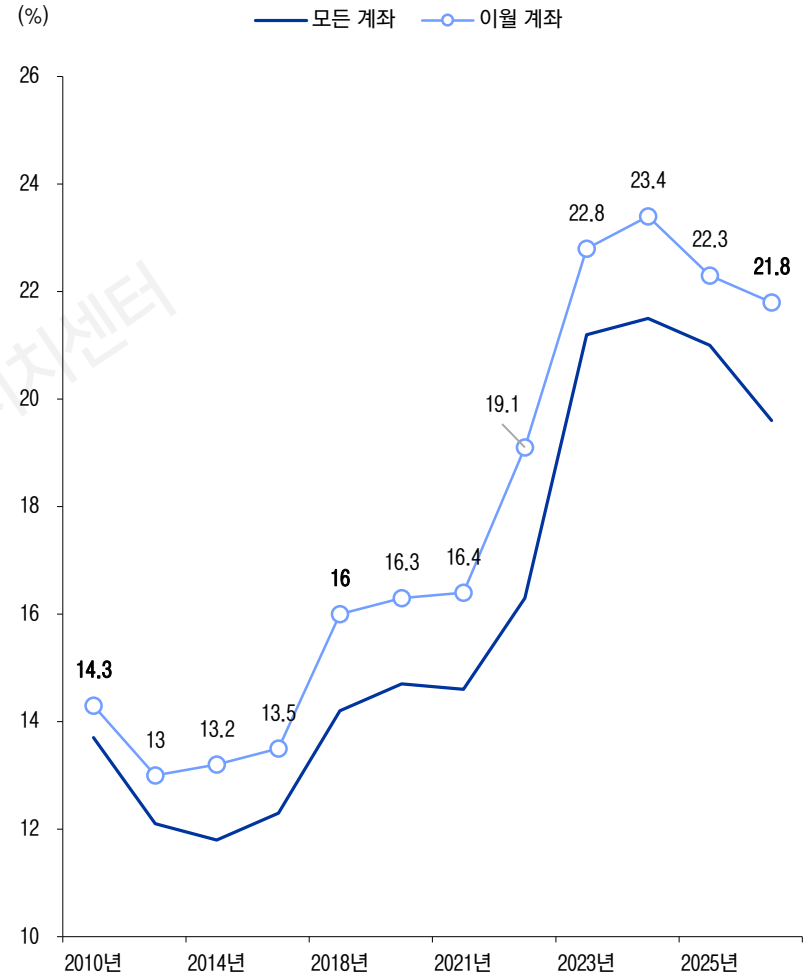
신용대출에서 리볼빙 비율 확대. 높은 이자율은 부담으로 작용

미국 소비자신용 중 리볼빙 비중



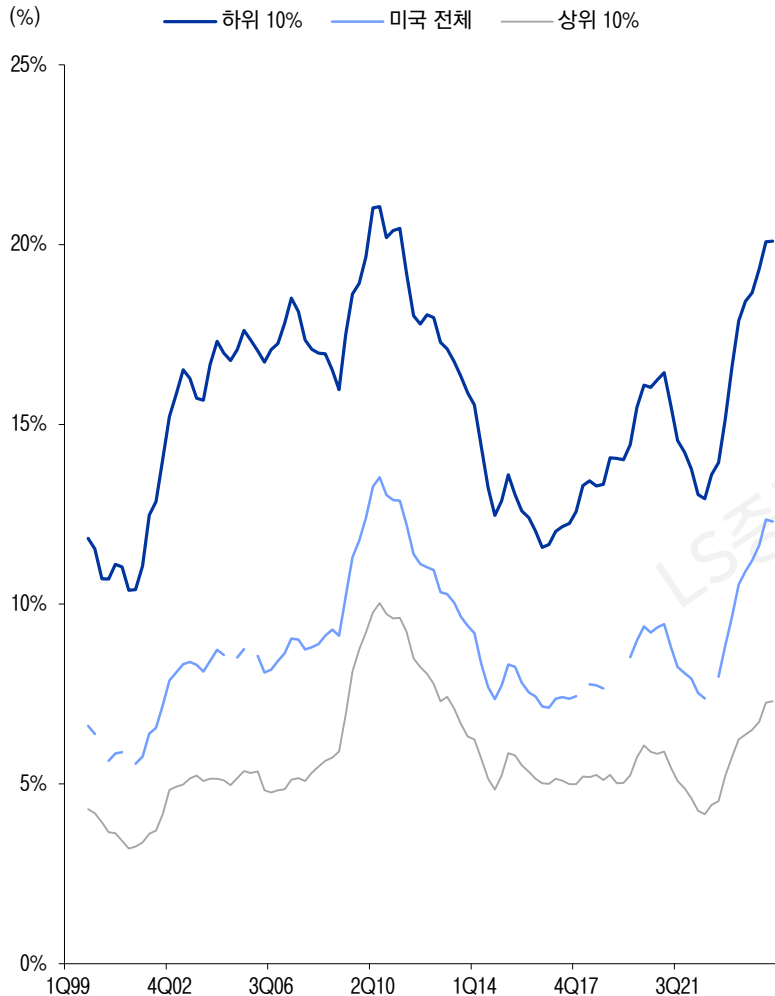
자료: FED, CEIC, LS증권 리서치센터

미국 리볼빙 대출 평균 이자율

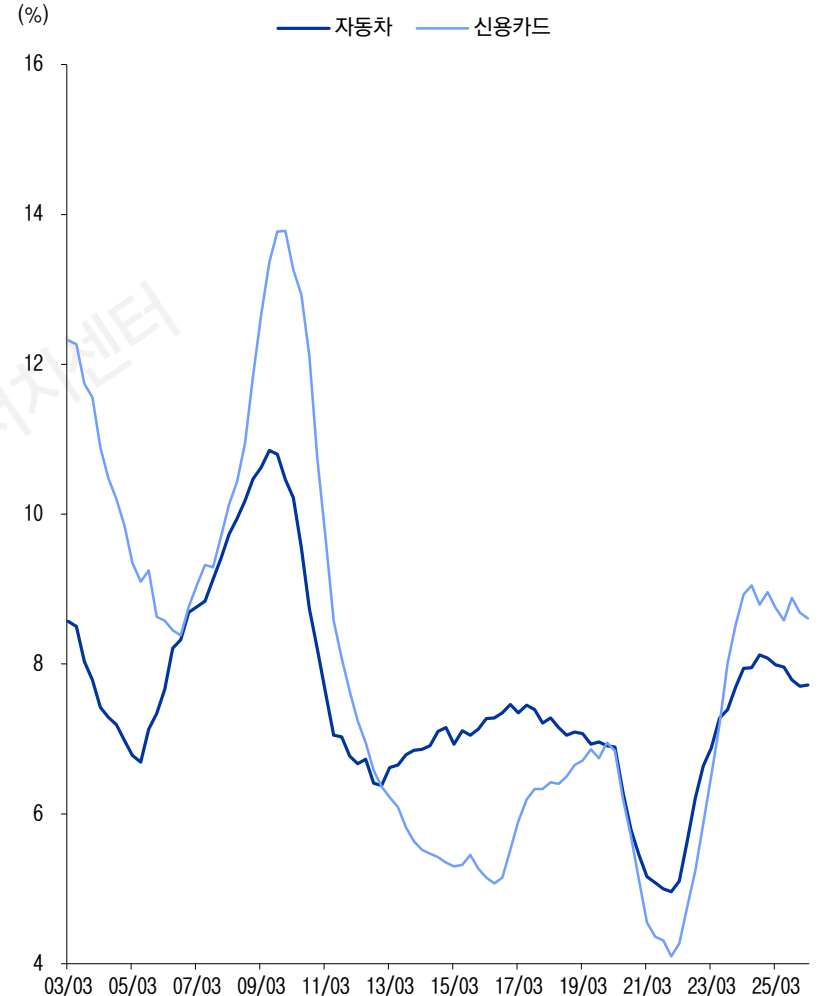


신규연체율 감소에도 불구하고 90일 이상 연체율은 지속적으로 상승

채무액 기준 신용카드 90일 이상 연체율



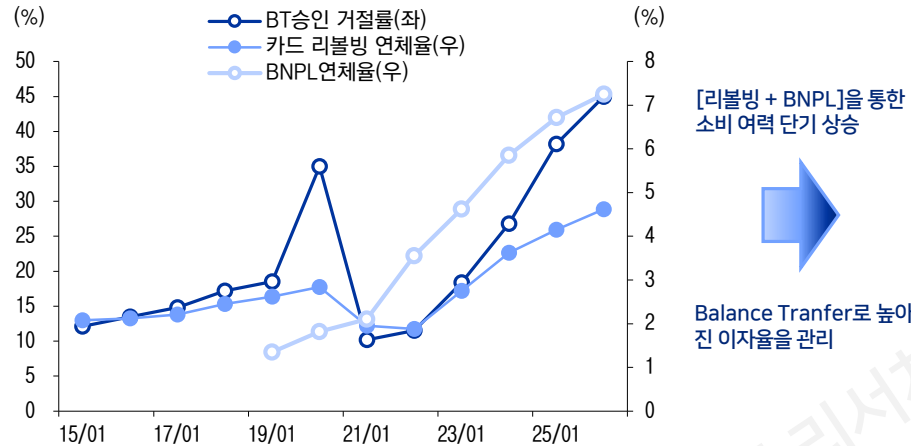
신규연체율



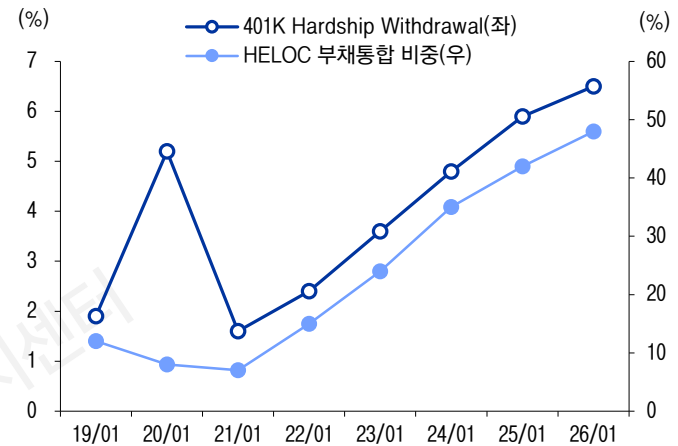
주: 신규 연체율은 부채잔액에서 연체 잔액은 제외. 가계부실의 현재의 심각도 측정에는 잔액기준 연체율을 측정
 자료: FRED, CEIC, LS증권 리서치센터

미국 가계의 금융 돌려막기 형태 확산

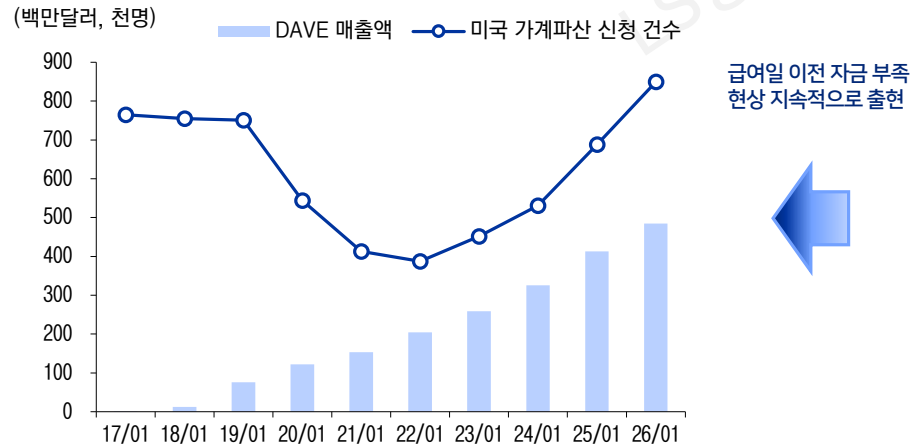
미국 카드리볼빙과 BNPL연체율 상승



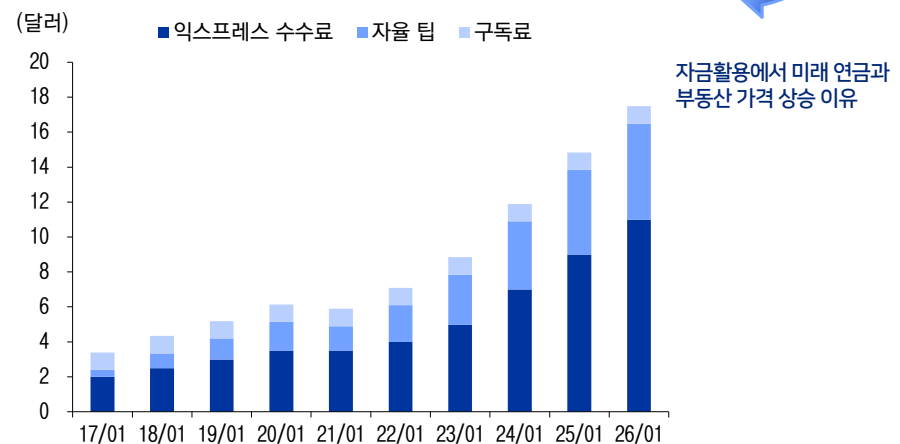
부채 탕감과 자금 운용에 미래 자산 활용



가계파산 신청의 지속적인 증가



BNPL에서 EWA로 핀테크 대출 영역 확대



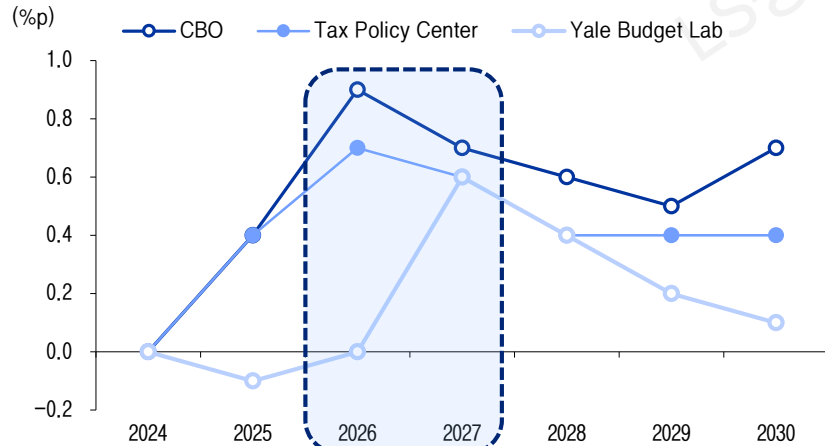
자료: CFPB, FRB, CEIC, USCourts, DAVE, LS증권 리서치센터

트럼프식 부양책, OBBBA 효과 임박

● 확실한 단기 부양의 효과, 지지율 반전의 카드

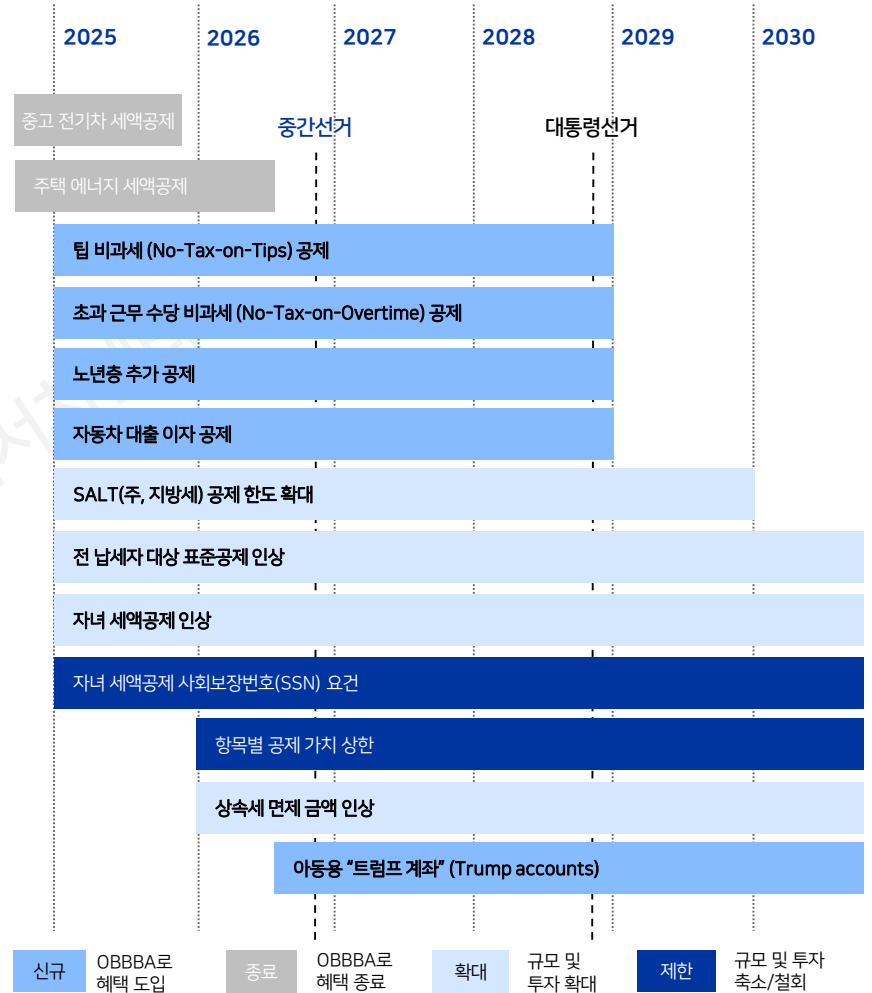
- 2월부터 본격적으로 가시화될 OBBBA의 체감 효과. 한시적인 구매력 개선에 불과하며 장기적 후폭풍 존재하나 지지율 반전에 기여할 것
- 트럼프 1기 당시 중간선거 전 경제 운영 평가 개선 요인도 감세 정책에 기반
- CBO 등 주요 연구기관도 26~27년을 OBBBA 법안의 영향력이 최고조에 달할 시기로 예상
- 올해 평균 미국의 세금 환급금은 전년대비 최대 32% 가량 증가할 것으로 전망되며 약 1000억달러 규모의 직접적 재정 부양 효과 기대
- 대표적 수혜 업종으로 커뮤니케이션 서비스(통신, OTT 등), 소비재, 산업재와 같은 경기 민감 영역 부각

OBBBA 법안의 GDP 성장률 기여도 전망



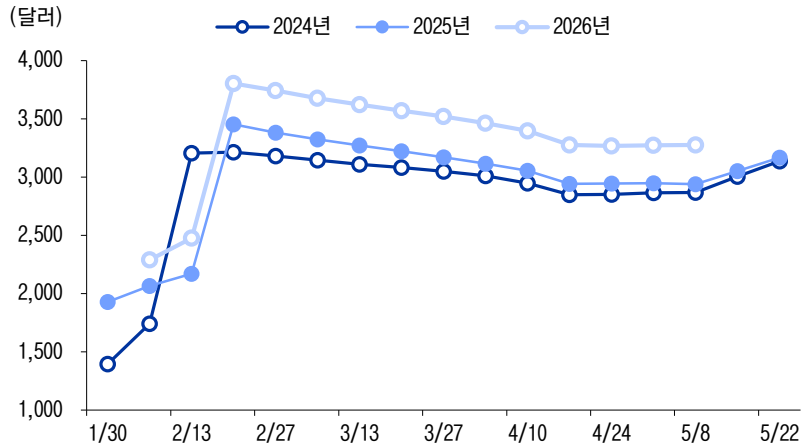
자료: CBO, Tax Foundation, Yale Budget Lab, White House, LS증권 리서치센터

OBBBA 세부 세제 혜택 타임라인

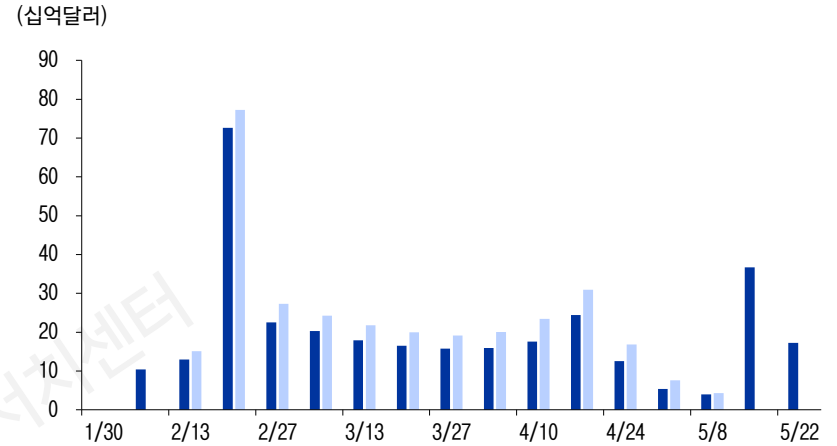


OBBBA 효과 소멸과 소득 분위별 K자형 순효과

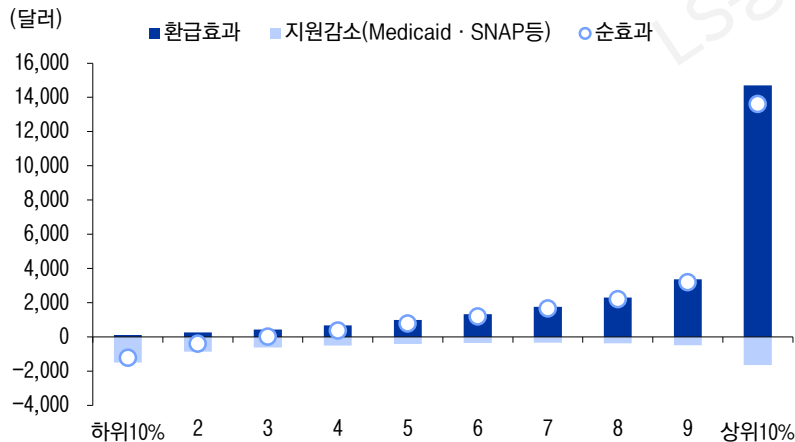
OBBBA로 인한 평균 환급액



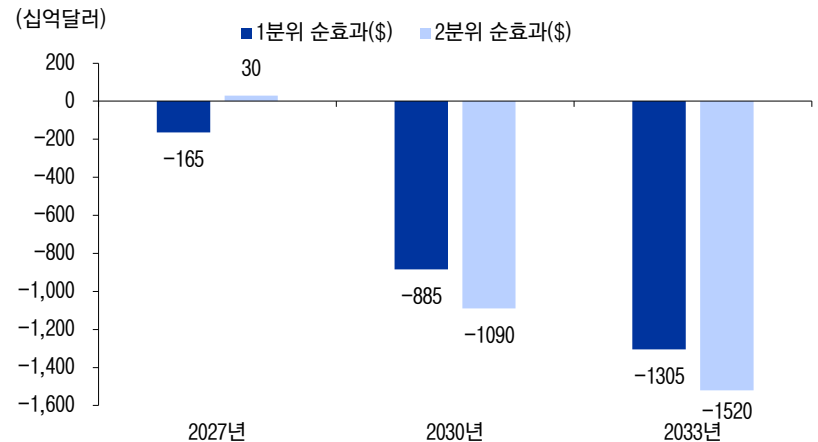
주간 환급 금액



소득분위별 환급액과 지원감소 효과 추정



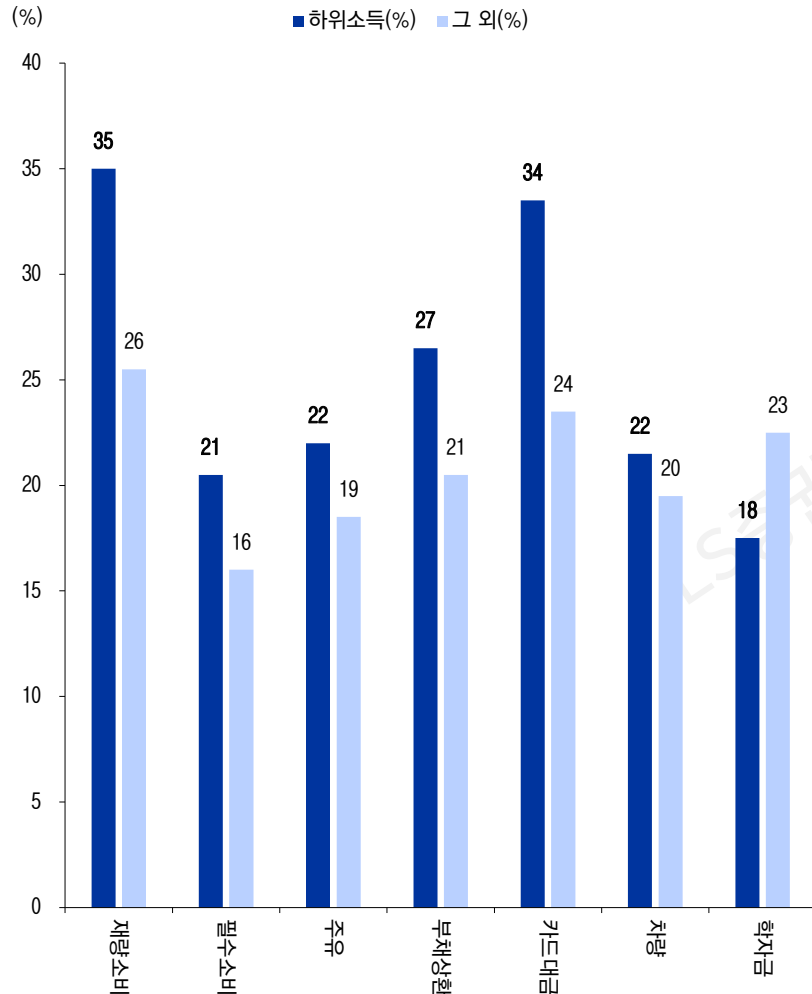
1분위와 2분위 환급 오히려 역효과



자료: IRS, BEA, CBO, LS증권 리서치센터

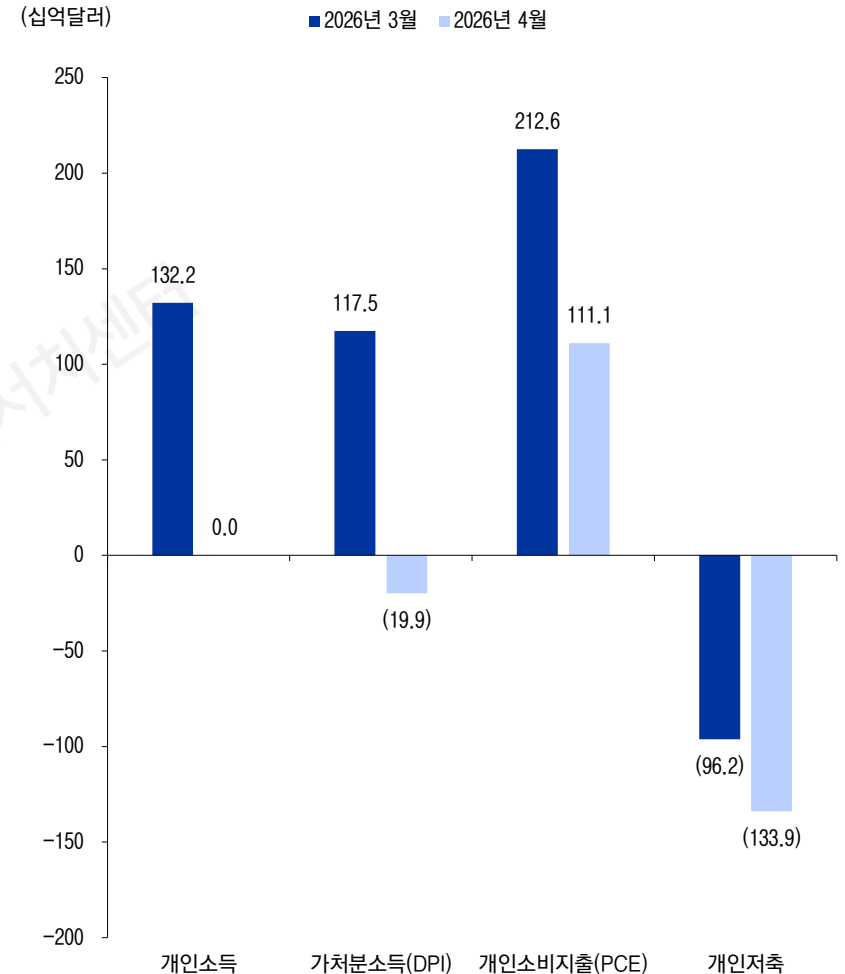
OBBBA의 상당부분은 부채상환에 사용, 그나마 효과는 마무리 국면

소득에 관한 용처 설문조사



자료: NRF, BofA, BEA, LS증권 리서치센터

3월과 4월 가치분소득과 개인소비지출 증감

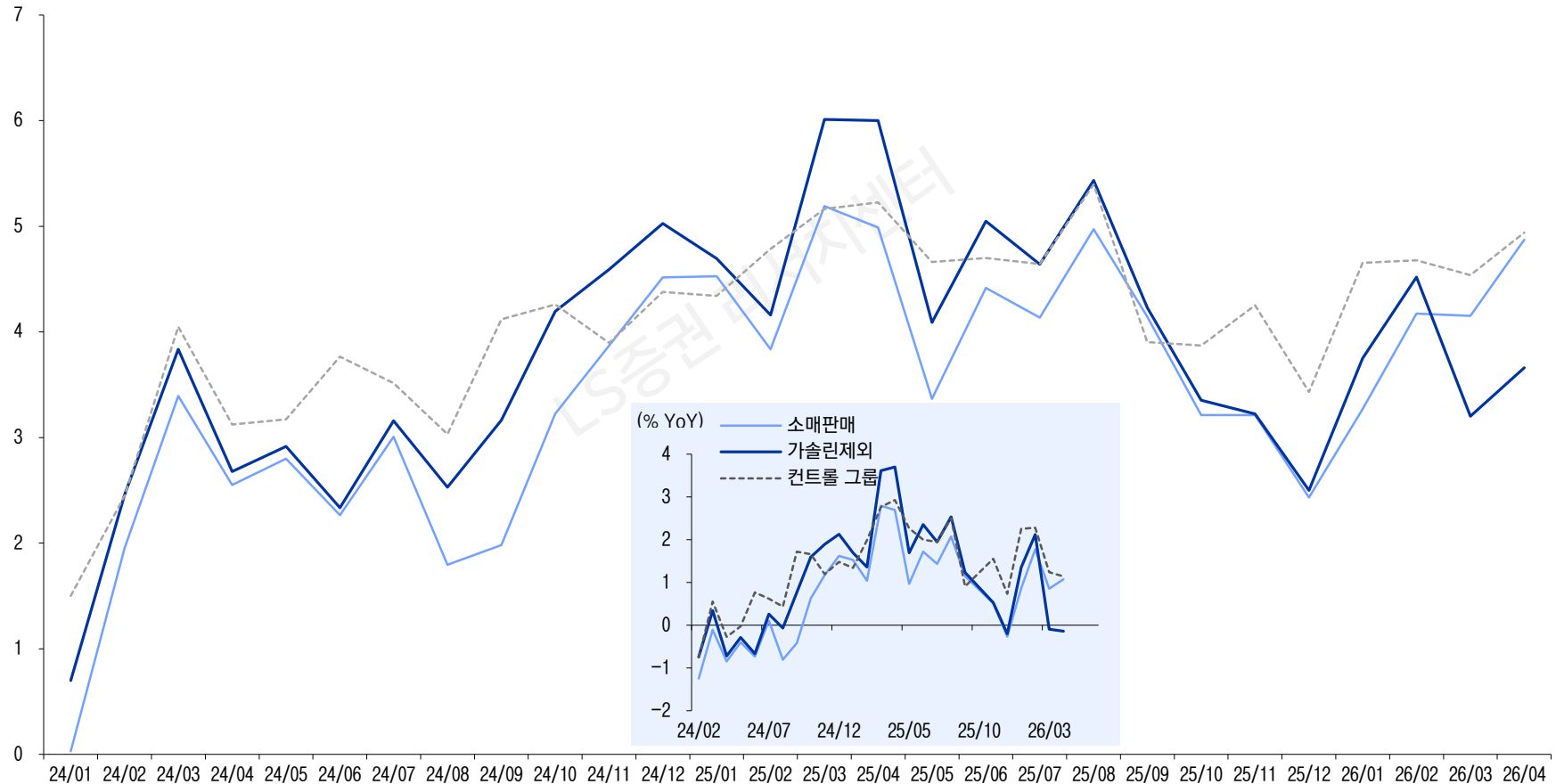


그래도 소매판매 증가율은 서프라이즈인데?

미국 소매판매 증가율과 물가상승률을 감안한 소매판매 증가율

(% YoY)

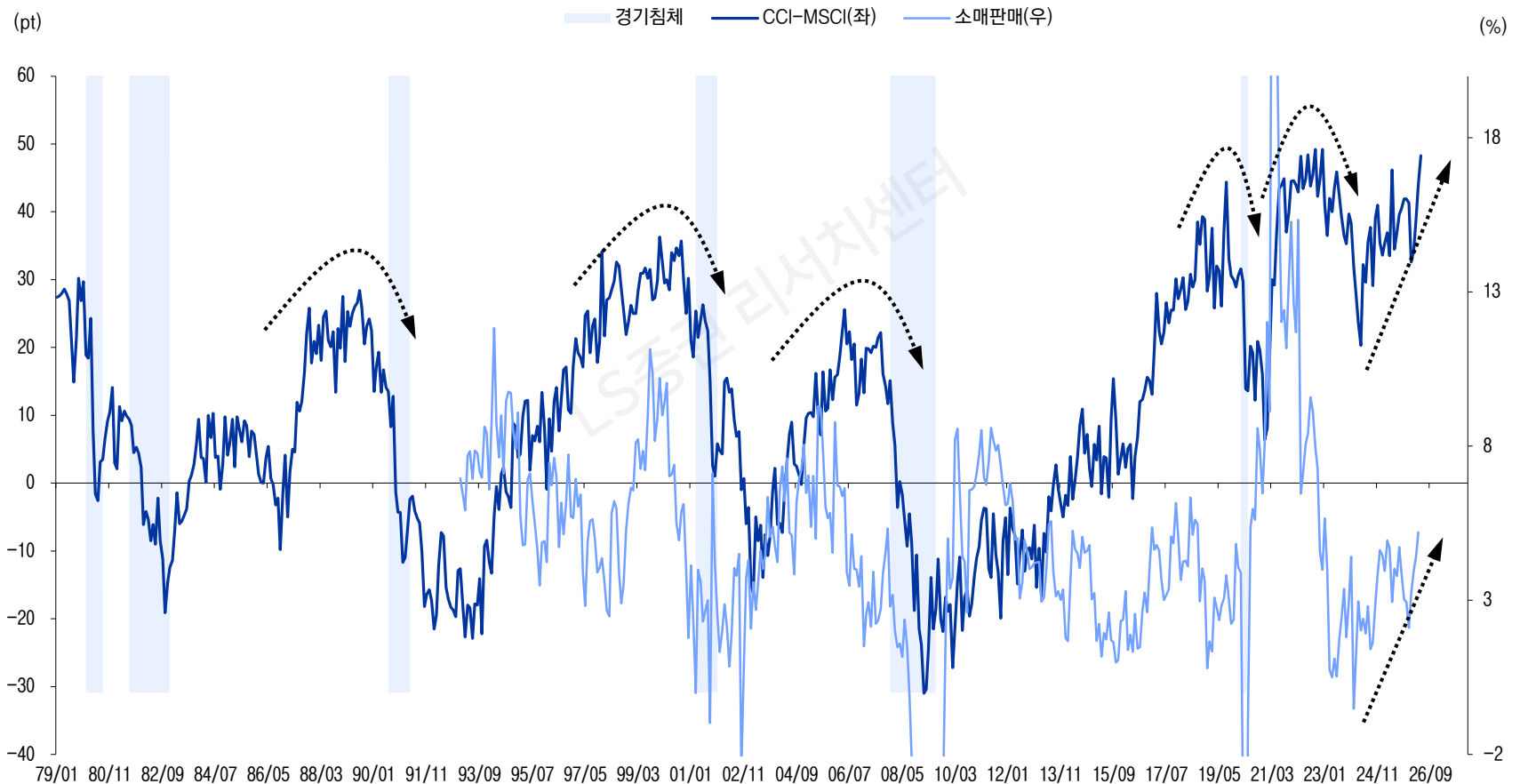
— 소매판매 — 가솔린제외 - - - - GAFO



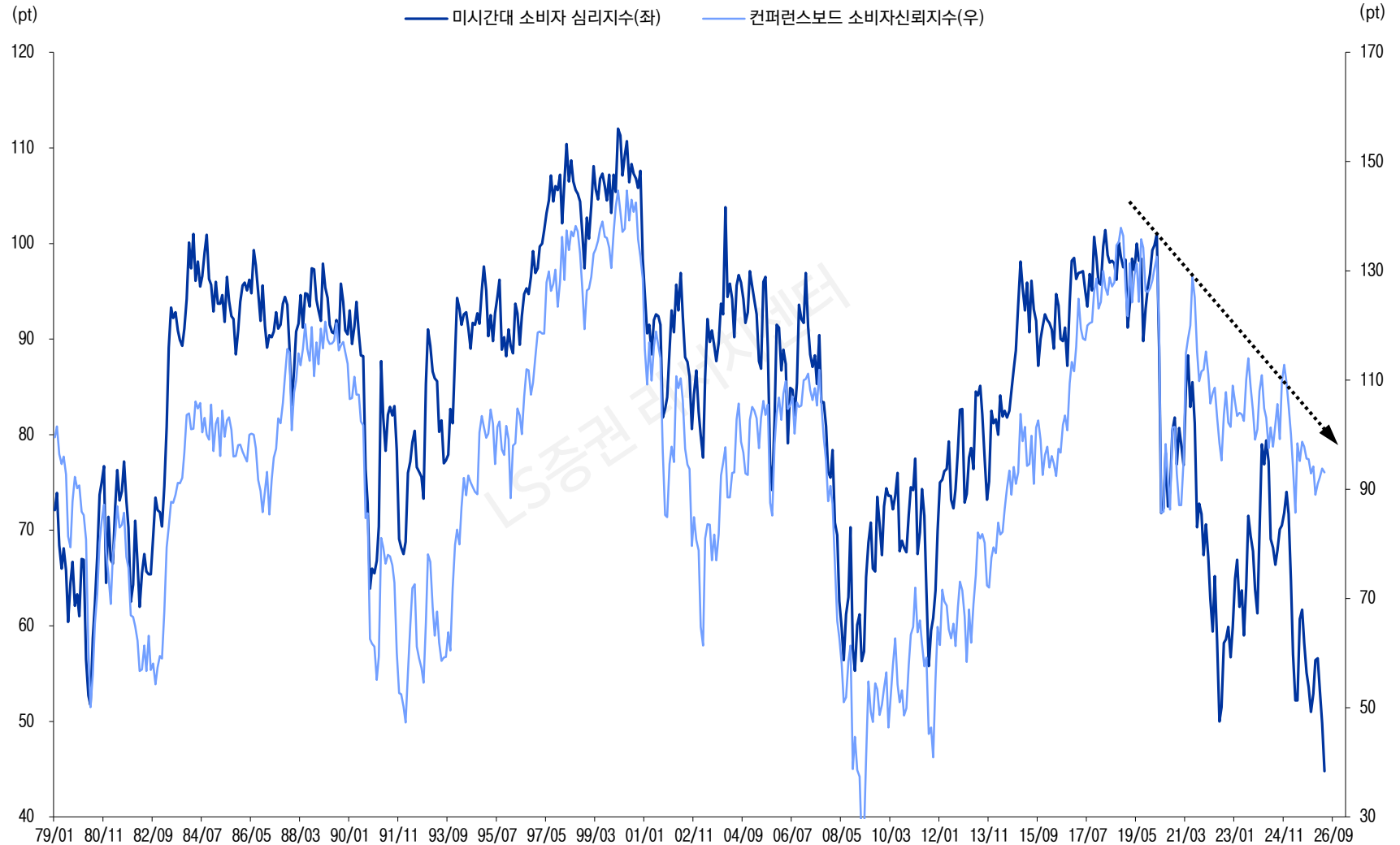
컨퍼런스보드-미시간대 소비자심리지수

CCI와 MSCI갭 축소: MSCI는 소비자의 내구재 소비에 초점. CCI는 일반적 소비와 고용상황과 긴밀히 연결

갭 확대: 경기 호황 → 고금리 → 금리 부담 → 내구재 소비 감소 → MSCI하락 → 서비스 소비, 주식시장은 강세 지속 → CCI 높은 레벨 유지

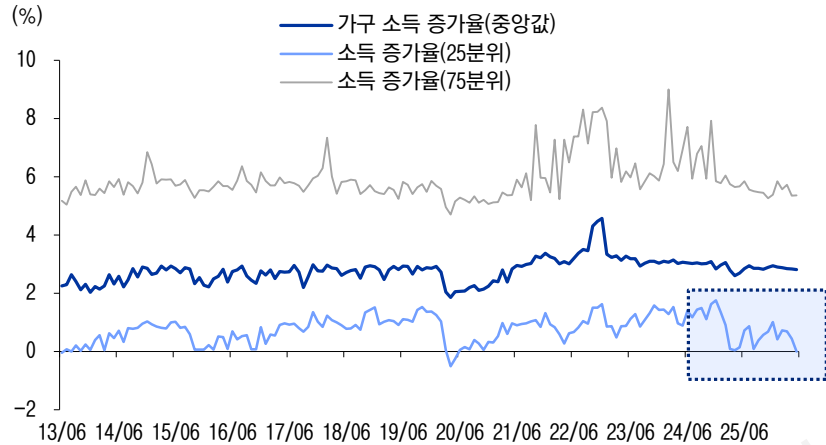


컨퍼런스보드-미시간대 소비자심리지수

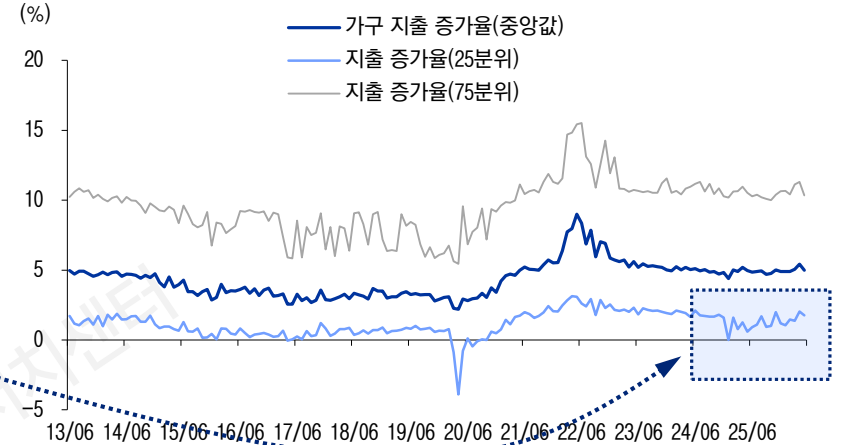


뉴욕연준 가계설문조사: 악화되는 가계 심리 반영

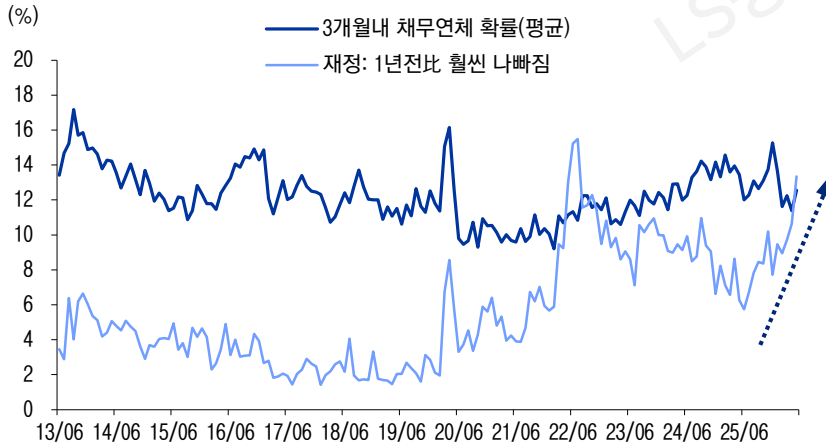
1년 후 가계 소득 전망



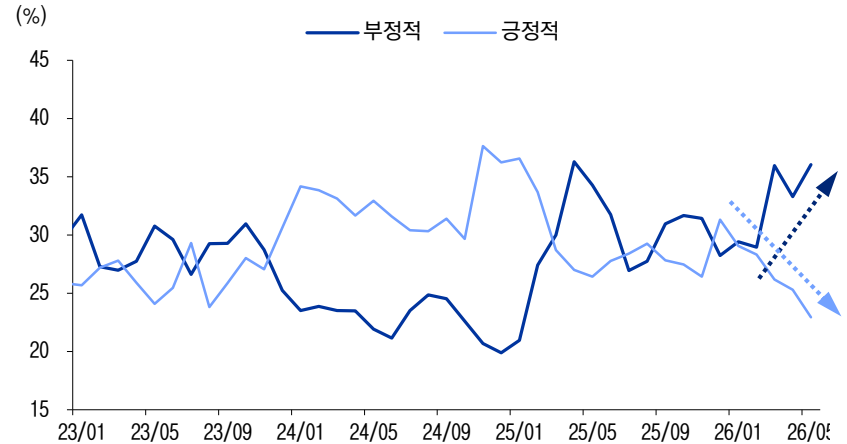
1년 후 가계 지출 전망



연체 확률과 현재 재정상황 평가



1년 후 가계 재정상황 예상

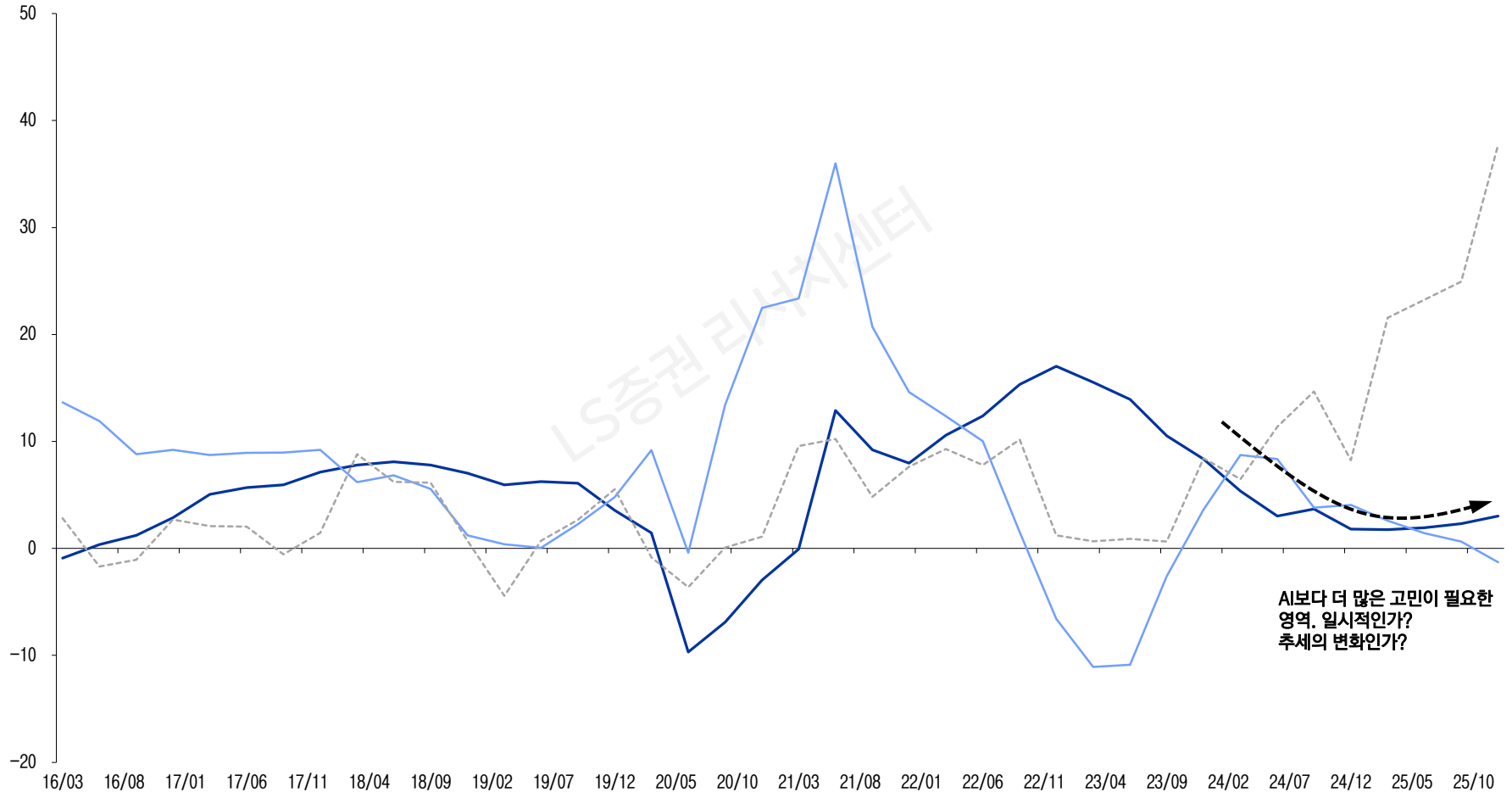


SI를 제외한다면 투자는 여전히 좋은가?

미국 고정자산투자 증가율

(% YoY)

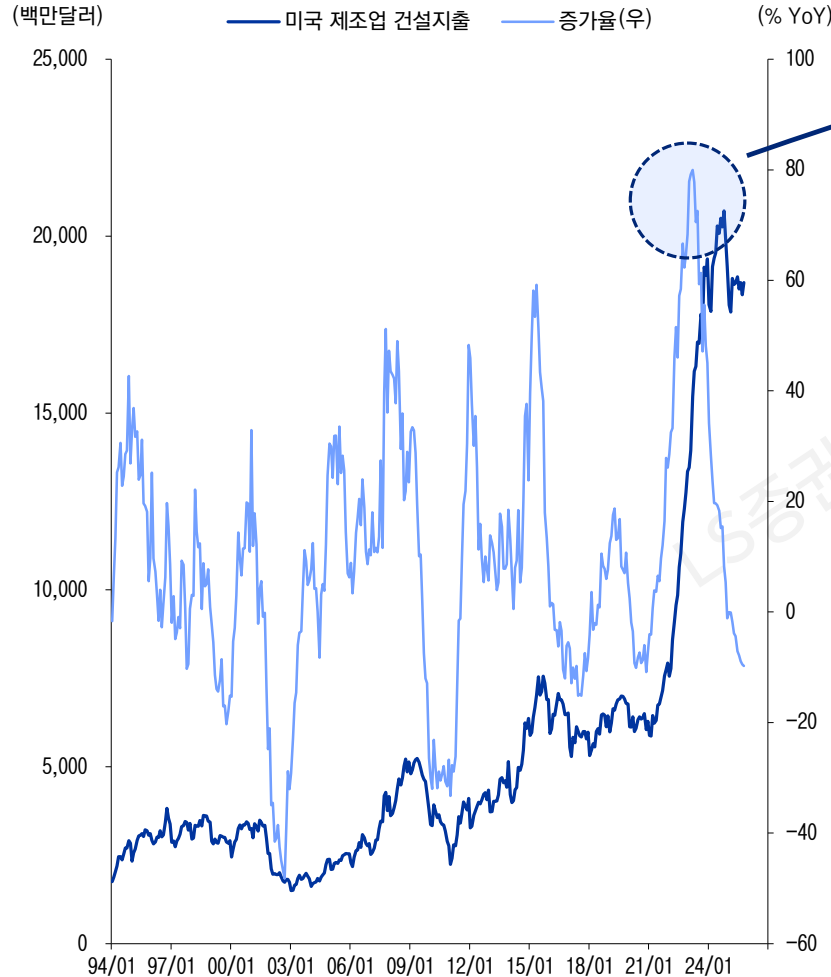
비주거(AI제외) 주거 AI관련 비주거



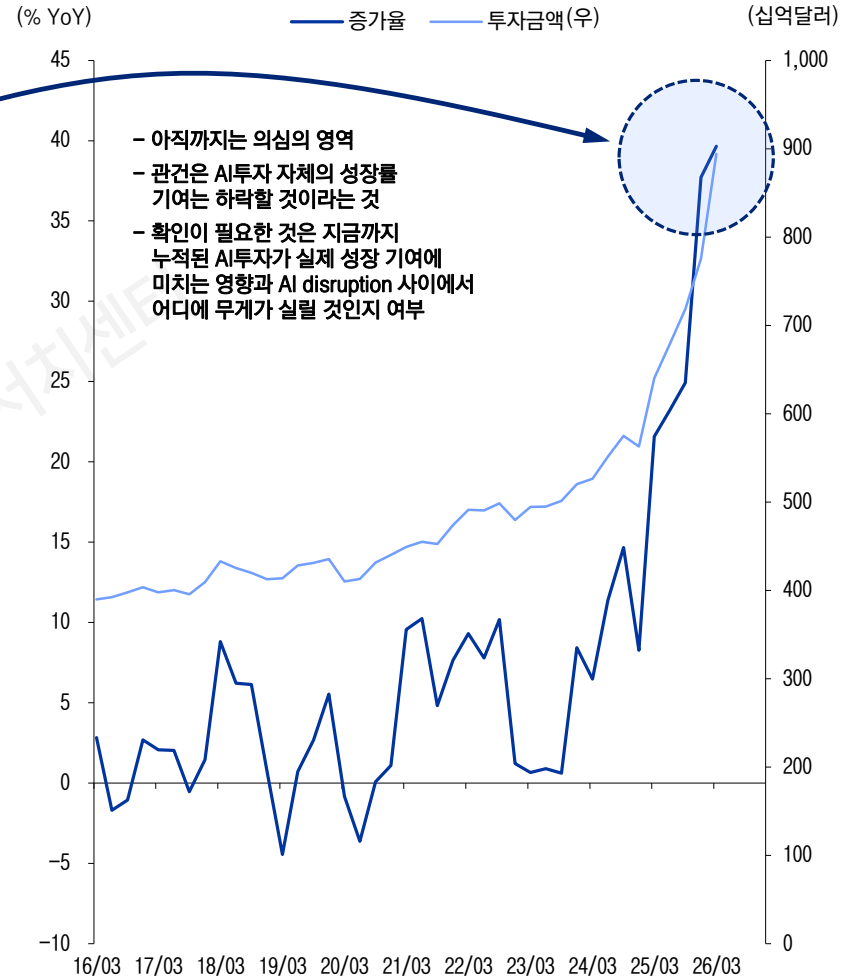
SI보다 더 많은 고민이 필요한 영역. 일시적인가? 추세의 변화인가?

SI투자 규모는 지속. 다만 증가율은 하락 가능

미국 제조업 건설지출 증가율

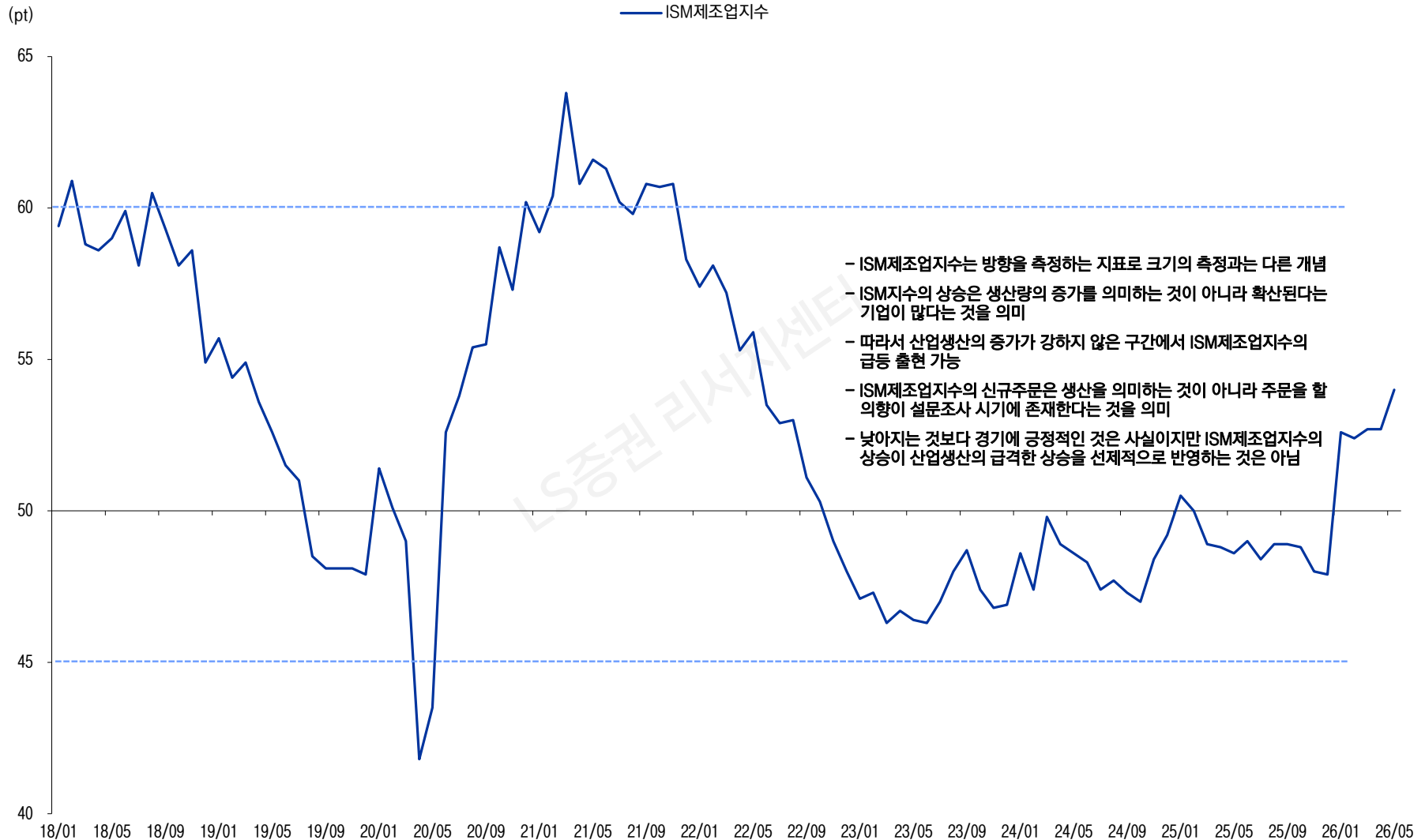


미국 SI투자 금액과 증가율



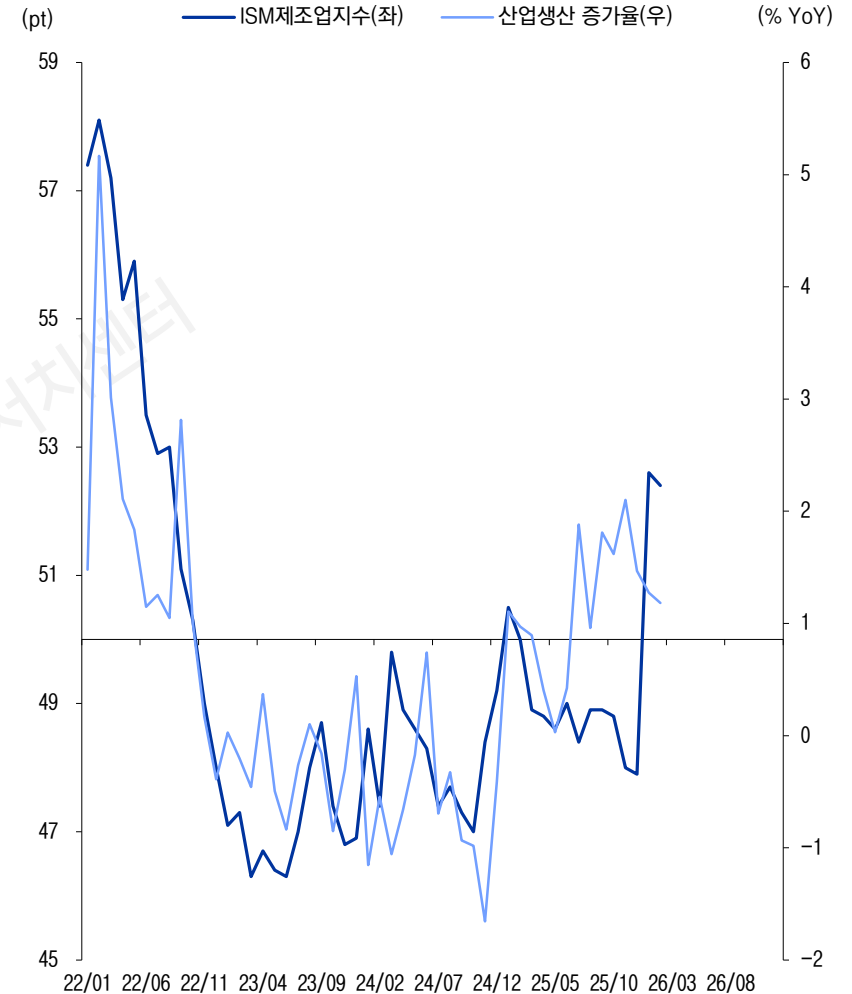
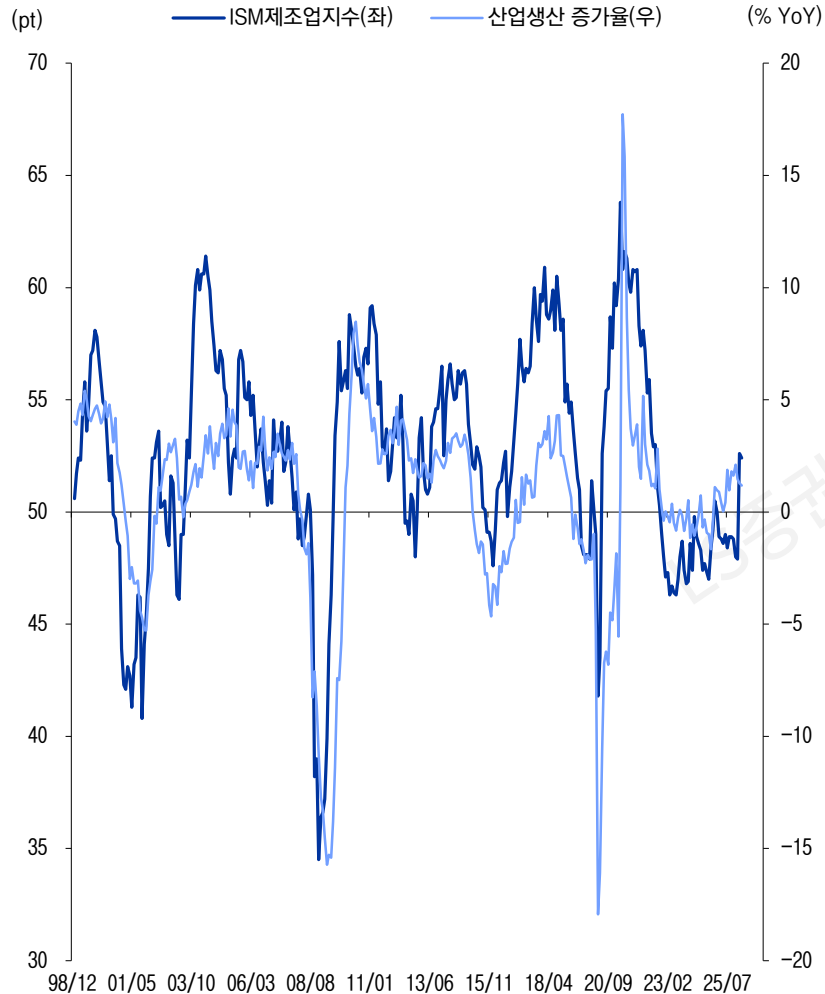
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

ISM제조업지수, 상승을 어떻게 해석해야 하나?



미국 ISM제조업지수와 산업생산 증가율 괴리 해소 후 재이격

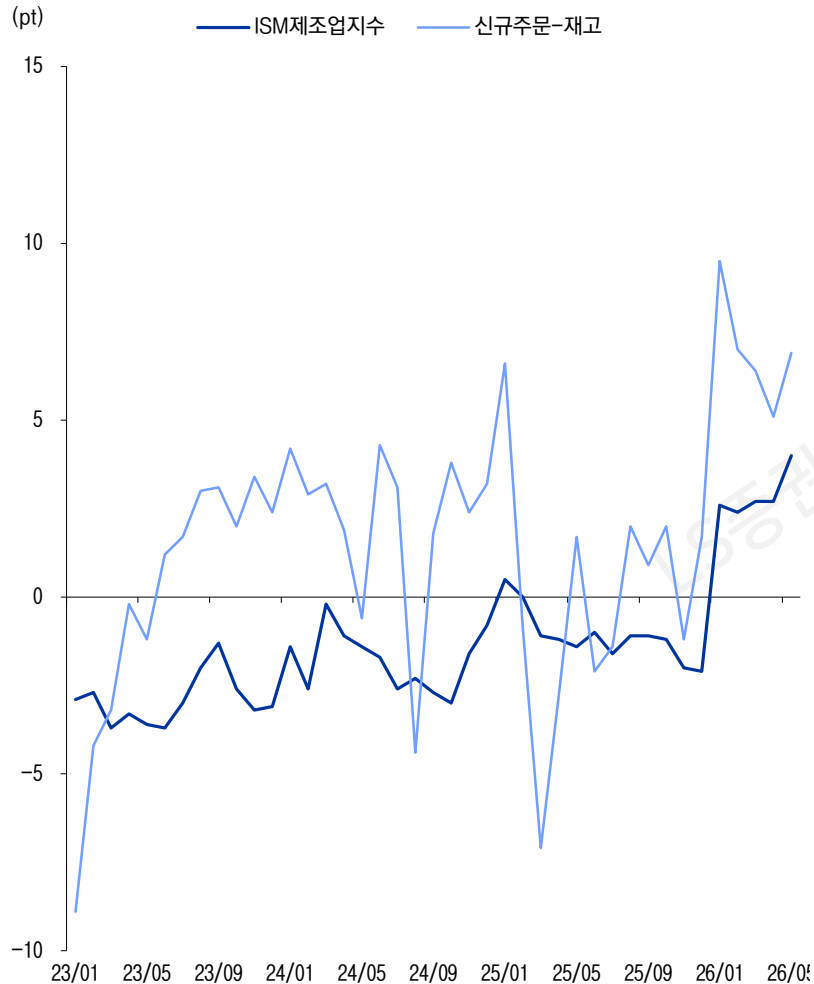
ISM제조업지수와 산업생산 증가율



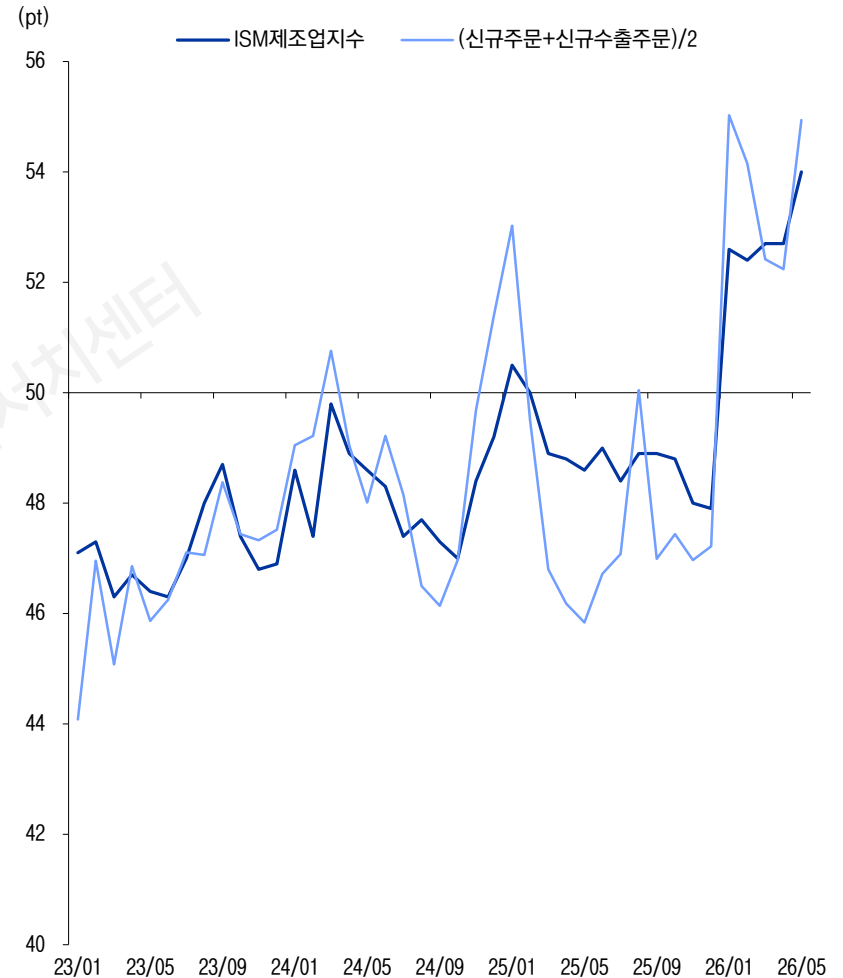
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

ISM제조업지수 선행지표: 긍정적 변화 관찰

신규주문 - 재고



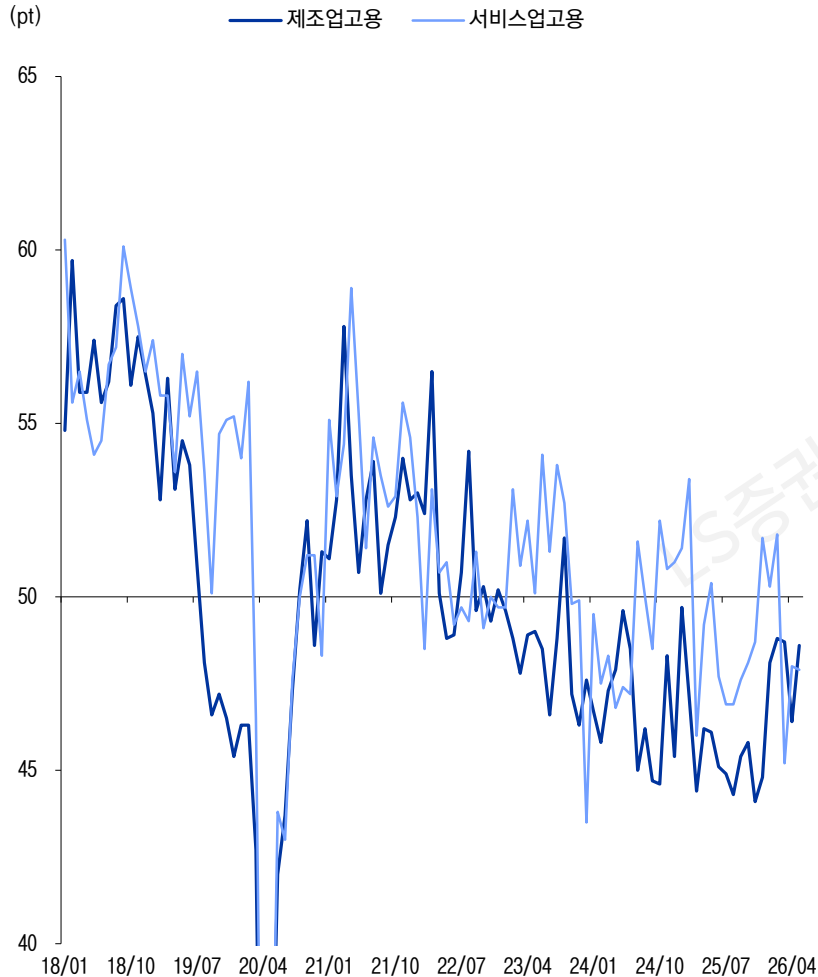
신규주문과 신규수출주문 평균



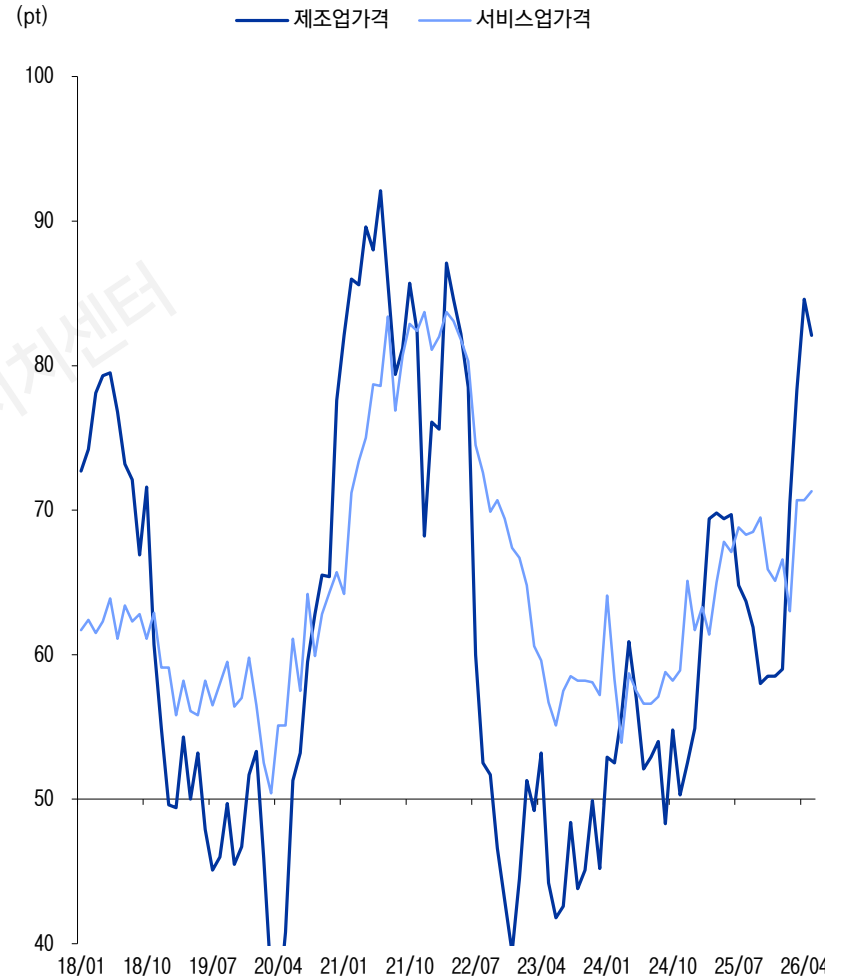
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

ISM지수 고용 하락과 가격 상승 리스크 지속

미국 ISM지수 고용 항목



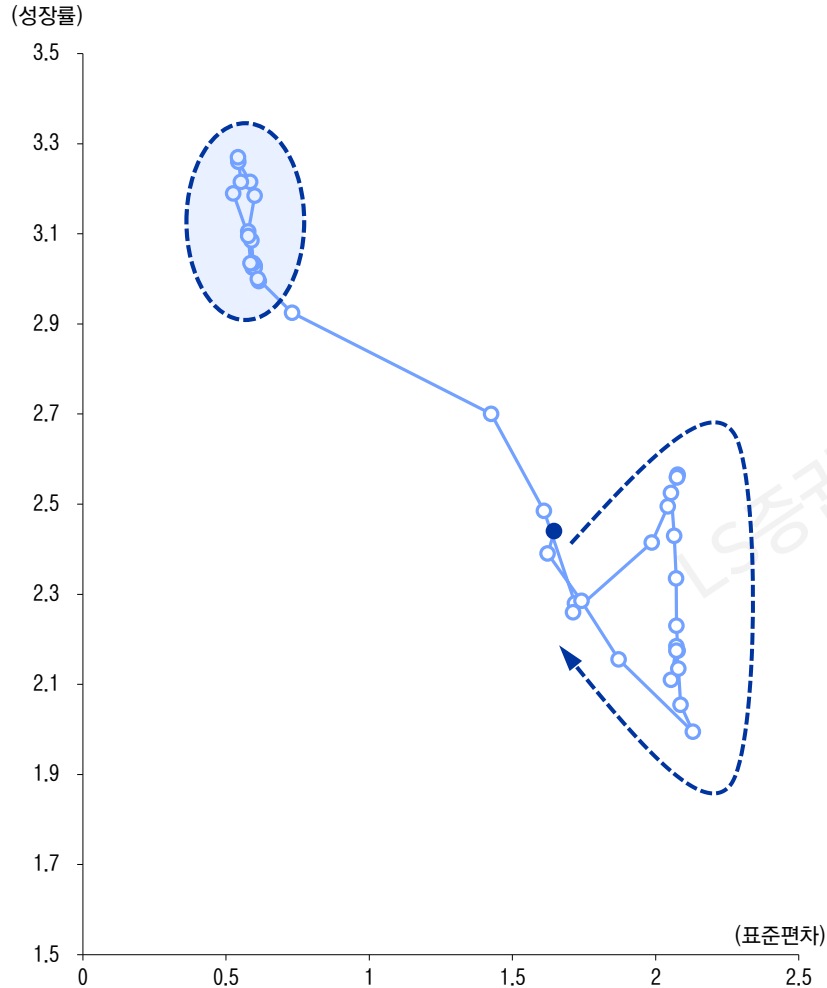
미국 ISM지수 가격 항목



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

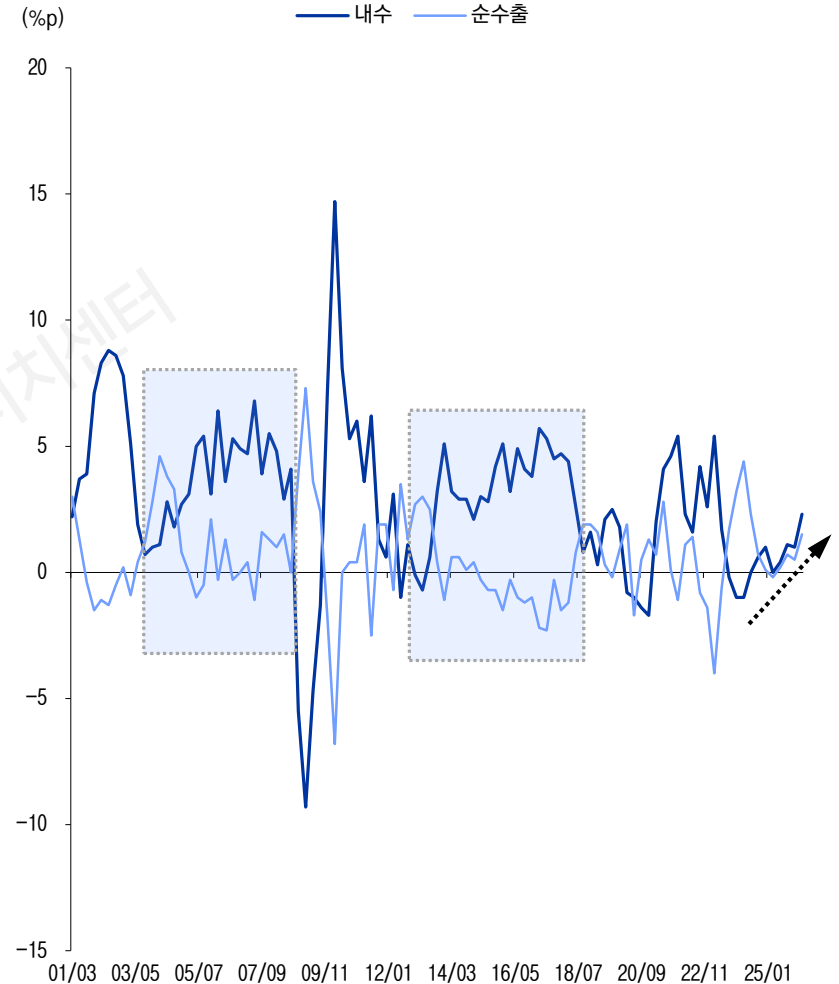
한국 경제, 아직은 개선세를 지속

한국 GDP 성장률과 변동성



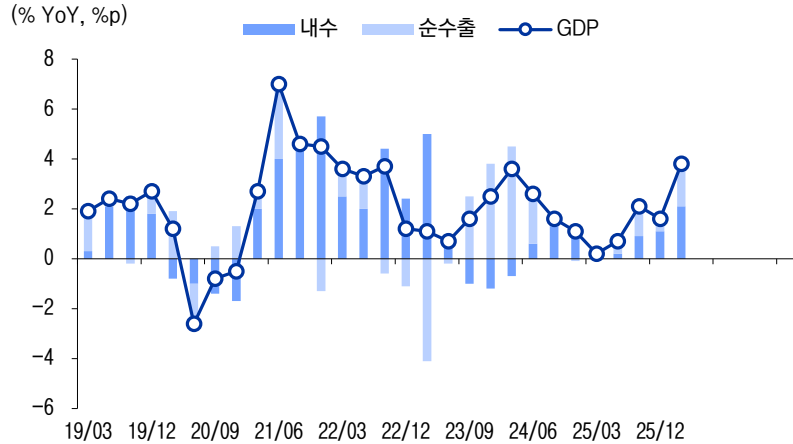
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

한국 GDP의 내수와 순수출 성장 기여도

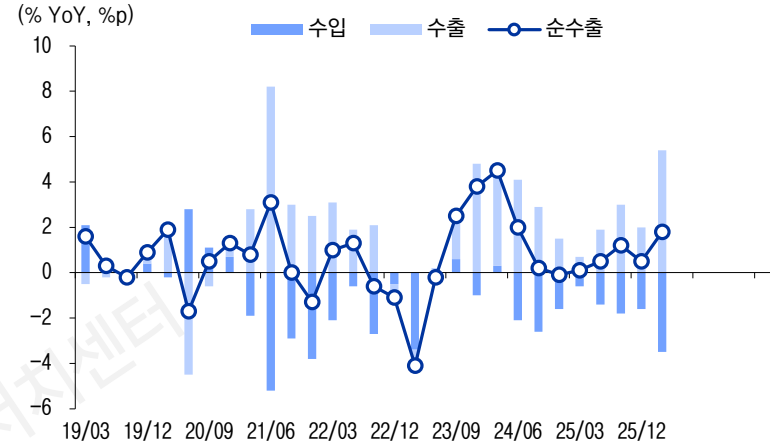


한국 항목별 성장률 기여도

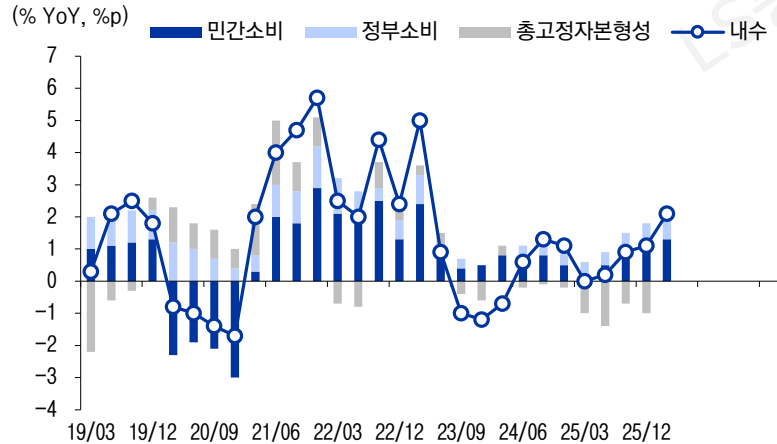
내수와 순수출 동반 성장



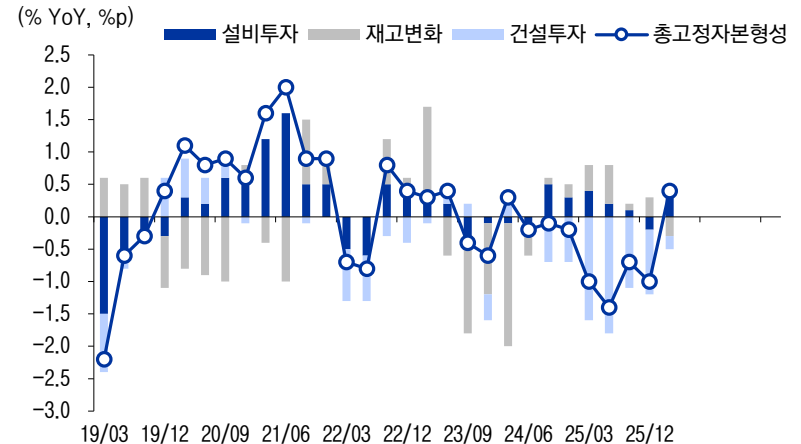
순수출 기여도



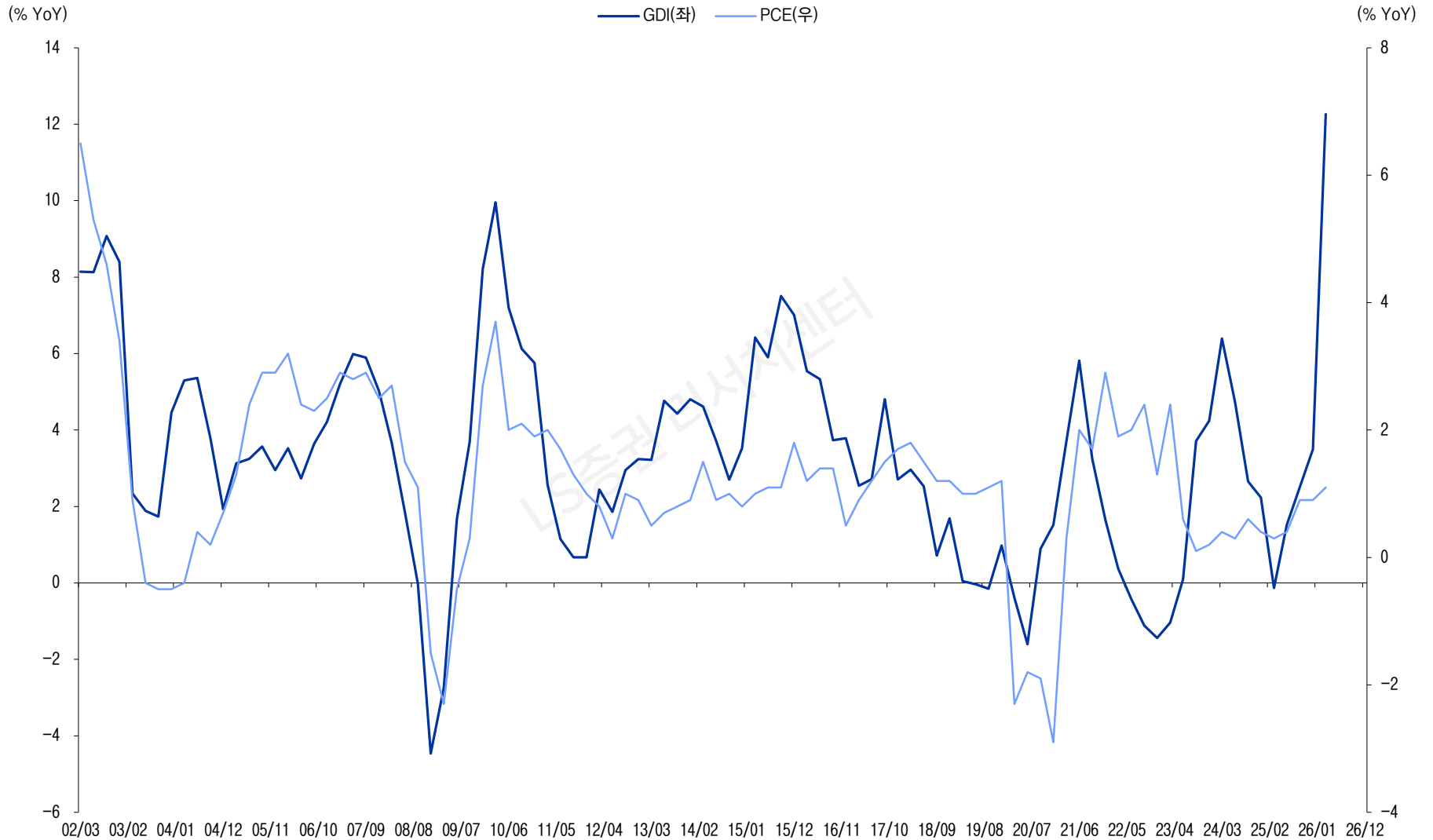
내수 기여도



투자 기여도



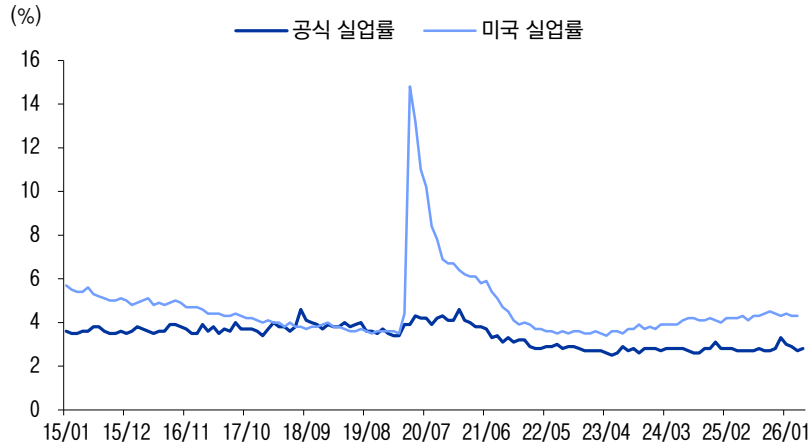
GDI 증가율, 2000년대 이후 최대치 기록



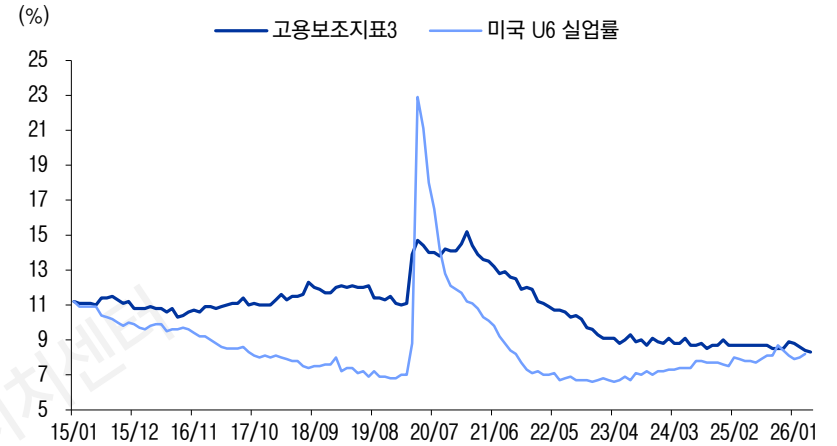
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

한국 고용시장 좋지는 않지만 안정화 구간

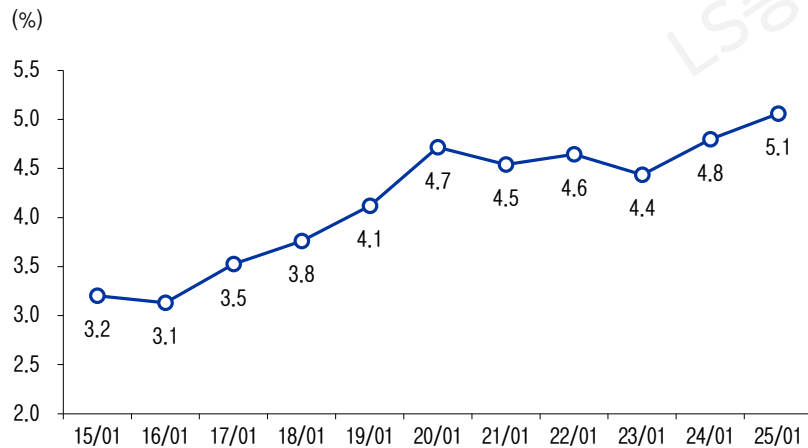
한국과 미국 공식 실업률



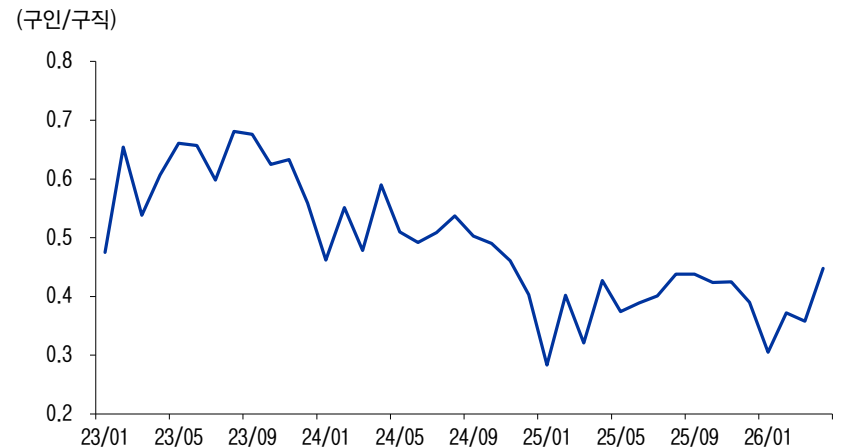
미국 U6 실업률과 한국 고용보조지표3



쉬었음/생산가능인구 비중 변화



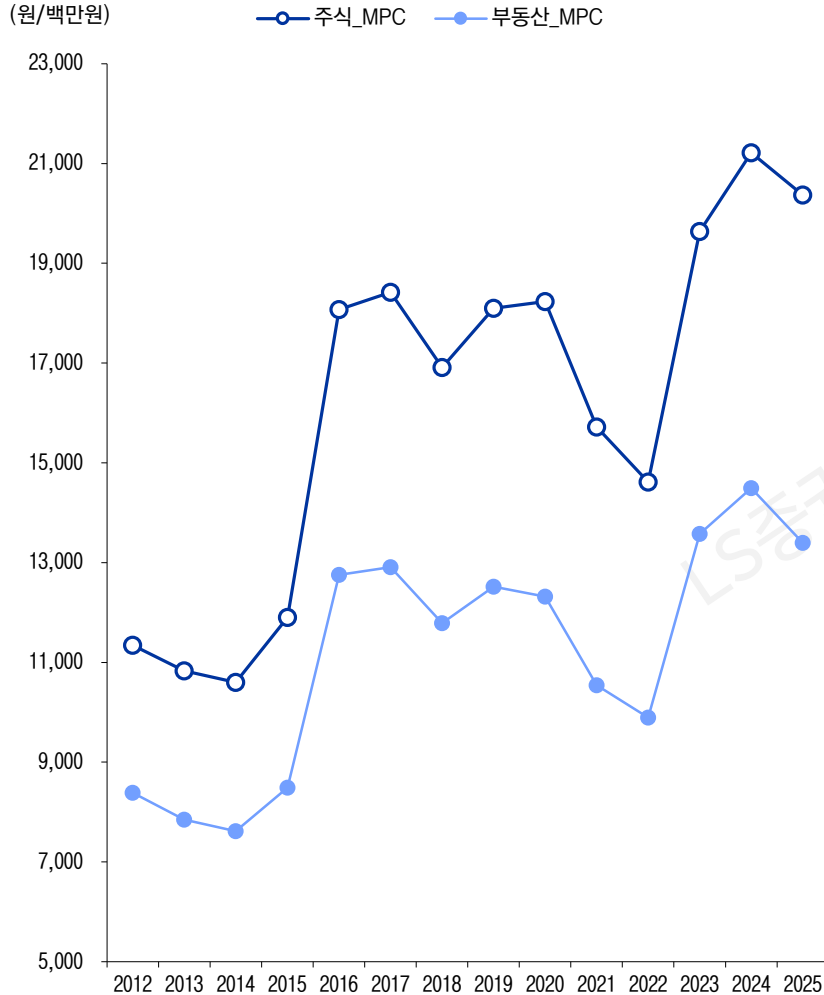
2025년 이후 악화된 구인배수



주: 한국 고용보조지표3: (시간관련추가취업가능자 + 실업자 + 잠재경제활동인구) / 확장경제활동인구 * 100, 미국의 U6 실업률과 유사
 자료: 통계청, 한국은행, LS증권 리서치센터

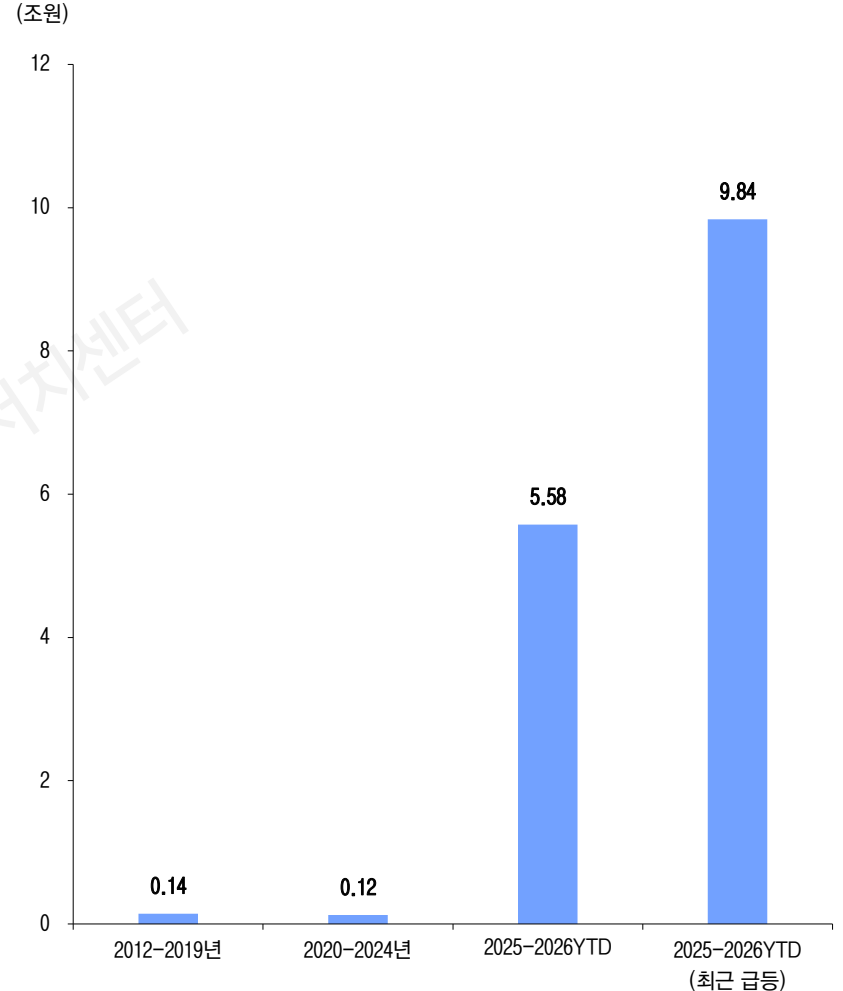
한국 주식과 부동산 가격 변화에 따른 소비성향 변화 추정

주식과 부동산 상승에 따른 한계소비성향



자료: BOK, KCMI, 통계청, KB, LS증권 리서치센터

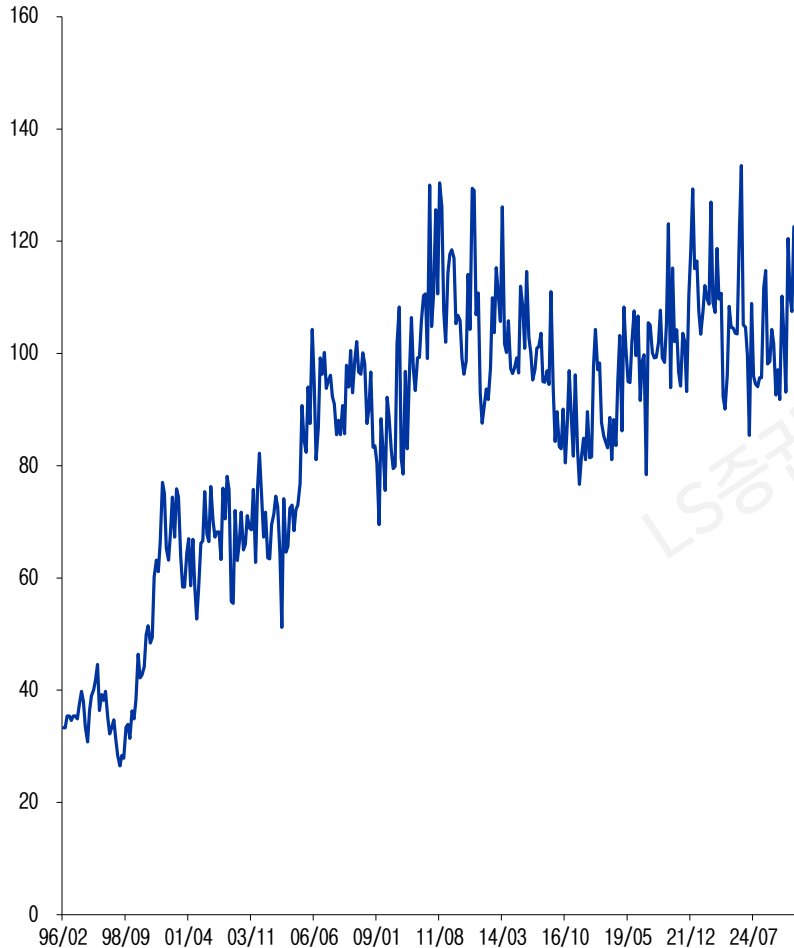
주가 상승에 의한 평균 소비 효과



ICT품목 설비투자 - 미국과는 조금은 다른 양상

ICT품목 설비투자지수

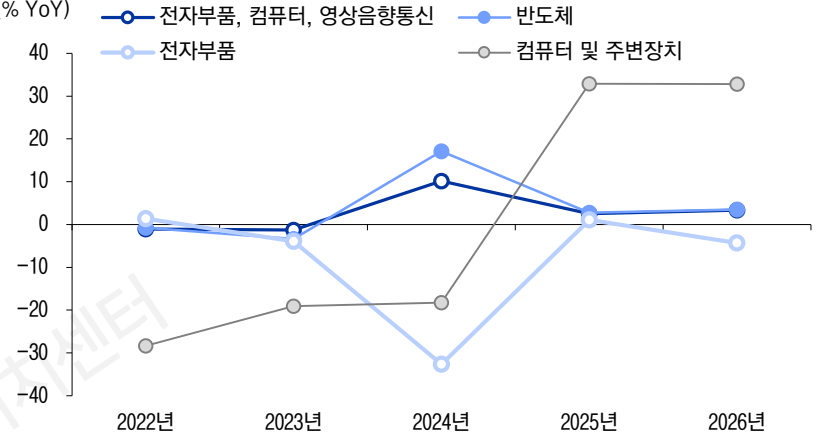
(2020=100)



자료: 통계청, LS증권 리서치센터

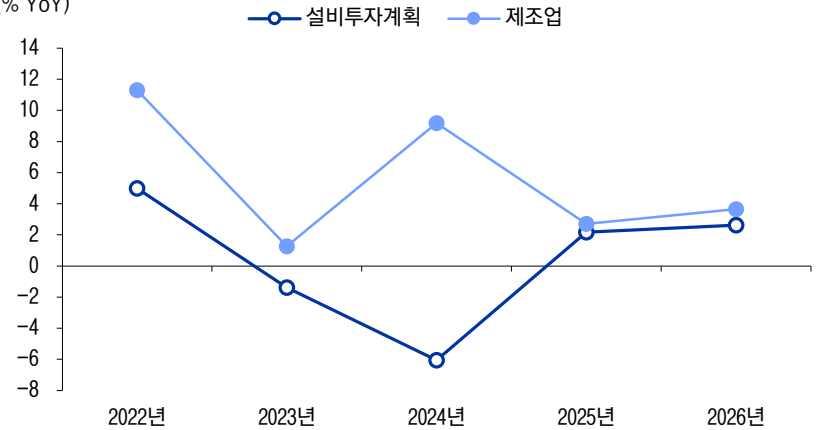
ICT관련 산업 설비투자 증가율

(% YoY)

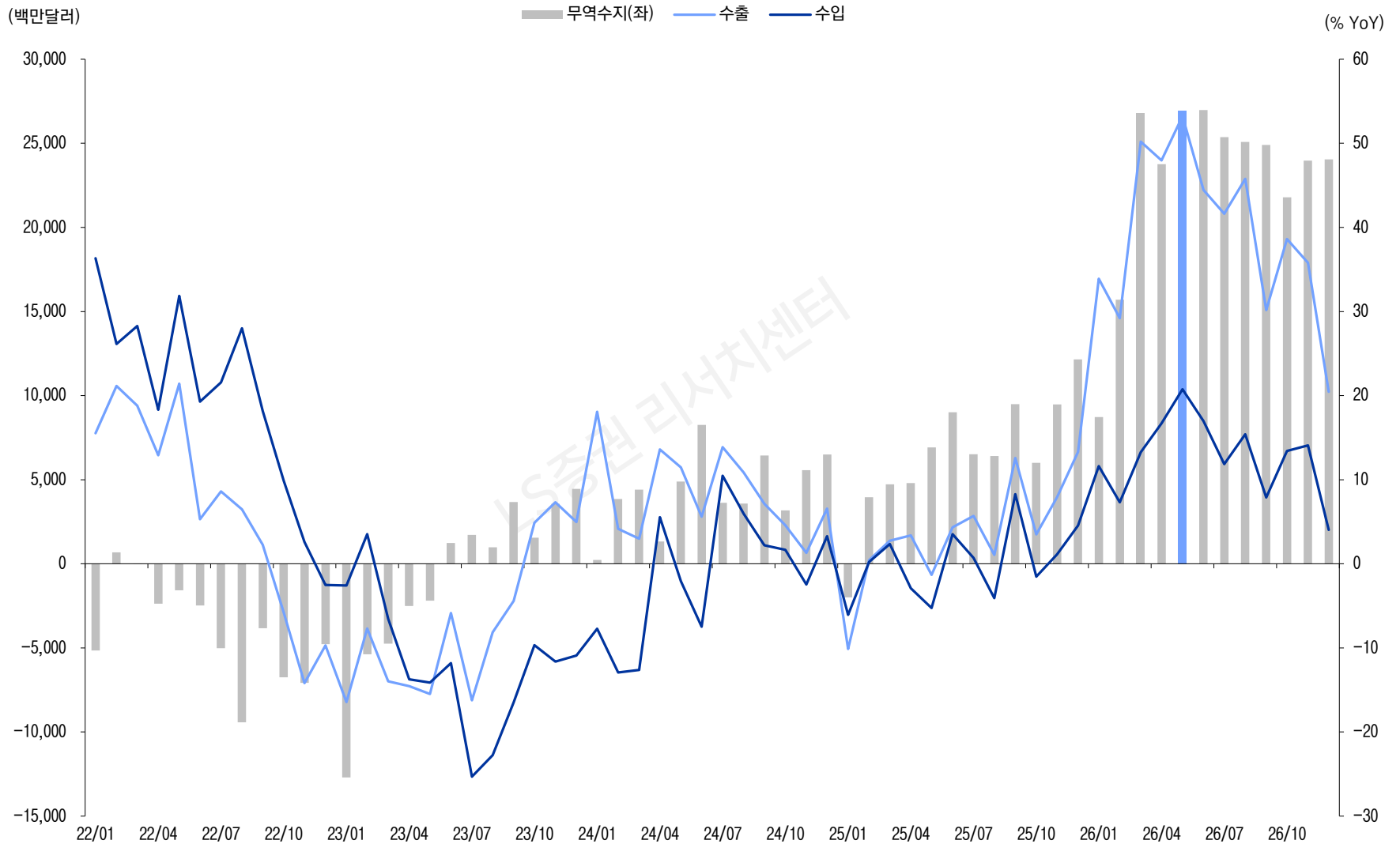


한국 전산업과 제조업 설비투자 증가율

(% YoY)



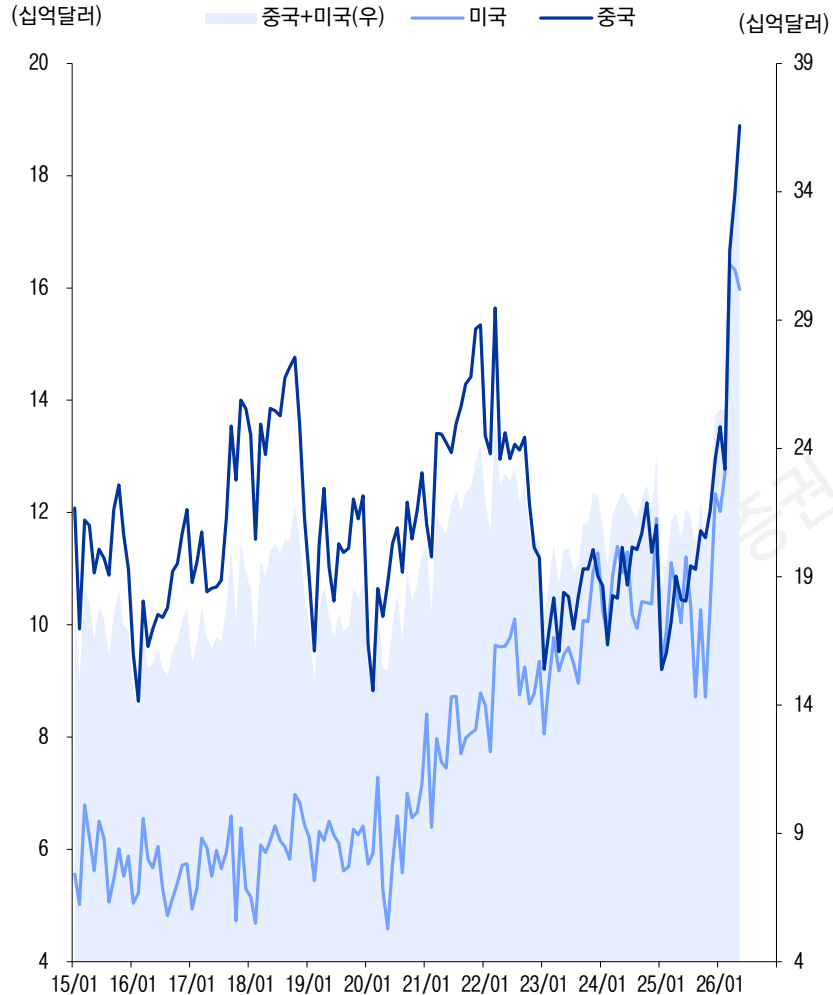
한국 수출입 증가율과 무역수지



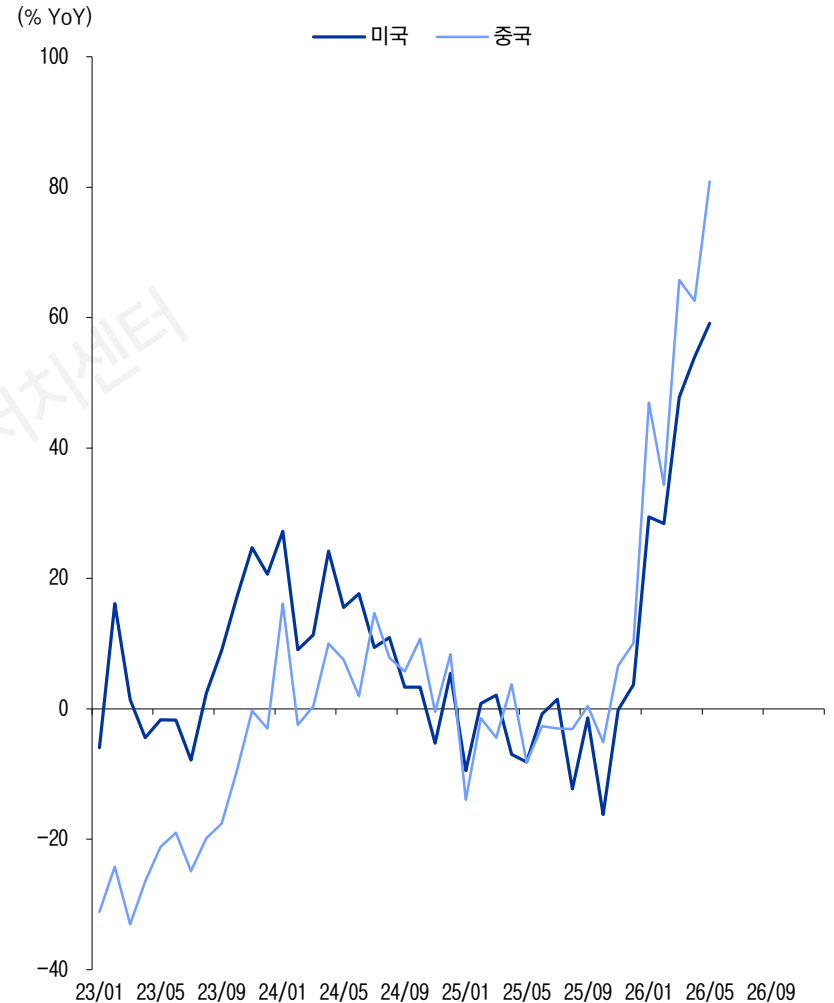
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

G2 수출 규모 - 다시 1위로 올라선 對중국 수출

G2 수출 금액

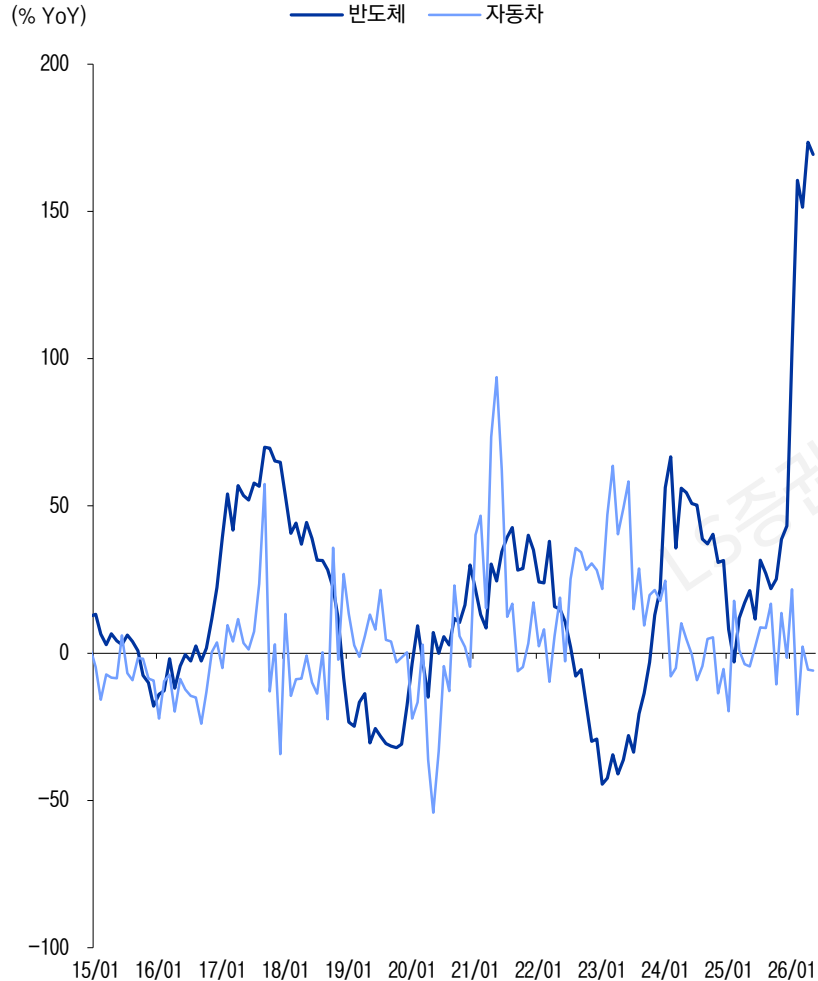


G2 수출 증가율

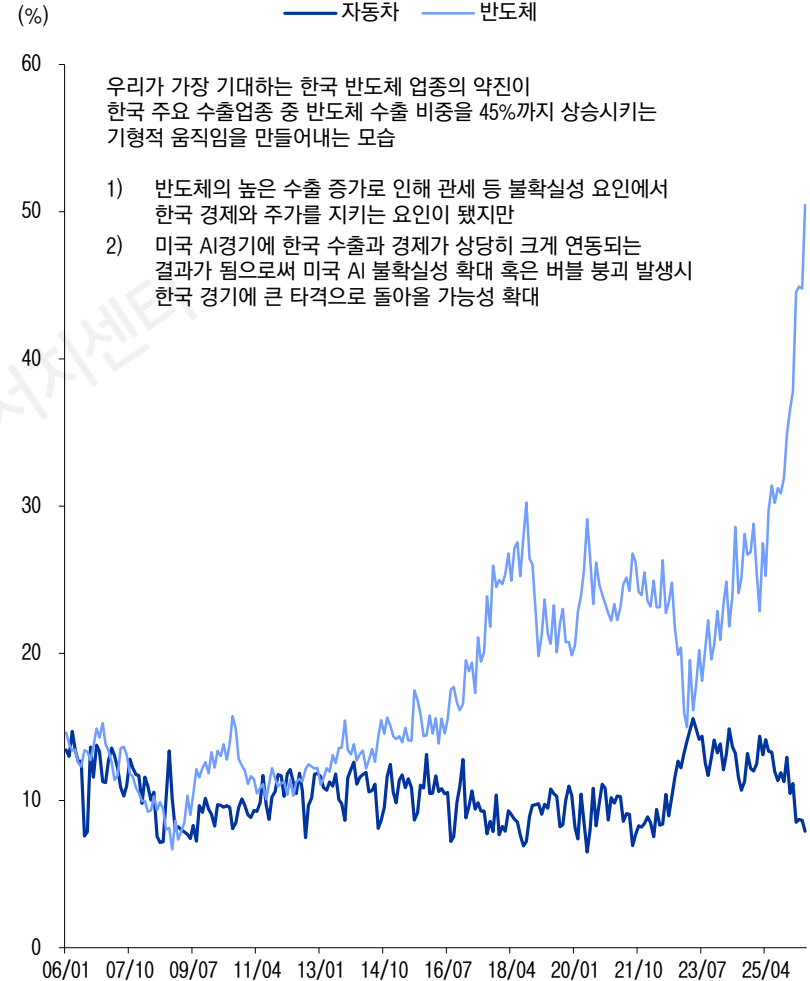


반도체와 자동차 수출 비중과 증가율

자동차와 반도체 수출 증가율

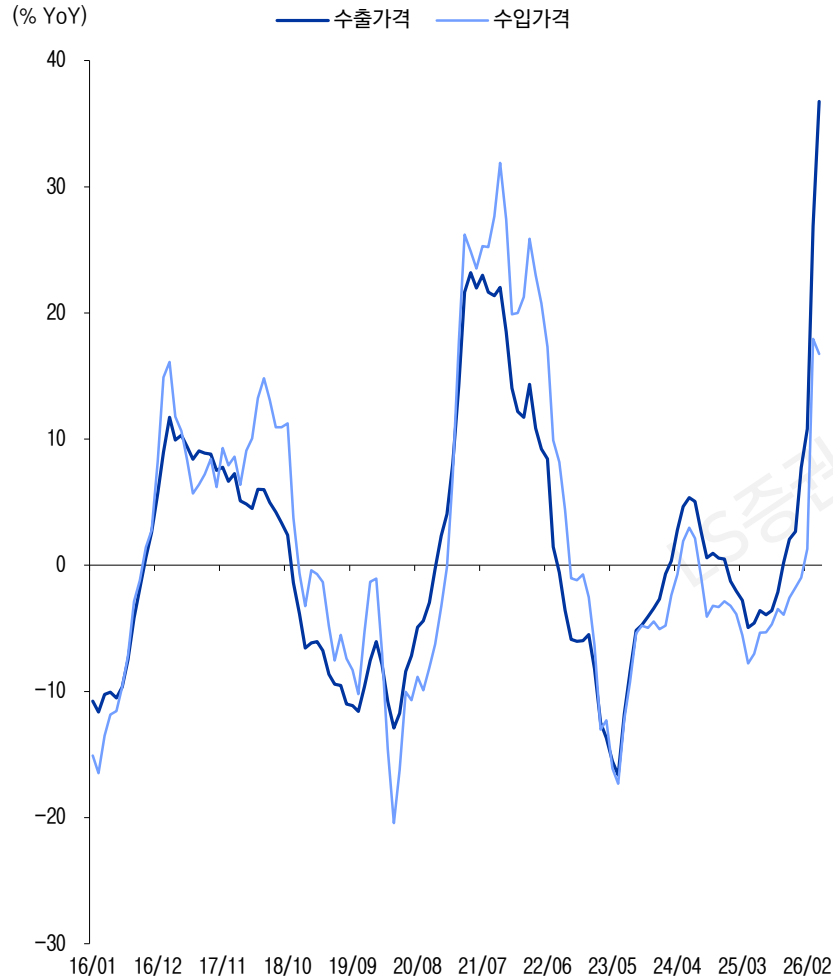


자동차와 반도체 수출 비중

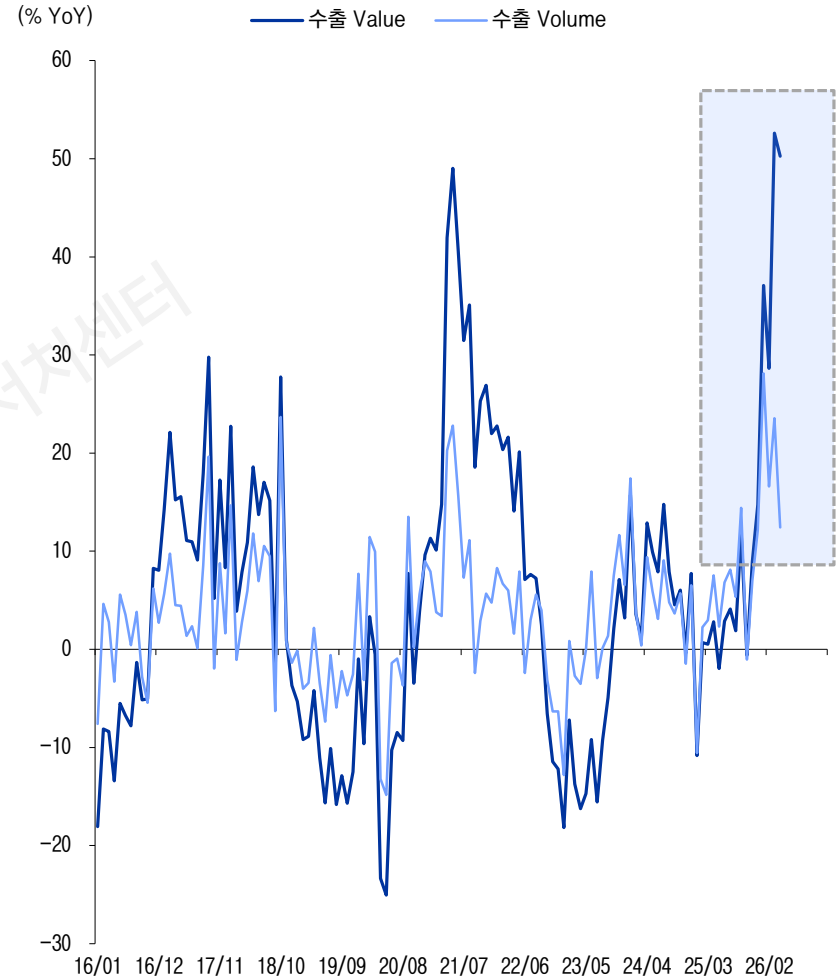


가격 상승으로 인한 수출 증가 효과 확대

한국 수출입가격 상승률



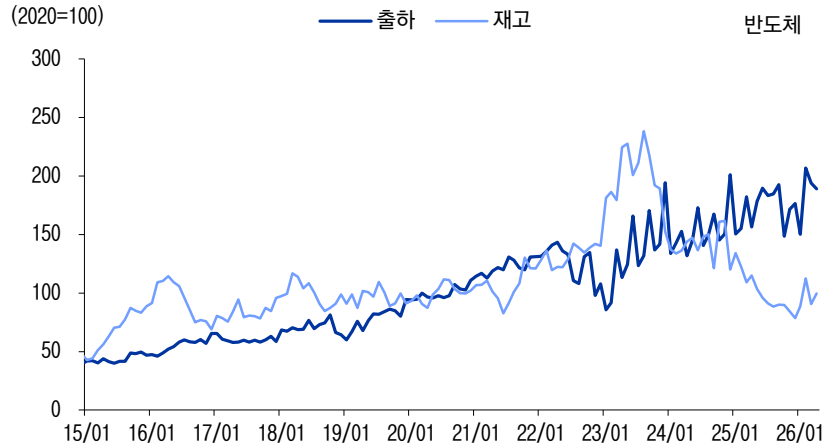
물량과 금액 기준 수출 증가율



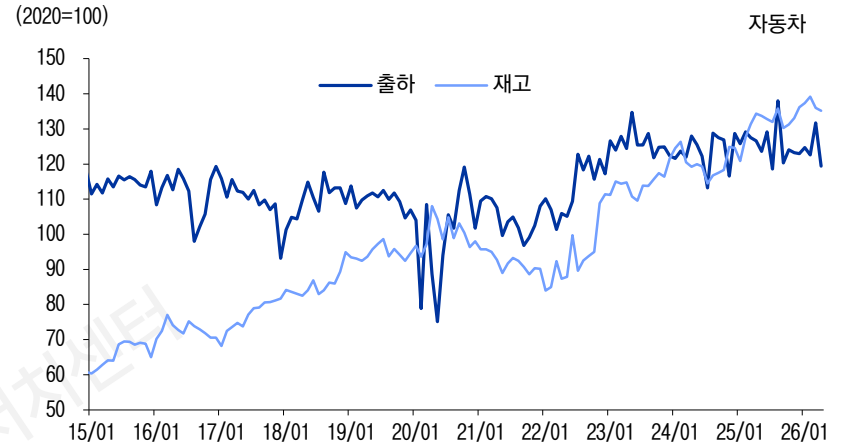
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

한국 주요 산업 출하/재고 지수

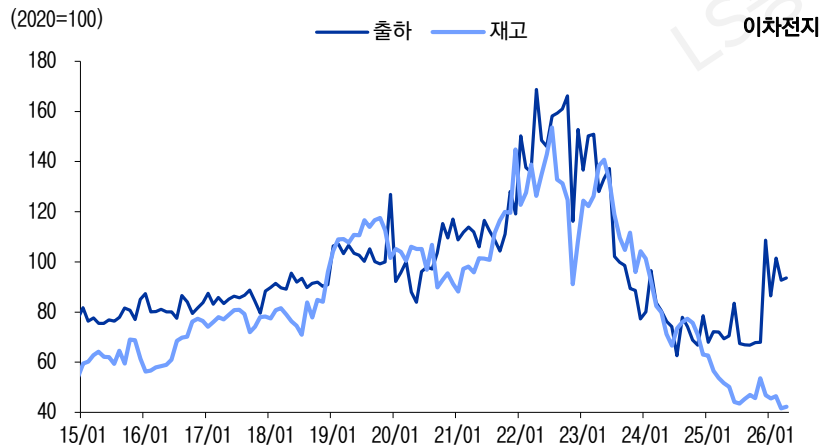
반도체 출하/재고 지수



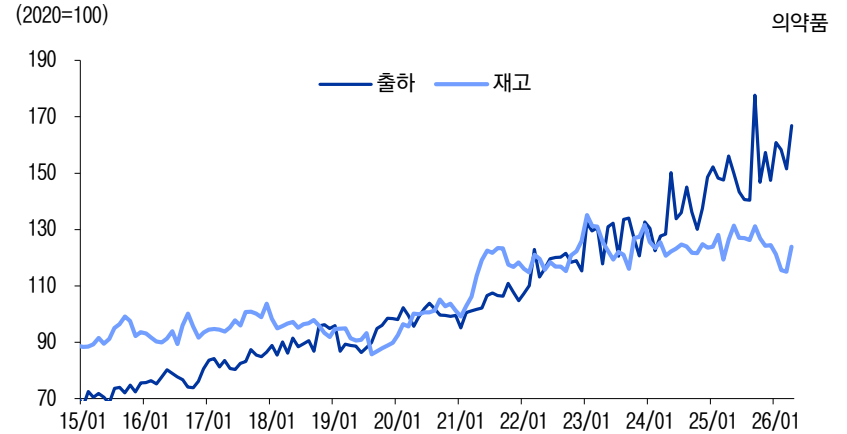
자동차 출하/재고 지수



이차전지 출하/재고 지수

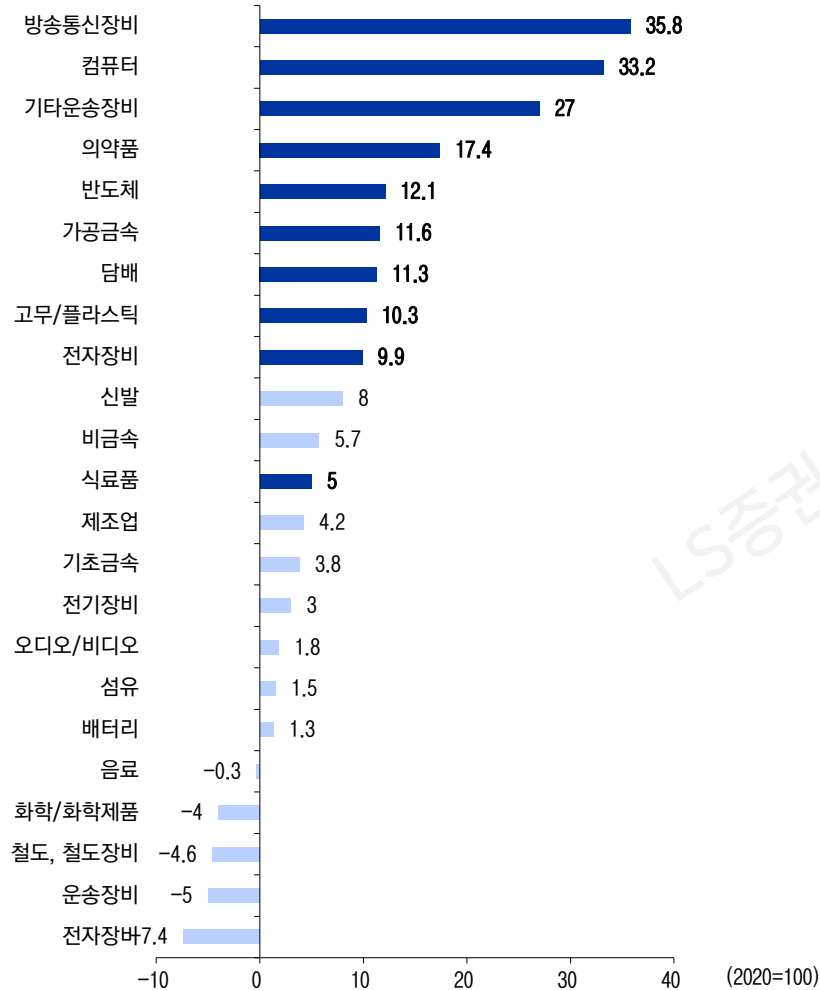


의약품 출하/재고지수

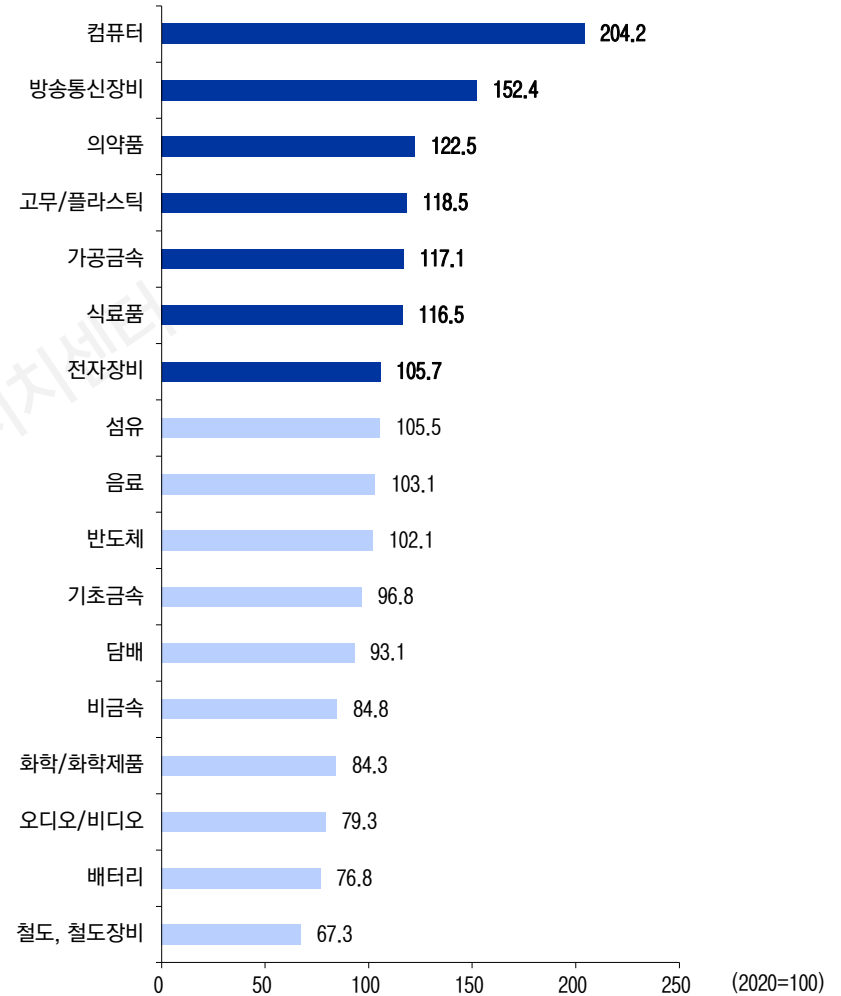


IT, 의약품, 금속, 고무/플라스틱, 식료품 설비가동률 확대

연초대비 설비가동률 변화



설비가동률 지수



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

Part II

Deus ex Machina(AI)

개와 늑대의 시간

- 모든 위기는 AI가 해결 하리라
- 이 악물고 투자하는 기업들과 여전히 남아있는 의심
- 투자는 경제에 영향을 미치지만 원하는 생산성은 아직 시간이 필요

AI의 지속적인 성장은 담보 됐는가?

● 투자를 늦출 가능성은 낮다

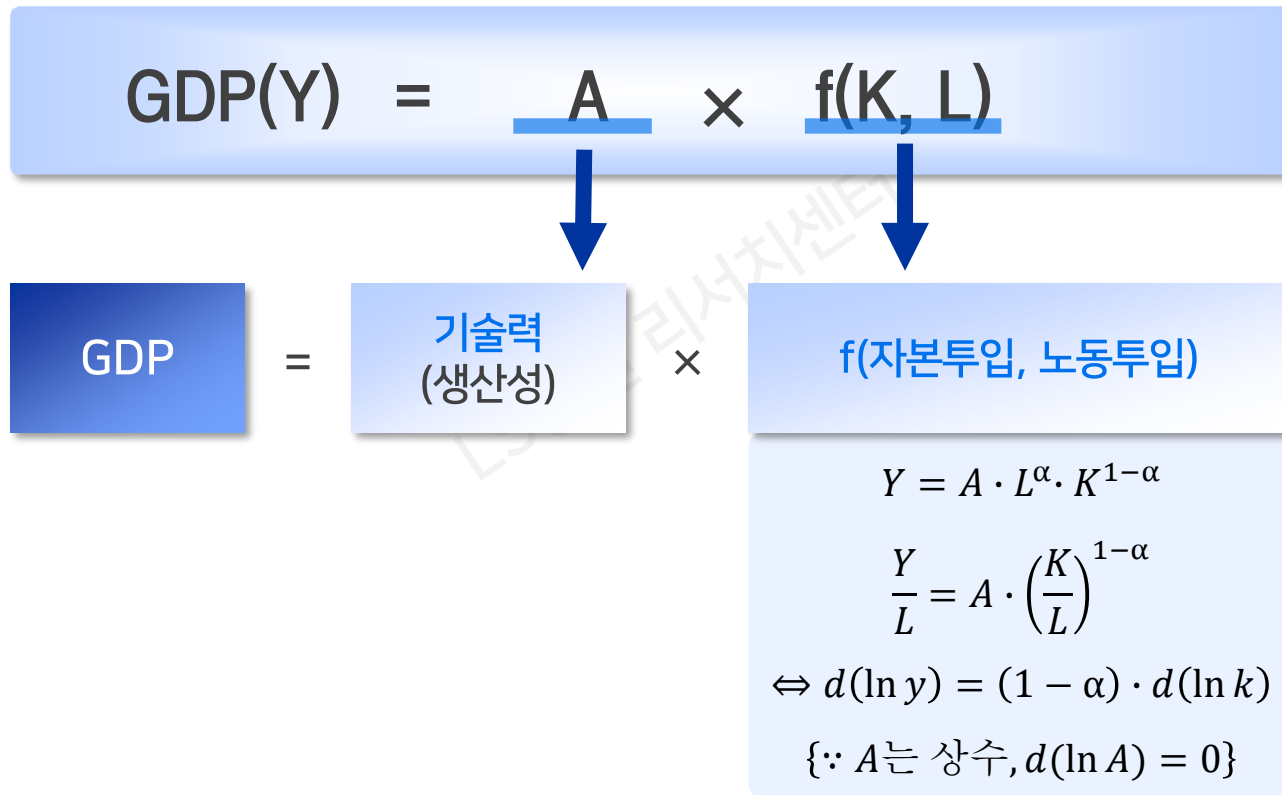
- AI를 영위하는 기업의 특성 상 AI에 대한 투자가 감소할 가능성이 높지는 않다. LLM 공급 업체들의 시장 점유율 변화에서 알 수 있듯이 현재 시장은 어떤 기업이 표준을 잡느냐의 싸움이 지속되고 있고, 성장하는 기업의 특성 상 투자가 감소하는 순간 시장 점유율이 급감할 가능성이 높다. '창조적 파괴'의 핵심은 기존의 구조를 파괴하기도 하지만 기존의 기업 혹은 추격하는 기업을 파괴해서 시장 점유율을 늘리는 것에 있다. 결국 멈추는 기업이 모든 것을 잃는 제로섬 게임에서 투자는 지속될 것이고, 그 시기는 안전한 혁신이 아닌 붕괴 시점까지 이어질 확률도 높다. 물론 현재의 현금 흐름과 레버리지 비율로 판단했을 때 아직 위기가 다가왔다고 판단하기에는 이른 것은 사실이지만 투자의 확대가 자신감의 표출인지는 고민이 되는 부분이 존재한다.
- 젠슨 황의 방한 혹은 각 AI대표 기업 CEO들의 자신감 있는 발언이 성공을 담보한다고 믿지는 않는다. CEO의 입장에서 우리는 앞으로 투자를 줄일 것이라고 발언할 수 있는 시점은 절대 아니고, AI대표 기업에서 생각보다 미래가 밝지 않다고 말할 이유는 어디에도 없다. 이미 시장은 투자에 환호하고 장밋빛 미래를 믿고 있다. 기업 입장에서 이보다 좋을 수 없는 상황이다. 다만 시장의 관심이 죽어서는 곤란하다는 입장에서 끊임없는 뉴스거리와 긍정적 기대를 만들어 줄 필요는 있다. 피지컬AI, 소프트웨어 투자 모두 이러한 영역의 일환이라는 판단이다.

● 과거 사례에서 바라보는 두 가지 의심

- 과거 테마주와 달리 AI는 생활 전반에 걸쳐 영향을 미치는 분야이다. 바이오나 화장품, 이차전지가 매출의 확대를 기반으로 한다면 AI는 경제와 생활 전반의 변화를 전제로 하고 있어, 전기의 사용, 공장 자동화, 컴퓨터의 출현 등에 비견될 만한 변화를 가져올 수 있다. 다만 생산성은 신기술의 개발이 가져오는 것이 아니라 신기술이 기업에 정착하는 시점에 발생한다. 1982년 GM의 무인생산 공장 도입 프로젝트는 무모한 신기술 도입의 실패를 가장 직관적으로 보여주는 사례라는 판단이다. 완전 자동화를 목표로 GM은 수십억 달러를 투자했고, 비용 상승과 실패는 GM에게 큰 시련을 주었다. 기술이 만들어주는 미래가 무모한 것이 아니다. 당장 그것이 실현될 것이라는 인식의 시차가 문제로 작용한다.
- 엔비디아의 실적 상승은 분명히 대단하다. 하지만 엔비디아의 현재 매출은 하이퍼스케일러의 Capex 투자에 연동되는 구조이다. 엔비디아가 하이퍼스케일러 사용자(LLM)에게 투자하고 하이퍼스케일러가 엔비디아의 GPU를 구매하는 구조는 과거 장비업체와 통신사가 투자와 장비구매로 묶여있던 닷컴 벤더 파이낸싱을 떠오르게 한다. 문제가 없을 때는 더할 나위 없이 좋다. 하이퍼스케일러의 흠집은 AI와 경제 모두에게 치명적인 위협으로 작용한다.

생산측면에서의 GDP, AI를 통한 생산성 향상 기대감

- GDP의 정확한 명칭은 국민총생산이다. 지표를 통한 계산의 어려움이 있지만 생산측면에서 GDP를 바라보는 것은 경기의 출발점이다. 간단하게 경제는 기술력과 자본투입, 노동투입의 함수이다



생산측면에서의 GDP, 내생적 비용을 고려한 생산함수

- 기술은 단순히 주어지는 것이 아니라 경제주체의 R&D의 결과로 도출. 따라서 저축과 자본축적보다는 지속적인 지식 및 기술의 생산이 성장의 동력으로 작용. 미래 기술확보를 위한 인적 자원의 적절한 배분을 위해서 비용 집행

$$GDP(Y) = \underline{f(K)} \times f(\underline{A} \times f(L))$$

A(기술)

=

노동의 효율성을 직접적으로 높이는 형태
기술진보율 A는 R&D에 투입된 인력과 기술에 비례

$$A = \delta \cdot A^\phi \cdot L_A^\lambda$$

- δ : R&D의 효율성 계수(연구생산성)
- L_A : 연구소 인력(R&D 비용 투입)
- A^ϕ : $\phi > 0$, 기존 지식이 많을수록 새 지식 발견 용이
- L_A^λ : $\lambda < 1$, 연구인력이 너무 많을 때 효율 감소

생산측면에서의 GDP, 슈페터의 창조적 파괴

- 단순히 기술발전에 있어서 내생적인 비용이 포함되는 시기는 2025년까지. 이제 시장은 본인의 사업을 먹히지 않으려는 공포에 맞서고, 본인의 살을 깎으면서까지 투자를 지속해야하는 카니발리케이션의 영역을 어떻게 판단할 지 고민하기 시작. 창조적 파괴는 창조를 통한 파괴적인 성장이 아닌 창조 비용 투입을 통한 기존 기업 혹은 새로운 진입 기업을 파괴하는 행위

$$Y = L^{1-\alpha} \sum_{i=1}^M (A_i^{1-\alpha} X_i^\alpha)$$

$$E[A_{t+1}] = [\mu \cdot r + (1 - \mu) \cdot 1] A_t$$

$$\mu = \lambda \cdot n$$

- μ : 새로운 경쟁자가 시장에 진입할 확률
- n : 연구에 투입된 자원
- λ : 연구 효율성
- 기존 독점 기업은 네트워크 효과나 특허를 통해 경쟁자의 λ 를 낮추거나 연구인력 임금(w)을 높여 경쟁자의 진입 비용을 높이는 방향으로 진입방향 구축

● 진입 장벽과 비용의 이중성

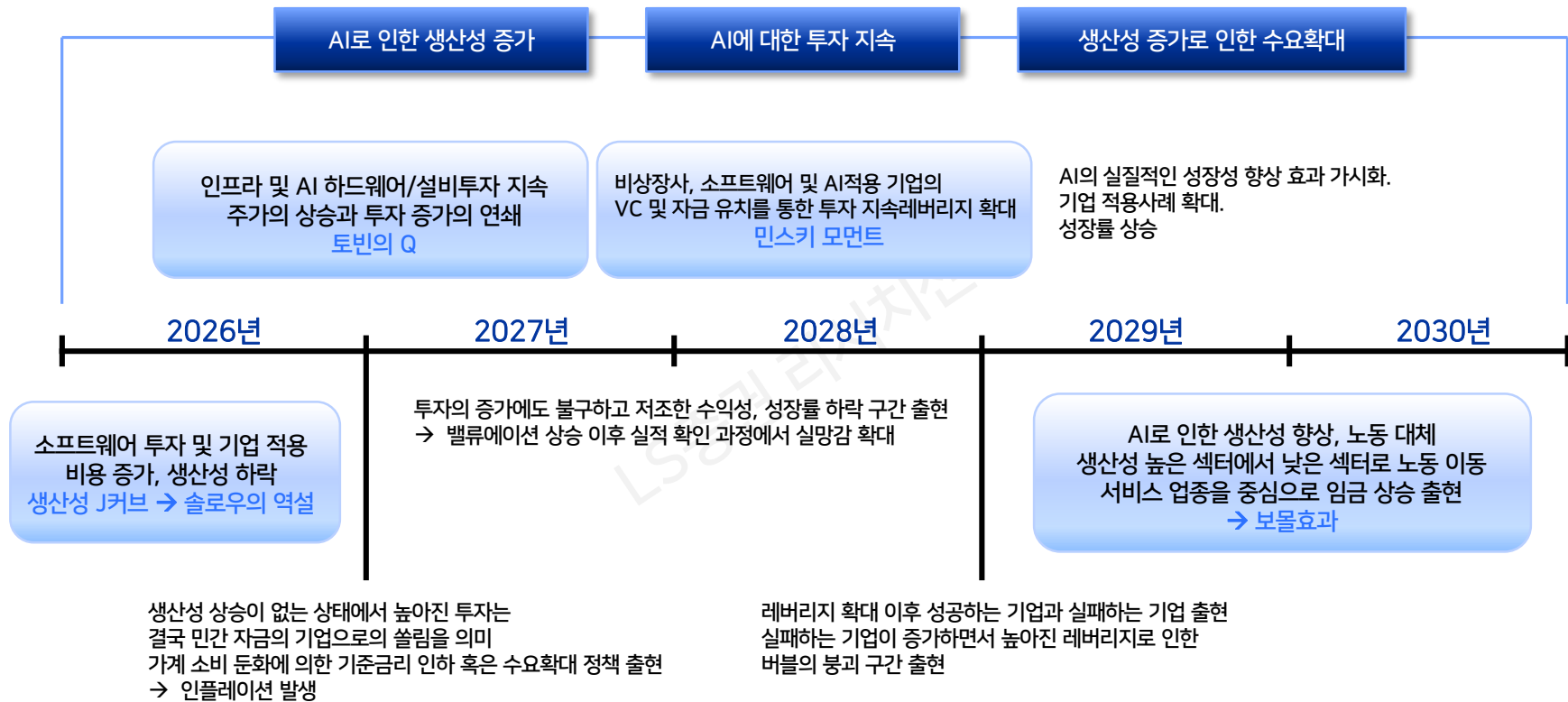
- 새로운 혁신가가 시장에 들어오기 위해서는 기존 지배적 기업을 무너뜨릴 만큼의 R&D 비용을 지불
- R&D 비용은 사회 전체적으로는 성장의 동력이지만, 기존 기업에게는 자신의 기술이 쓸모 없어지게 만드는 '파괴적 위협'
- M7 기업들의 AI 주도권 경쟁은 단순한 자본축적의 문제가 아닌 상대방의 기술을 무력화시키고 독점적 지위를 유지하려는 경쟁

● 끊임없는 투자의 증가

- 기존 기업에게 R&D비용은 '내 수익을 지키기 위한 방어비용'인 동시에 내 기존 '사업을 파괴하는 비용증가' 요인으로도 작용
- 기업이 비용을 지불해 투자를 하더라도 한계비용이 극적으로 낮아지거나 가격을 올리지 못한다면 비용은 성장을 위한 투자가 아니라 '독점 지위를 유지하기 위한 매출비용'으로 판단
- $\pi_t = (p_t - MC_t) \cdot Y_t$
- 결국 투자에 대한 적정성 판단은 다음의 판단과 연관
 - 1) 경쟁사들이 비슷한 수준의 AI성능을 내기 위해 투입하는 비용이 우리보다 월등히 높은가?
 - 2) 이 회사가 새로 내놓은 서비스가 기존의 핵심 수익원을 갉아 먹는가? (Cannibalization) 순수하게 새로운 시장을 창출하는가?

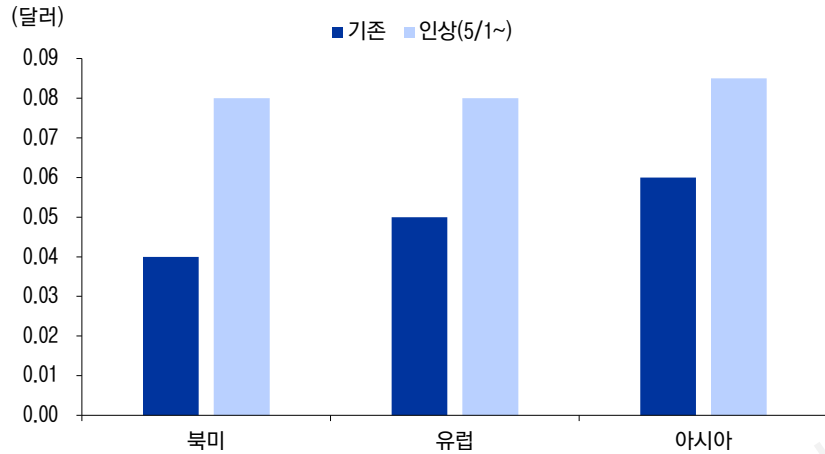
AI는 중요하다. 다만 시차와 변동성은 존재한다

AI투자 사이클에서 나타날 수 있는 과정들

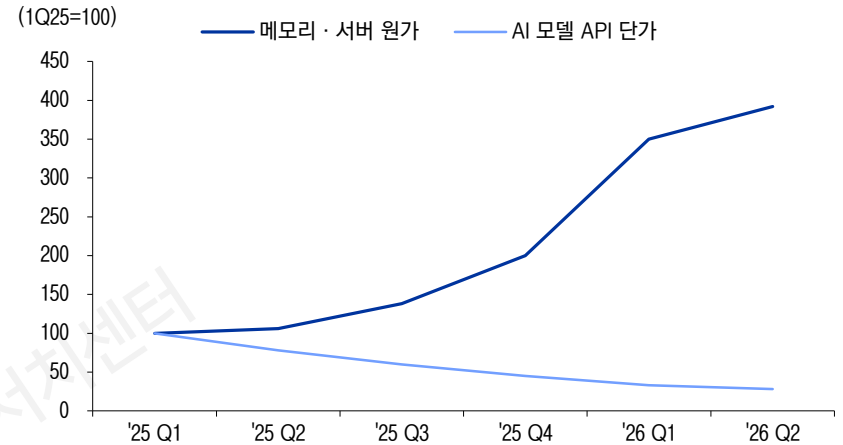


쇼크를 만들 복잡한 클라우드 비용 구조

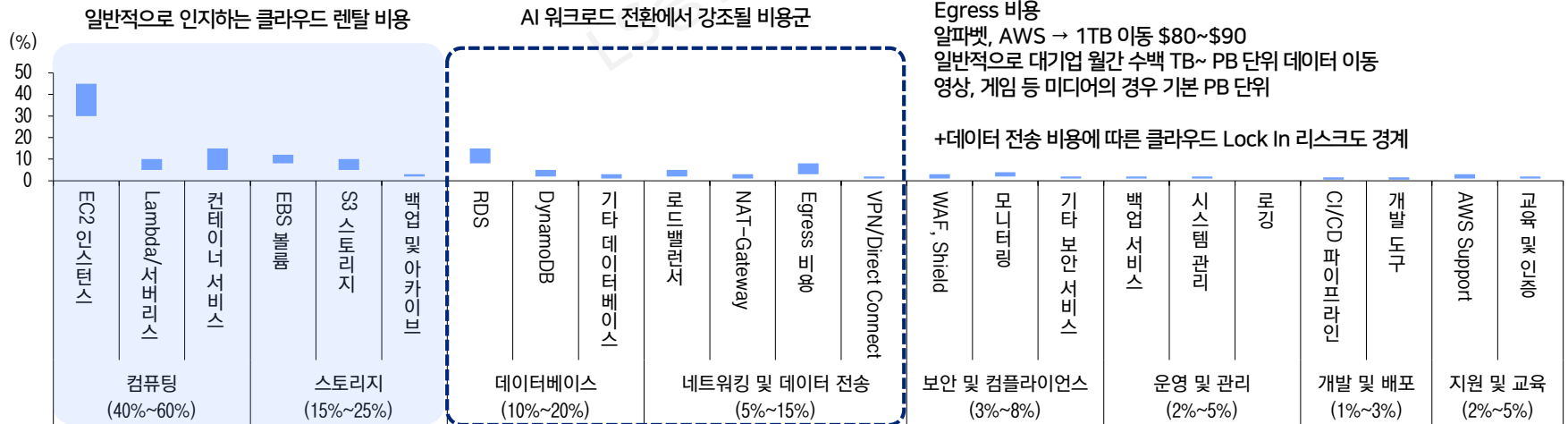
알파벳 CDN IC Egress(데이터 전송) 요금 인상(26.05.01 적용)



메모리·서버 가격과 AI모델 비용 변화



클라우드 사용 비용 구성(AWS)



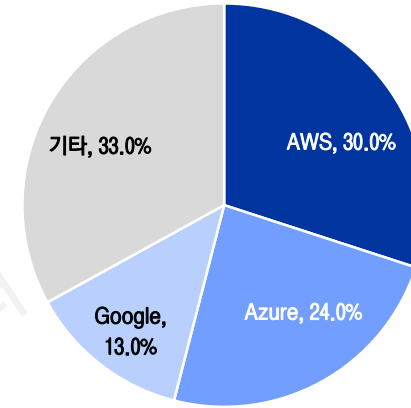
주: 클라우드 비용구성은 AWS 내부 헬프 AI 문의 내용, 사업 형태에 따라 변동 가능
 자료: WASABI AI, AWS, LS증권 리서치센터

쇼크를 만들 복잡한 클라우드 비용 구조

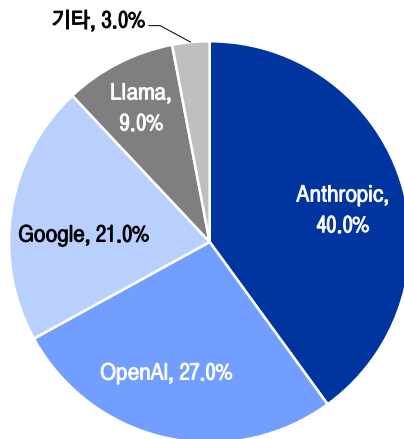
서열 정리 끝난 클라우드, 격변의 LLM

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

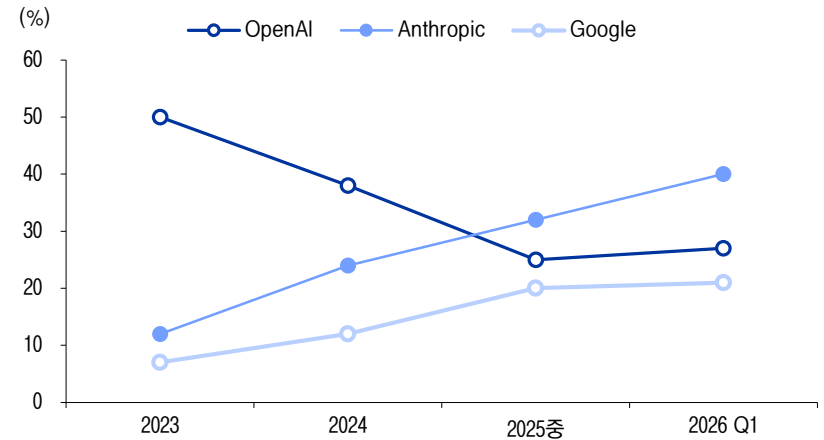
클라우드 과점화로 인한 데이터 전송비 인상 가능



LLM 과점화도 완성 단계 다만...



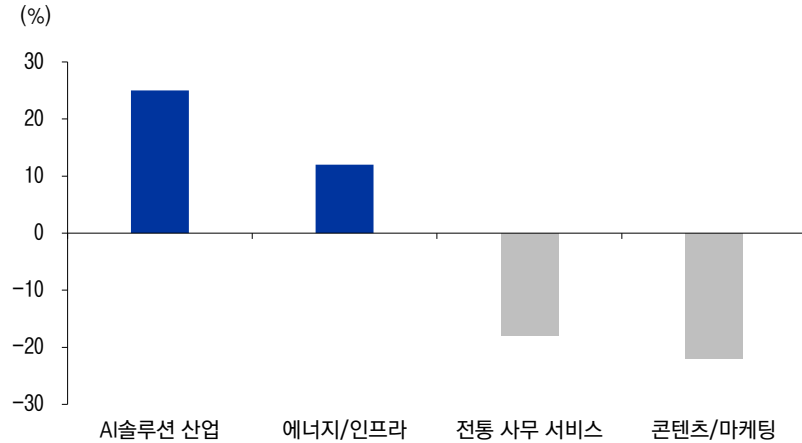
과점화된 LLM 내에서의 경쟁은 여전히 지속



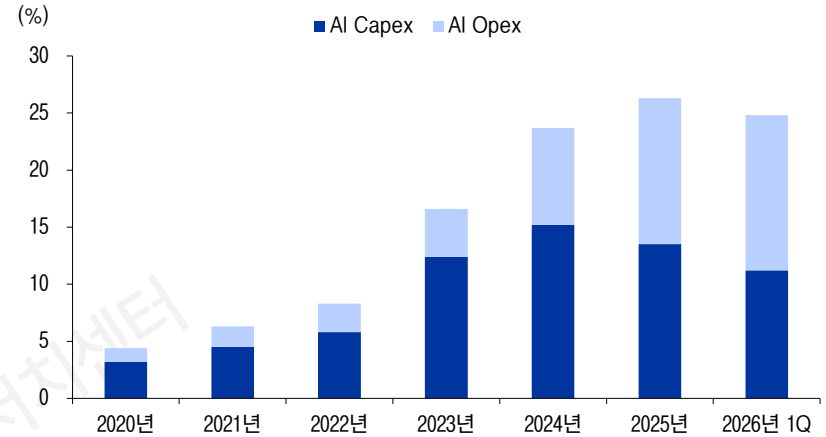
자료: Menio Ventures, ynergy Research Group, LS증권 리서치센터

영업이익 대비 투자의 지속적인 확대와 전통산업 부가가치 잠식

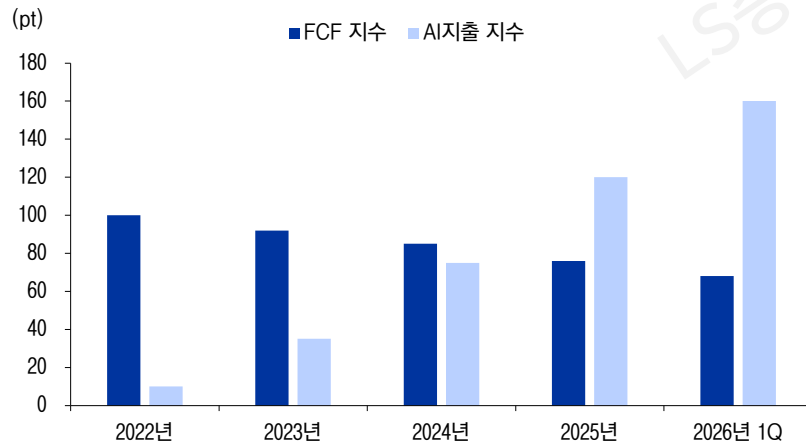
산업별 부가가치 성장률 전망



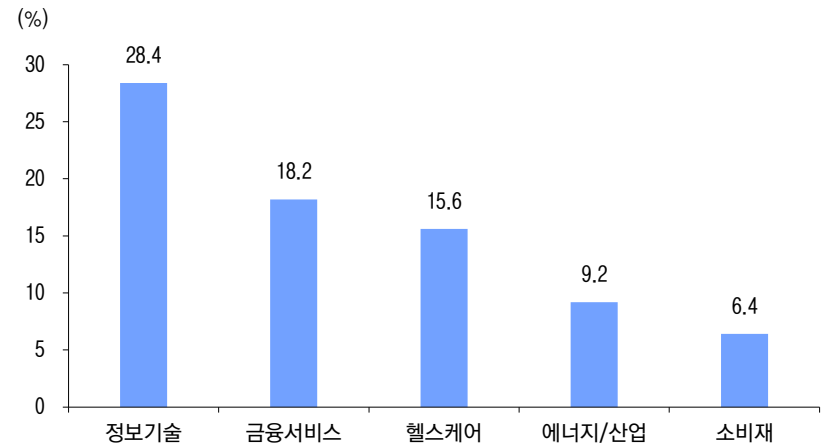
주요 IT 기업들의 영업이익 대비 Capex 투자와 Opex 투자 비중



잉여현금흐름과 시지출 지수

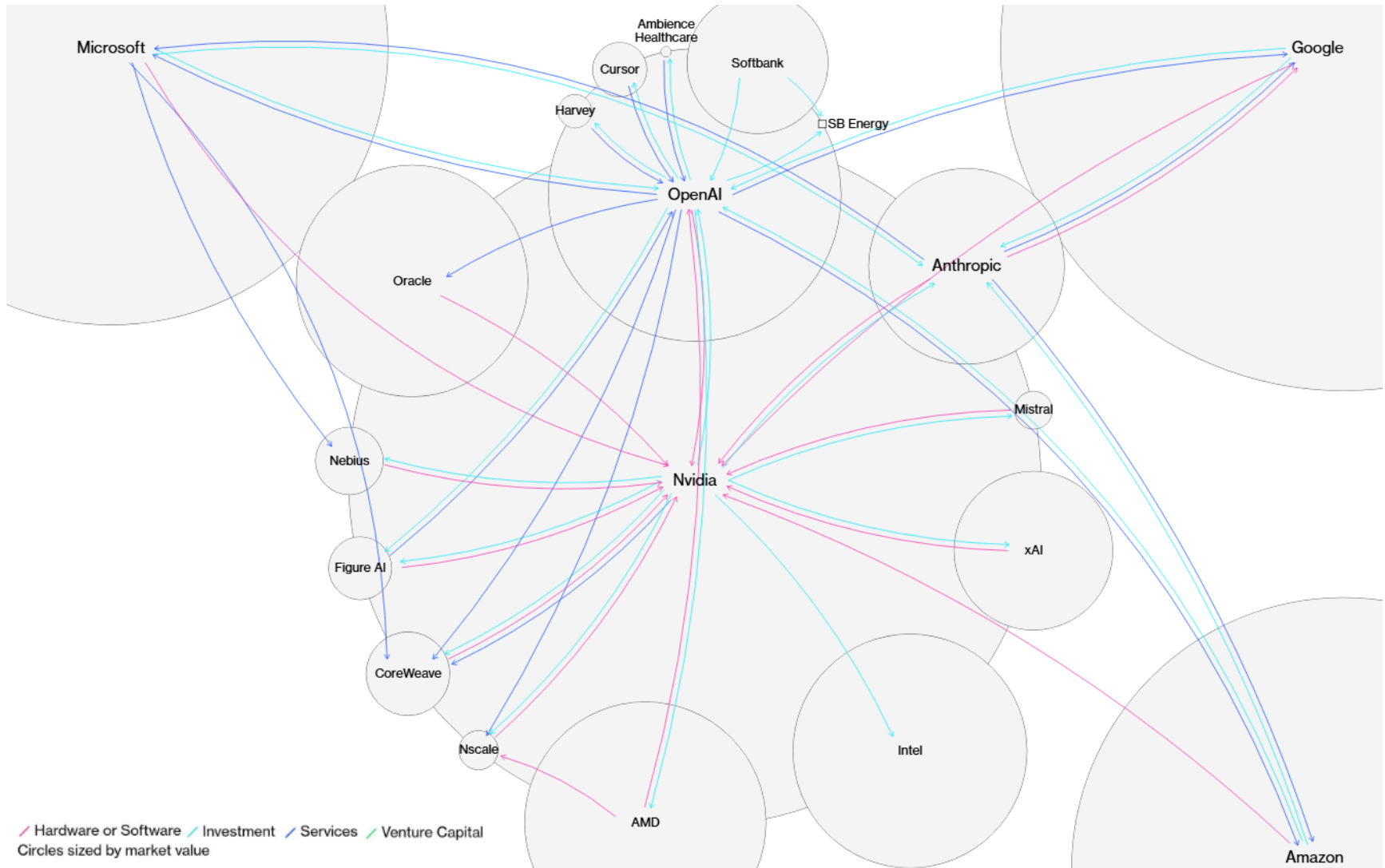


영업이익 대비 시비용 비중

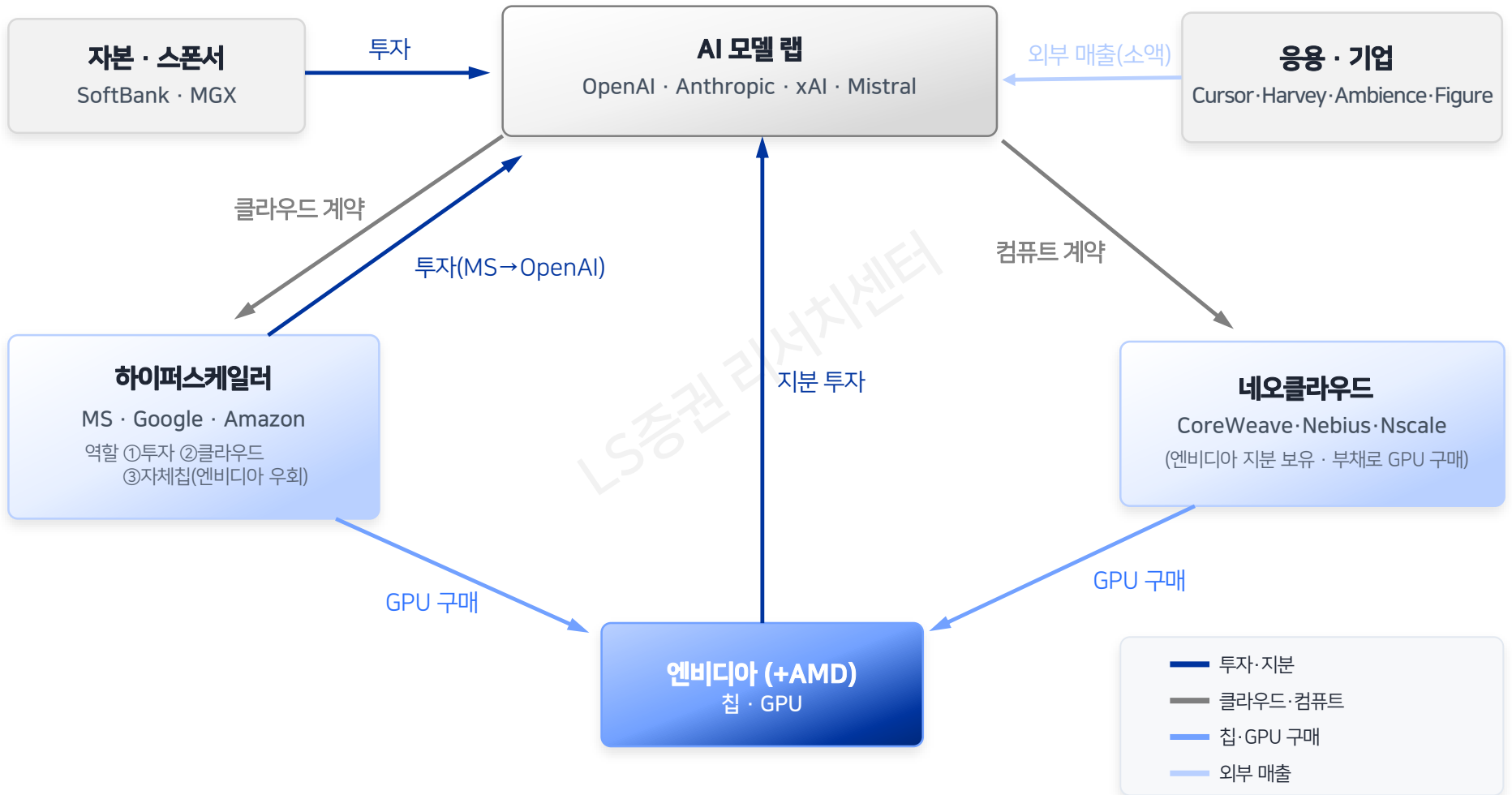


자료: 가트너, BEA, Bloomberg, LS증권 리서치센터

너무나도 유명한 AI와 관련된 그 그림

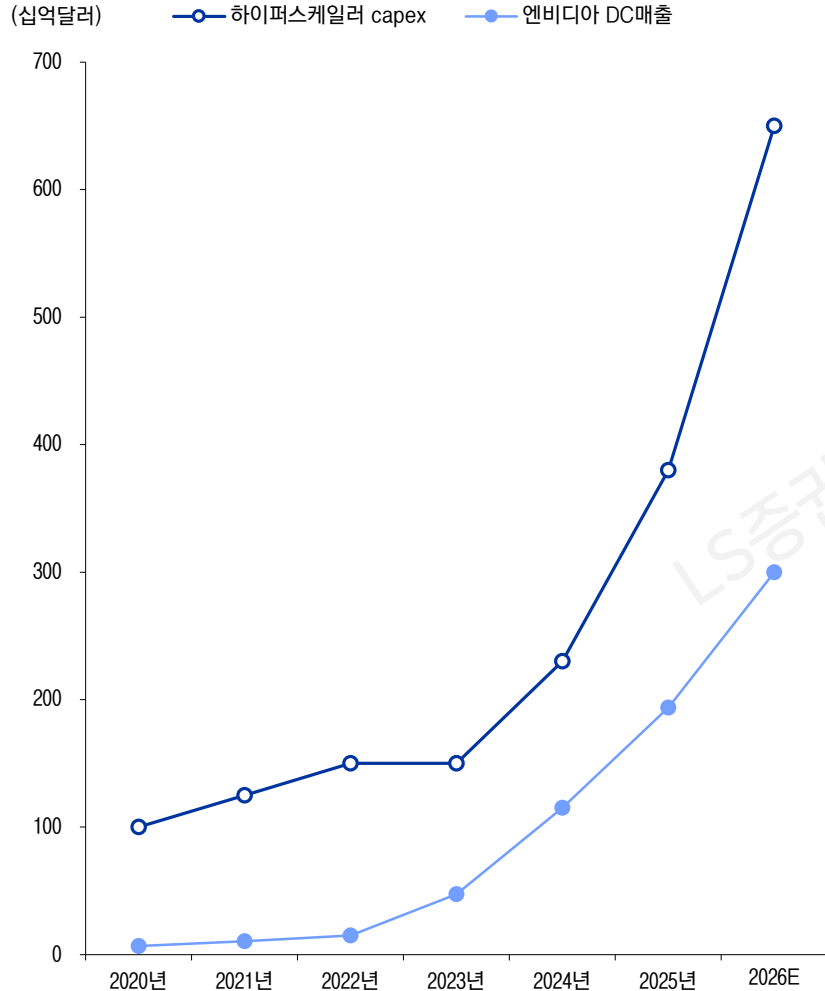


AI관련 투자 구조 단순화

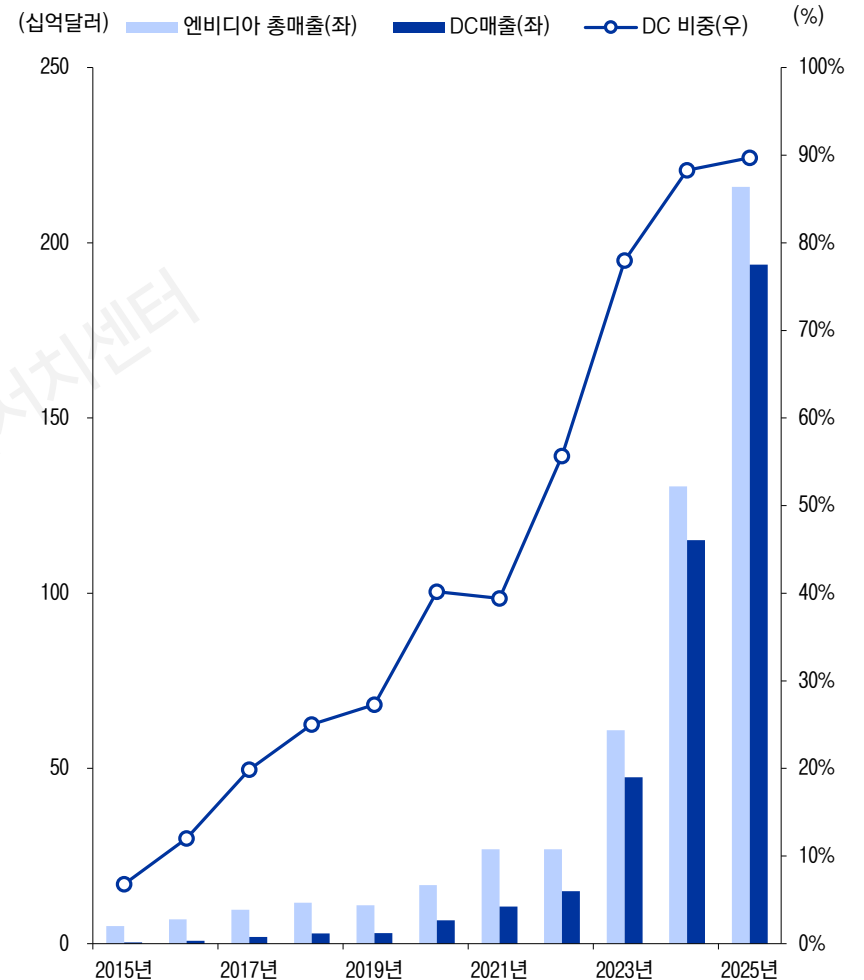


하이퍼스케일러 성공에 묶여있는 엔비디아 매출

하이퍼스케일러 Capex 투자와 엔비디아 매출



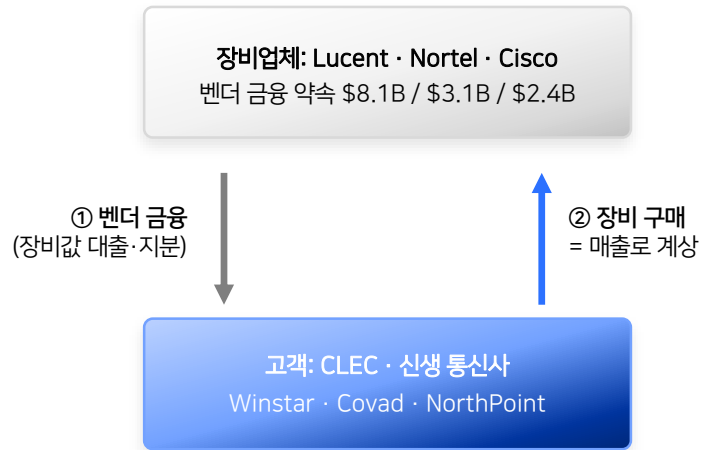
엔비디아 총매출 중 DC매출 비중



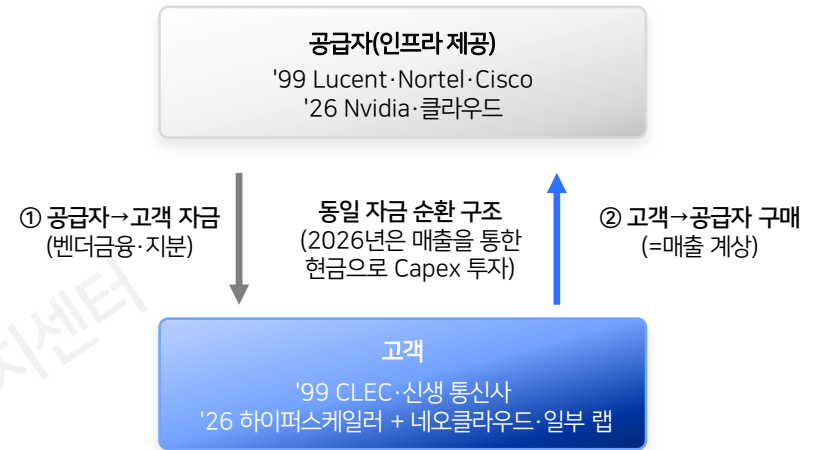
자료: Goldman·JPM·CreditSights·Visual Capitalist 추정 종합 · 2026E는 가이드스 기반 · 4사 합산, LS증권 리서치센터

닷컴 벤더의 재림? 아직 기회는 있다

1999년 닷컴 벤더 파이낸싱의 붕괴 구조



1999년과 2026년의 유사점과 차이점

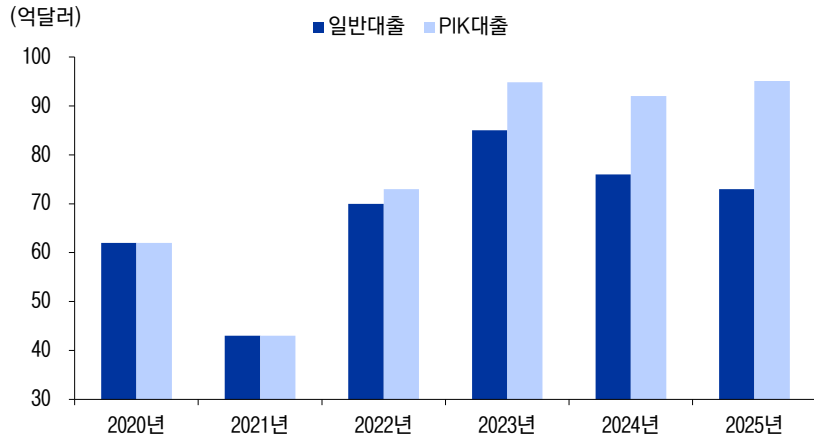


항목	1999 닷컴/통신	2026 AI
자금원	부채·레버리지 중심	현금흐름으로 시작 부채·레버리지 비중 확대 중
수요 실체	광케이블 거의 미사용	데이터센터 공실률 ~1%
고객 체력	전부 약함 — 적자 CLEC(도산)	양극화: [강] 하이퍼 4사 양호한 현금흐름과 회사채 자체조달 [약] 네오·랩 적자·부채
순환성	벤처금융 (거의 전부)	부분 순환(Nvidia↔랩↔네오) + 대부분 현금·부채

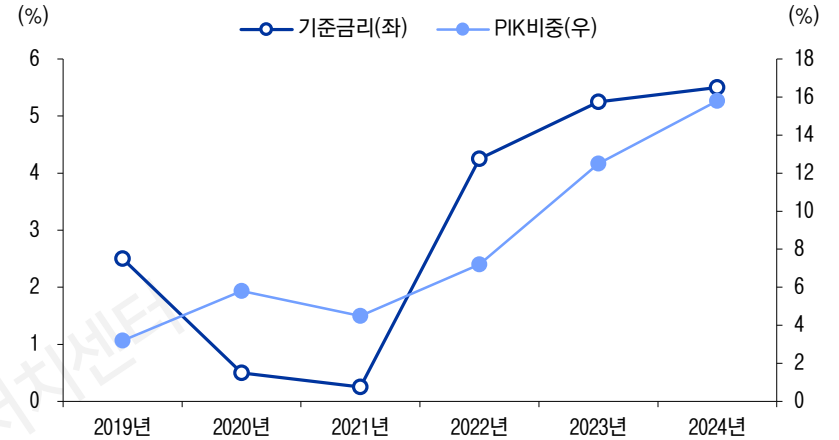
자료: TheStreet, Fitch, Tomasz Tunguz, CNN, LS증권 리서치센터

사모대출과 PIK대출로 쌓아가는 위험

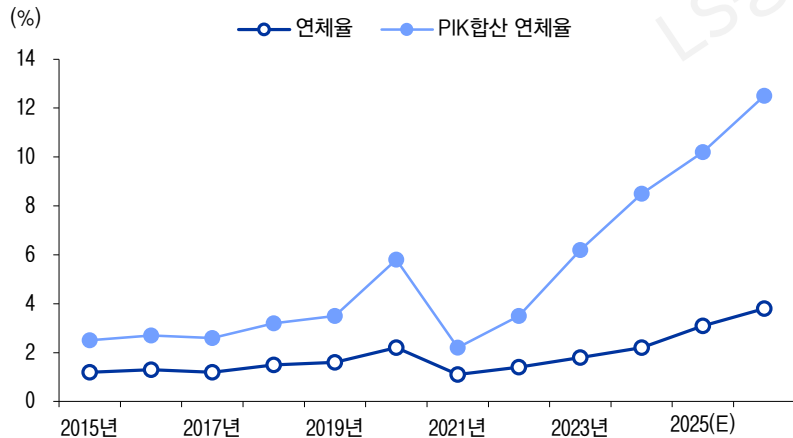
일반대출과 PIK대출의 이자 지급 규모 변화



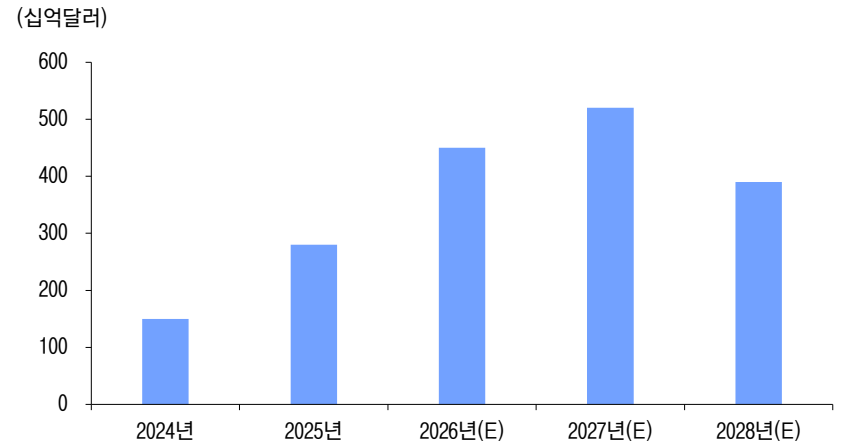
미국 기준금리와 PIK비중 변화



기업 연체율과 PIK합산 연체율 추정치



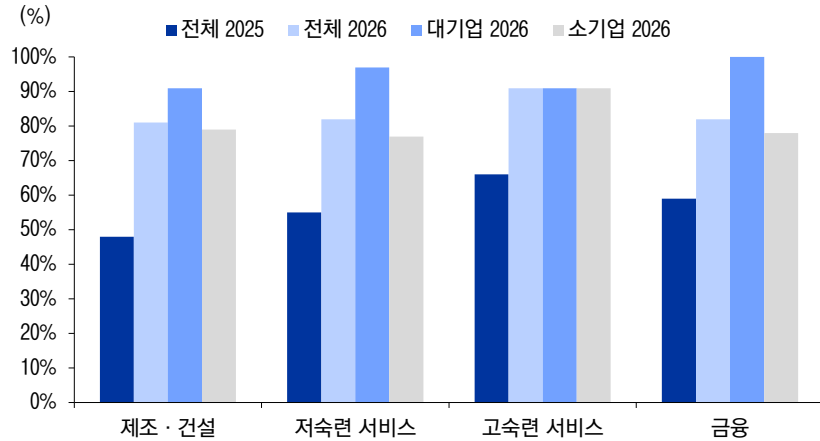
미국 연도별 사모대출 만기도래 규모



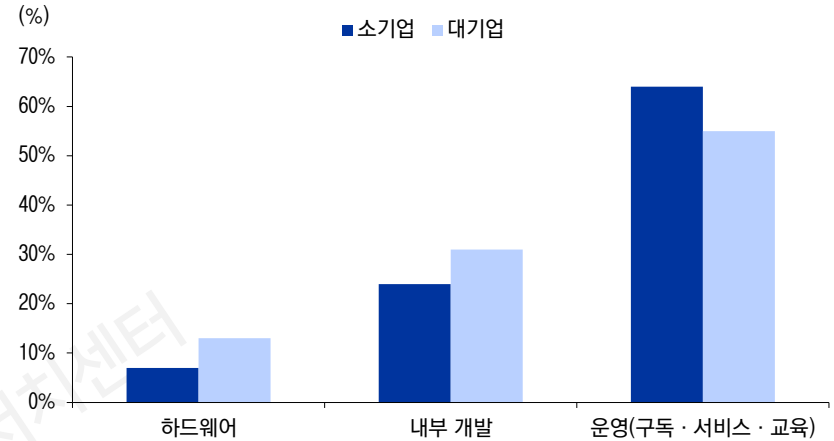
주: PIK과 일반대출 이자 비교는 2020년 1000억달러 대출 가정. 5년간 PIK대출로 전환 시 이자지급 금액. 이자율은 연평균 하이일드 금리 적용
 자료: Preqin, Bloomberg, S&P, 언론보도, LS증권 리서치센터

기업의 AI 투자와 지출 구성. 체감 효과와 실제 효과의 괴리

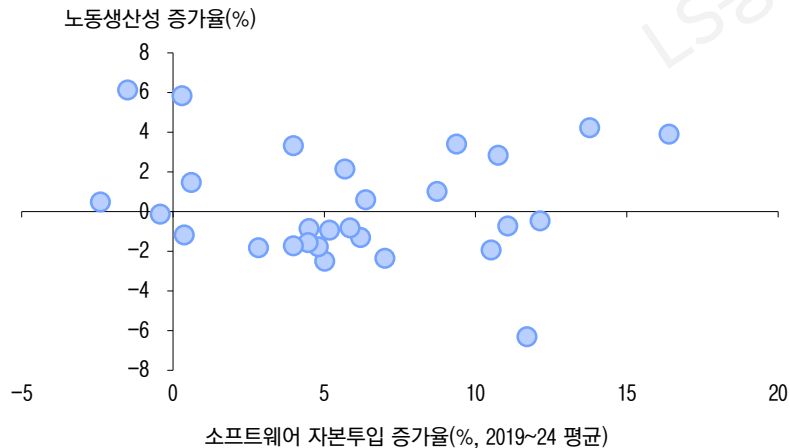
기업 AI투자율



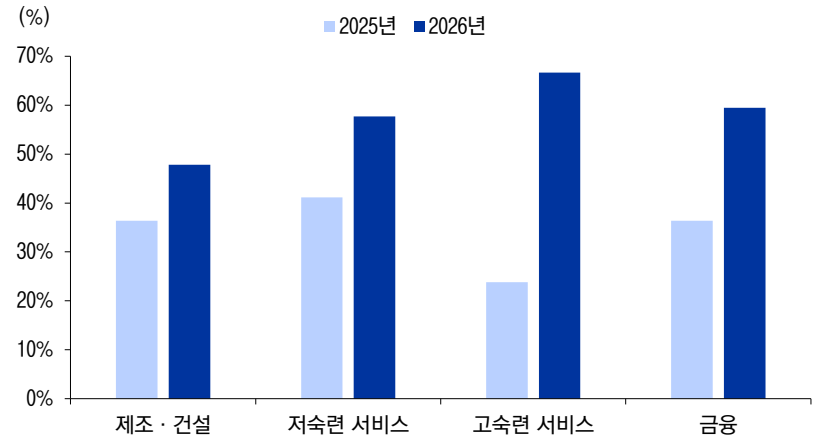
AI지출 구성



산업별 SW 자본투입과 노동생산성 증가율



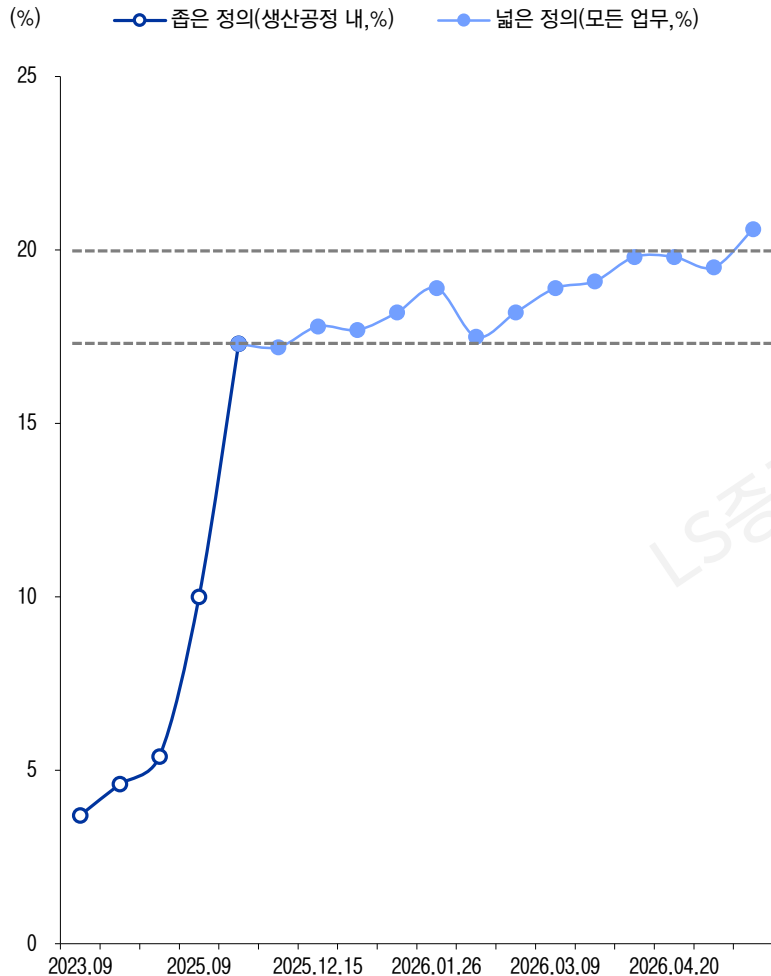
AI투자에 대한 실제/체감 효과



주: 실제는 매출과 수익 기반, 체감은 효과에 대한 설문 기반
 자료: Atlanta FED, CEIC, FRED, LS증권 리서치센터

기업의 AI 투자 도입 늘어나지만 아직은 낮다

기업의 AI투자 사용률



자료: BTOS, LS증권 리서치센터

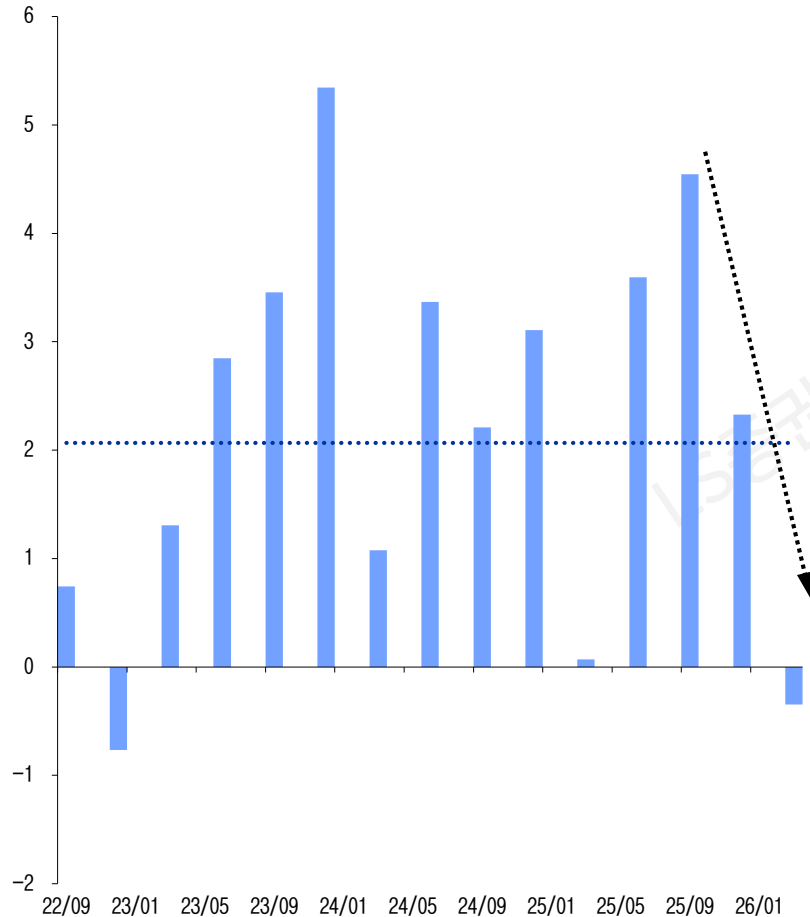
업무 기능별 AI사용률



미국 노동생산성 하락. 일시적인 생산성 상승 or AI효과

미국 TFP 노동생산성 증가율

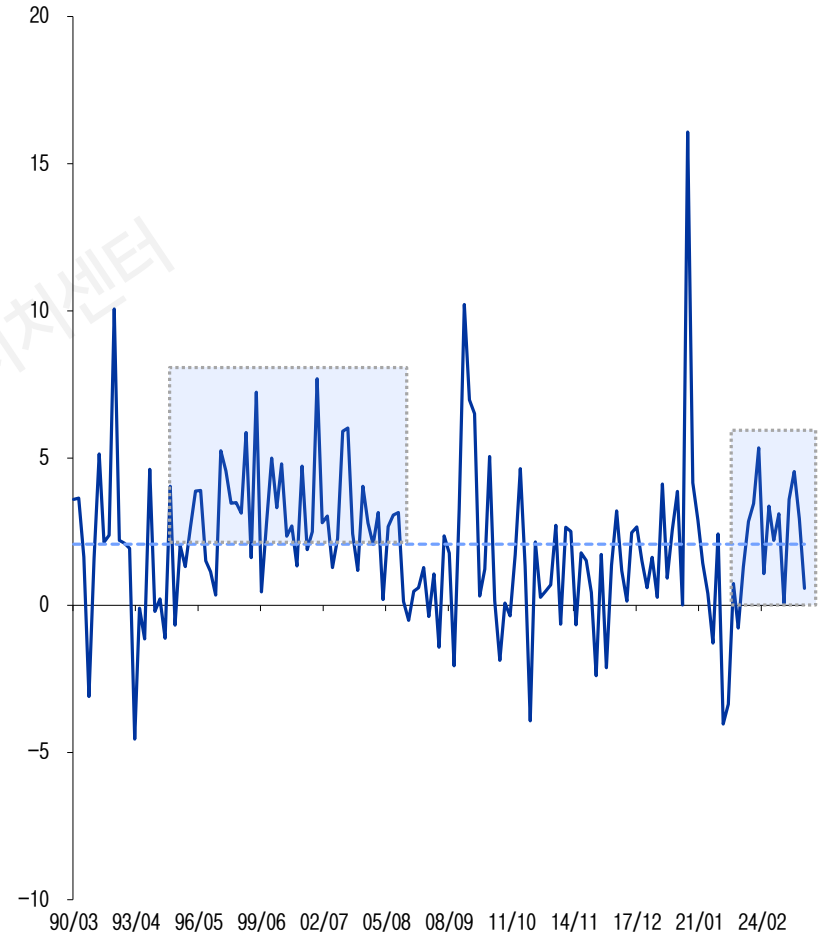
(% SAAR)



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

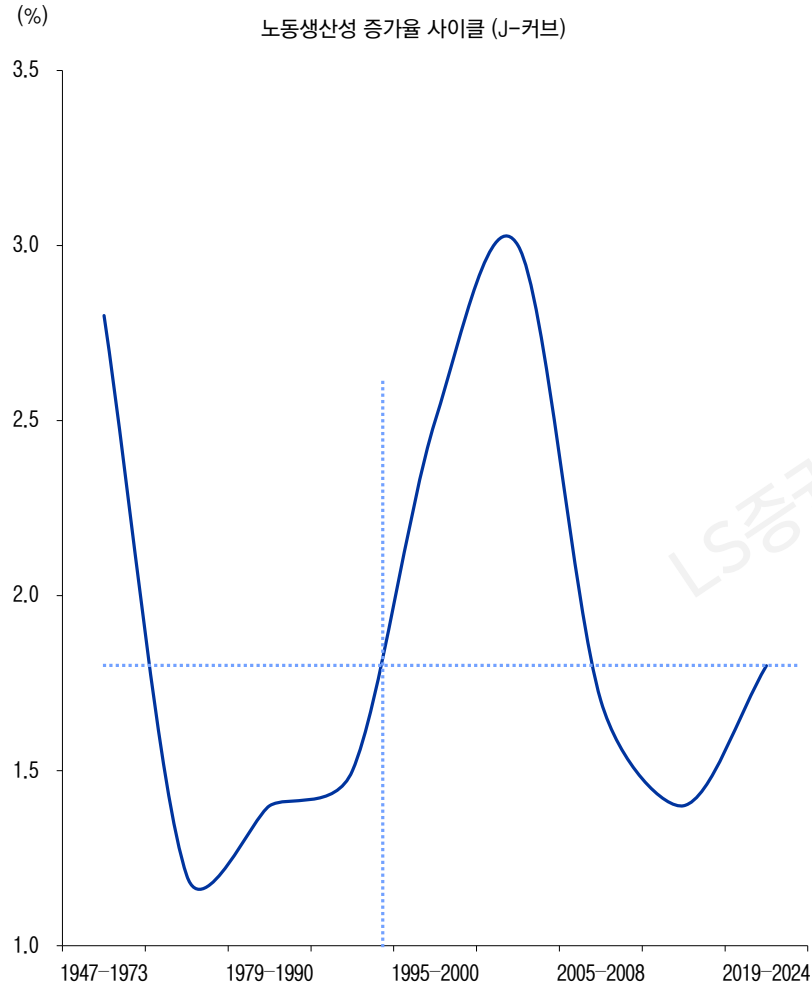
미국 TFP 노동생산성 장기시계열

(% SAAR)



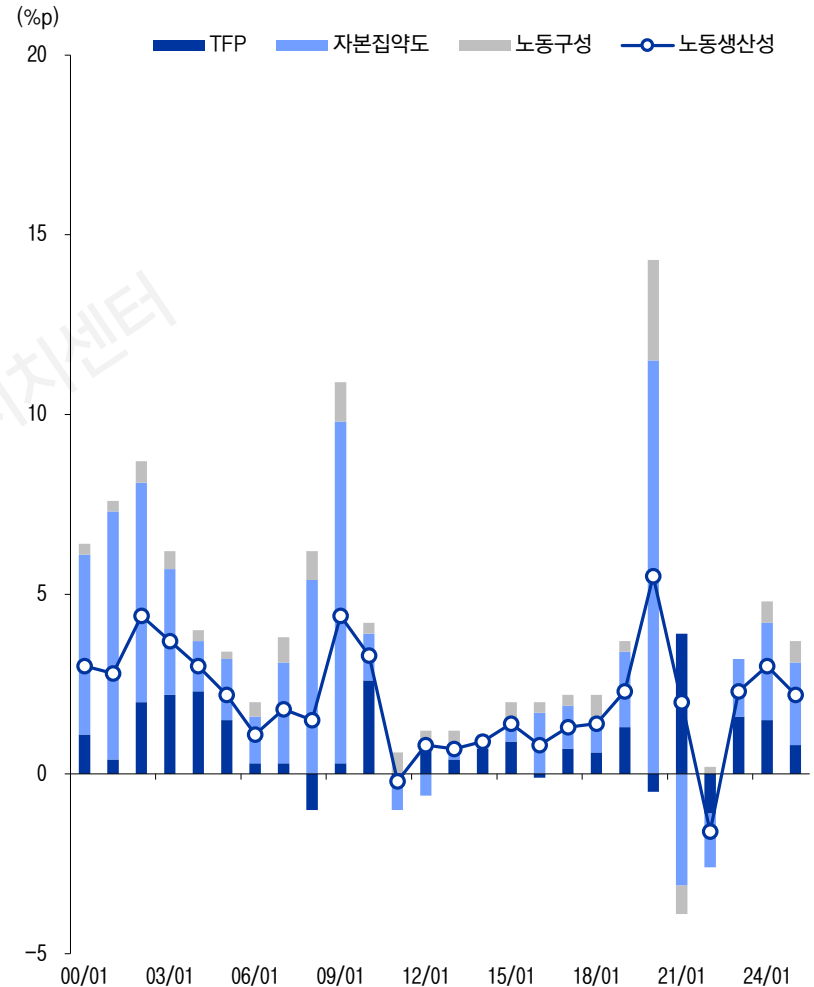
미국 노동생산성의 J-커브?

노동생산성 연평균 증가율



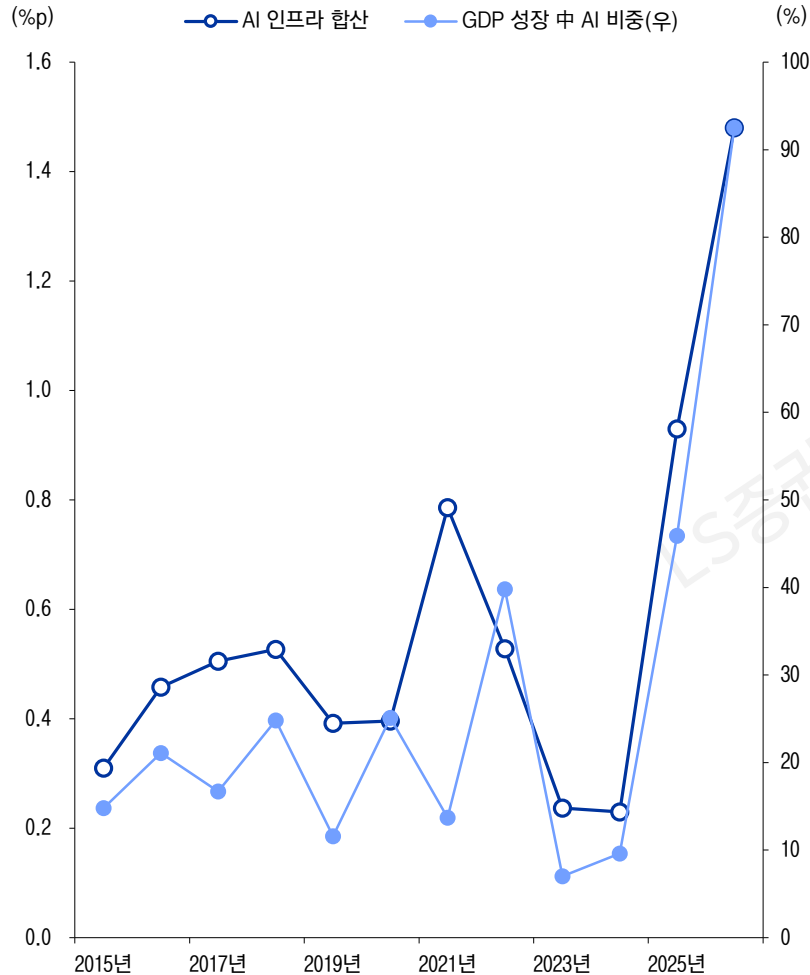
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

미국 노동생산성 분해

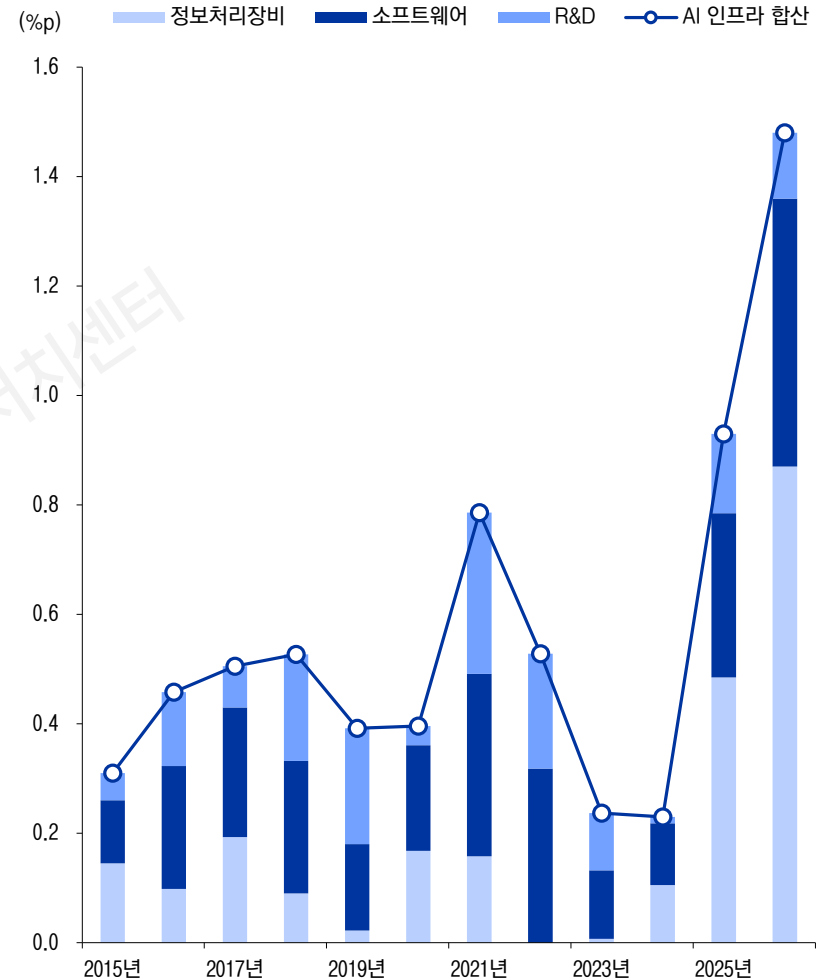


AI투자의 성장 기여도와 항목별 기여도

AI투자 성장 기여도와 GDP 성장 비중



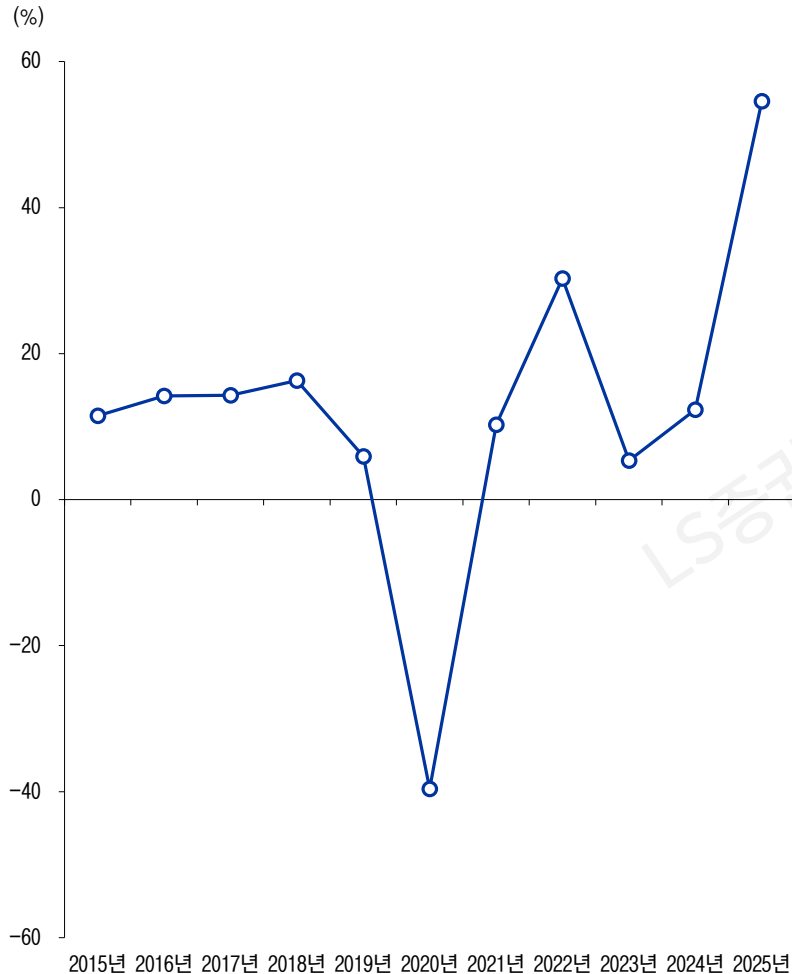
AI 항목별 성장 기여도



자료: FRED, LS증권 리서치센터

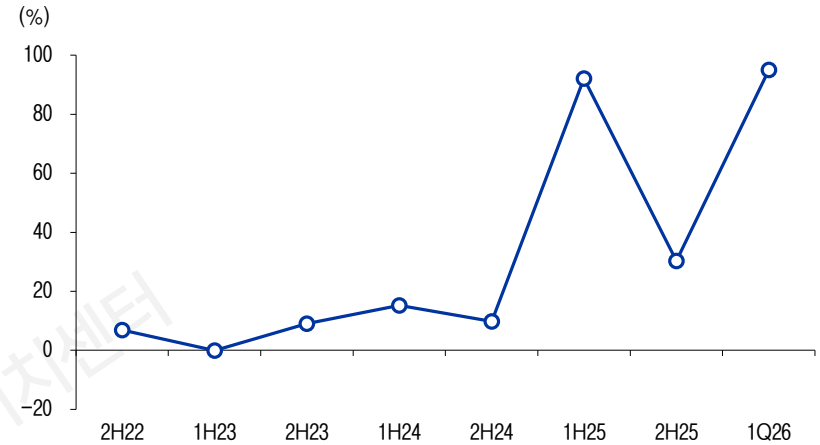
AI의 성장 설명력 지속적으로 상승. AI에 기대는 성장 지속

연간기준 AI관련 투자의 성장 설명력

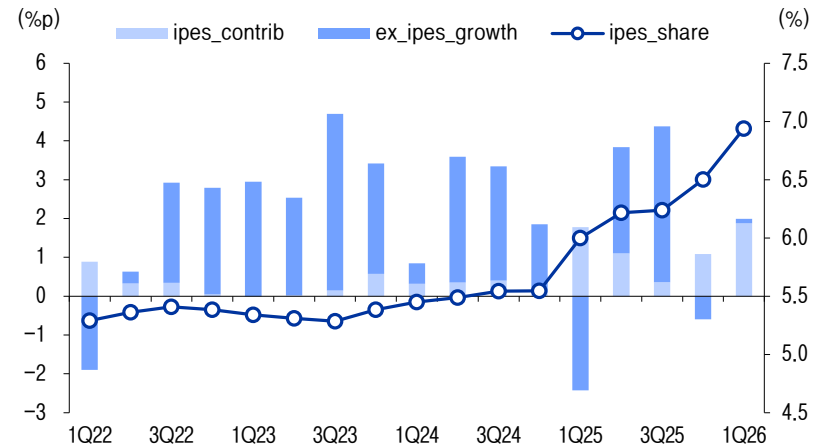


자료: CEIC, LS증권 리서치센터

2025년 이후 AI투자의 성장 설명력 확대

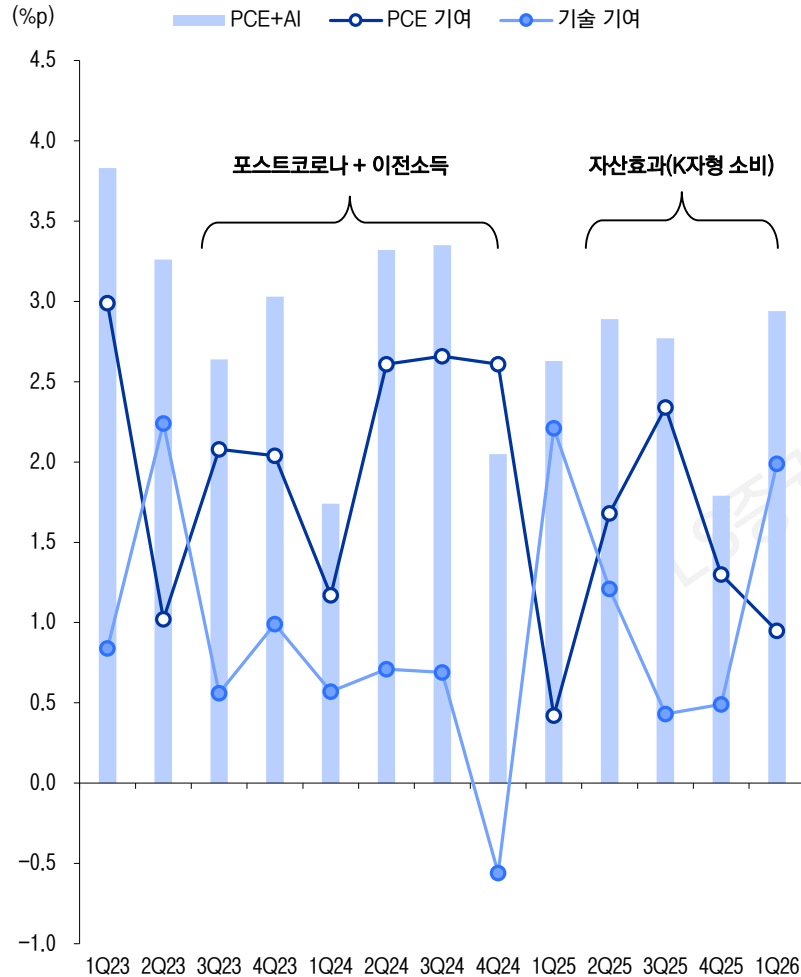


AI관련 투자의 성장 기여도



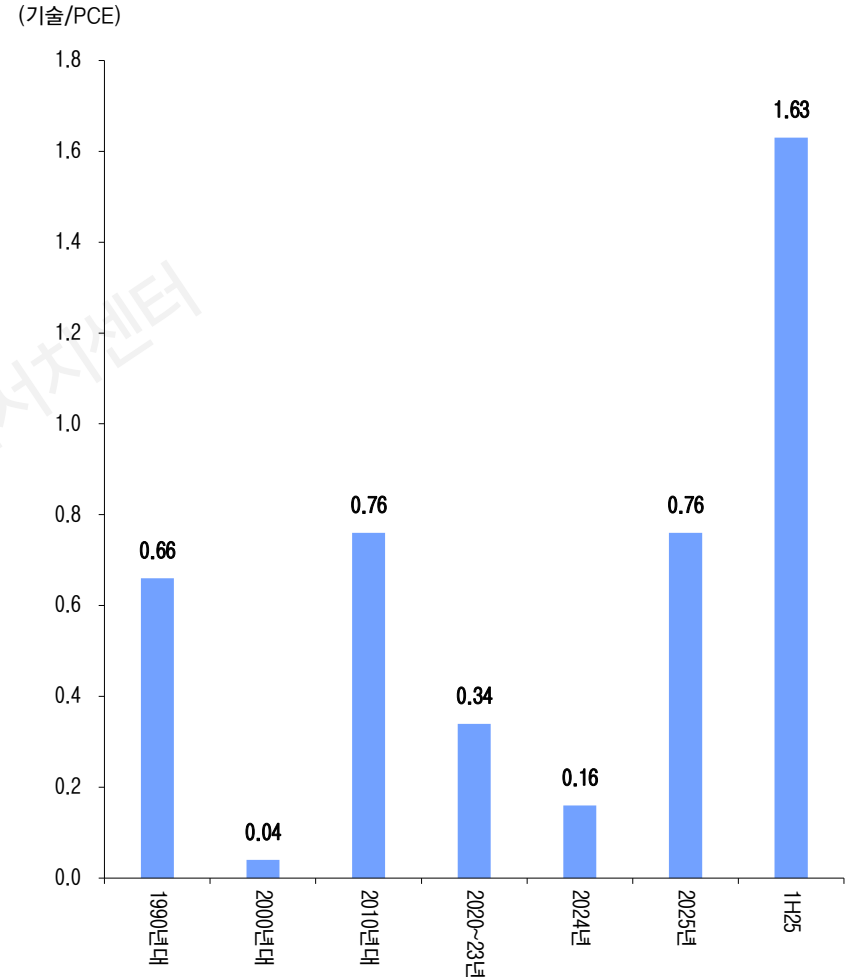
기술 투자 > PCE, 새로운 시대의 시작?

AI투자과 PCE의 성장 기여도



자료: BEA, LS증권 리서치센터

기술투자과 PCE의 성장기여도 비율

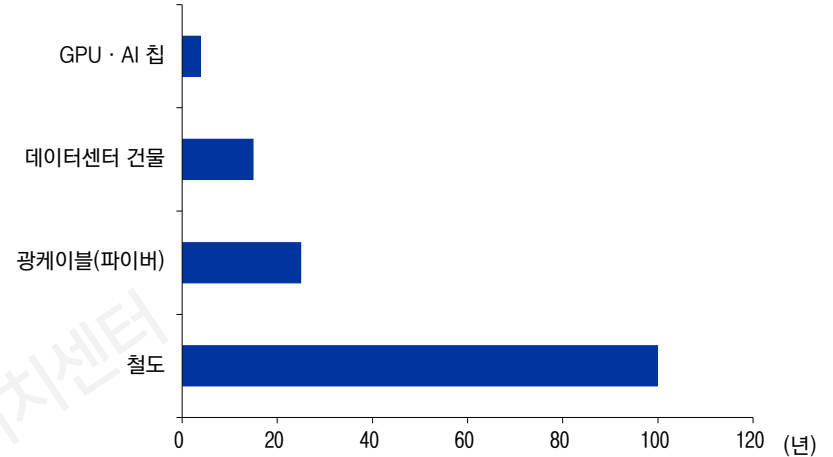


투자의 시기별 GDP대비 투자 비중

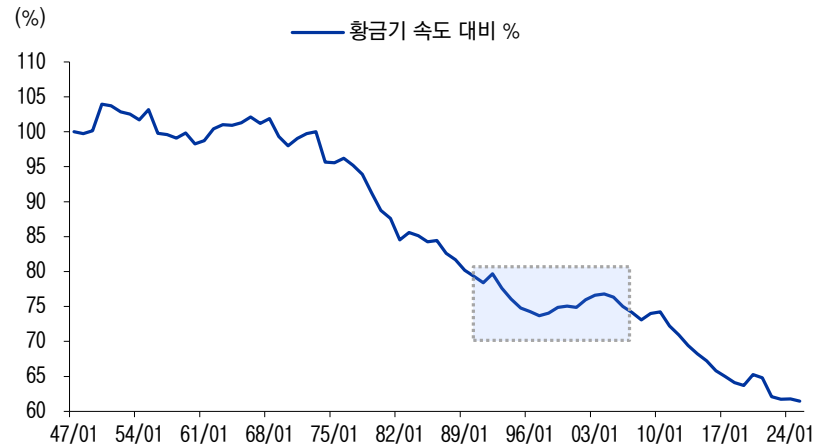
투자 품의 GDP대비 정점 비교



투자 자산별 경제적 수명



골든에이지 대비 노동생산성 상승 속도 차



주: 골든에이지(1947년~1973년) 노동생산성 평균 2.78%. 동일 성장을 가정했을 때와 실제 노동생산성 성장 사이의 괴리
 자료: FRED, LS증권 리서치센터

Part III

다시 시장 중심의 경제로

공공의 개입 최소화 논의

- 케빈 워시 체제에서의 변화 가능성
- 통화 승수 확대 의지는 분명. 다만 시장의 기대가 너무 빠르다
- 미란의 두 개의 보고서: 공공 개입을 멈춰라
- 지정학적 리스크와 경기 하락 압력

케빈 워시의 방향성에는 동의. 다만 상당한 시간이 필요

● 투자를 늦출 가능성은 낮다

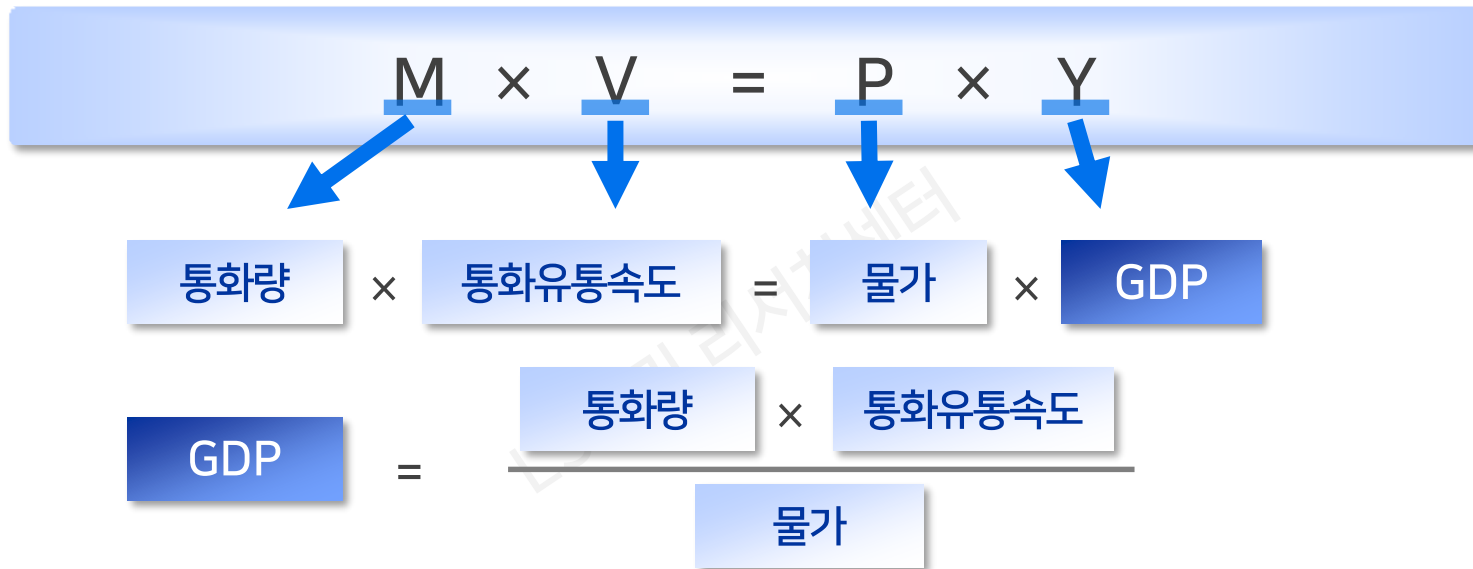
- 현 시점은 시장에 원활한 유동성 공급이 굉장히 중요하다. 단순히 경기 침체의 방어를 위한 것 보다는 시에 모든 것을 거는 국면에서 투자를 지속하고 연관 투자가 지속되는 흐름을 만들어내기 위해서는 단순히 현금 창출이 되는 대형 기업의 투자 이외에 자금 투자, 레버리지 등 다양한 기업 자금 조달 활동이 필요하다. 이러한 현상을 뒷받침하기 위해서 유동성은 단순히 정부의 유동성 공급 정책보다는 시장에서 원활한 자금 흐름을 만들어 줄 필요가 있다.
- 케빈 워시가 말하는 금융시장의 변화에 동의하는 이유는 여기에 있다. 지금까지 연준이 QE를 통해 유동성을 공급하고 금융시장의 안전이 확인되면서 경기가 안정적으로 흘러가는 그림에는 한계가 있다. 현 시점에 중요한 것은 '돈의 양이 얼마나 풀렸냐 보다는 시장에서 활용되고 있는 자금의 양이 어느 정도이냐' 이다. 이 질문을 이론적으로 설명할 수 있는 개념이 'MV=PY' 이다. 일부에서는 $MV/P=Y$ 이기 때문에 MV가 상승하더라도 물가의 상승이 경제 성장을 상쇄한다고 말한다. 하지만 현재 중요한 것은 시장에 MV가 늘어났느냐는 것이지 경제가 성장했느냐는 것이 아니다. 경기 성장을 원하고 행하는 정책의 성격이 아니기 때문이다. 케빈 워시는 특히 M의 증가로는 시장 유동성 확대를 만들기 어렵다는 입장으로 V의 상승을 중요한 요소로 판단한다.
- 정책적인 방향성은 1) 금융 정책을 이용해 RP시장에서 금리가 결정되게 만들고, 2) 장단기 금리차를 확대시켜 은행이 자금을 시장에서 풀 이유를 만들어 준 상태에서, 3) 규제 정책을 적절히 완화해 은행이 시장에 운용할 수 있는 자금의 총량을 늘리는 것이다.

● 미란 보고서를 바라보는 시선

- 2024년 말 발행된 미란 보고서 이외에 2026년 초 발행된 미란 보고서는 동일한 시선을 가지면서 각기 다른 정책 톨을 이용한 방법을 제시한다. 무역 가이드와 연준 가이드는 결국 지금까지의 왜곡된 경제 현상을 정상화하고 시장의 힘으로 미국 경제를 부흥시키는 방법에 대한 설명이다.
- 물론 미국을 기준으로 하기 때문에 우리에게 듣기 불편한 이야기일 수 있다. 무역 가이드는 외국의 공공기관 혹은 중앙은행이 달러화를 외환보유고로서 지나치게 보유하기 때문에 달러의 가치가 펀더멘탈보다 상승해 미국 무역에 왜곡이 발생한다고 판단한다. 연준 가이드에서는 연준 즉, 미국 중앙은행이 인위적으로 달러화를 늘렸기 때문에 미국 내 시장이 금리 결정력을 상실하고 건전한 금융환경을 저해한다고 판단한다. 결국 답은 공공기관에서 비롯된 왜곡을 시장경제로 돌려주는 것이며, 대외적으로는 협의를 통한 달러의 약세를 대내적으로는 QT 축소를 통한 시장 기능 강화를 추구한다.

케빈 워시 연준 의장의 프레임워크, 통화측면에서의 GDP

- 통화측면에서 경제를 접근하는 시도를 단순히 설명하자면 통화량의 증가는 물가상승이나 경제성장률의 상승, 두 가지 중 하나의 결과로 나타난다는 것이다. 경기가 침체되면 통화량을 늘리고, 물가가 상승하면 통화량을 줄이는 이유이다

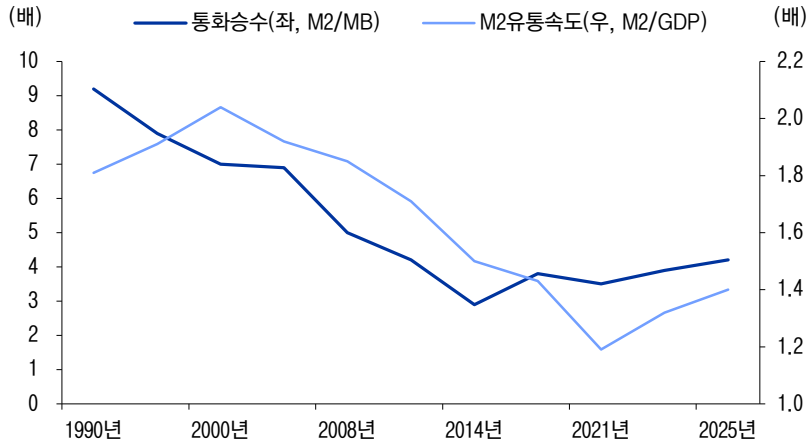


● 통화량 증가율 + 통화유통속도 변화율 = 물가상승률 + 경제성장률

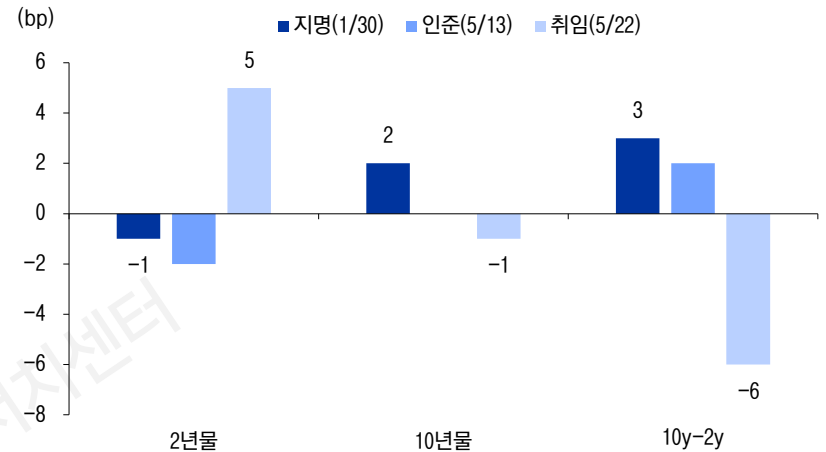
● 유동성 장세: 통화량의 급격한 증가로 기대인플레이션과 경제성장 기대 확대

워시 체제의 관찰 포인트: 규제완화와 QT

통화승수와 통화유통속도 변화



워시 지명 이후 금리 방향



A User's Guide to Reducing the Federal Reserve's Balance Sheet (2026.03): 총 규모 \$1.3조 (최대 \$1.75조 ~ 최소 \$0.8조)

범주	정책 옵션	주요 내용	추정 효과 (Mid, \$ bln)
규제 및 감독 개선	LCR 내 할인창구(DW) 인정	LCR 산정 시 할인창구 차입 능력을 고유동성자산(HQLA)으로 인정	250
	감독상 국채-지준 동등 대우	내부 유동성 스트레스 테스트 시 국채와 지준을 동일하게 취급하도록 명시	38
	SLR 규제 완화 (Option 5)	딜러의 중개 기능을 위한 SLR 완화(SLR Relief for Dealer Intermediation)	-
보유 인센티브 조절	EFFR > IORB 유도	실효연방기금금리(EFFR)가 지준부리울(IORB)보다 높게 형성되도록 유도하여 지준 보유의 기회비용 증대	350
	지준 계층화 (Tiering)	초과 지준에 대해 낮은 금리를 적용하는 계층화 구조 도입	-
안전판 및 효율화	SRF 낙인효과 제거	상설레포(SRF)를 일상적 도구로 정착시켜 은행의 예비적 지준 수요(Precautionary Demand) 감축	-
	TGA 관리 재편	재무부 일반계정(TGA) 변동성을 국채 발행 등으로 상쇄하여 지준에 미치는 영향 최소화	300

자료: LSEG, Fed, LS증권 리서치센터

케빈 워시 인사청문회

통화정책 변화 방향

- ▷ 국채 시장의 안정성을 위해 국채를 SLR 계산에서 제외하는 것은 물론, 전반적인 규제 프레임워크가 자본의 생산적 배분을 방해하는지 전면 재검토
- ▷ 연준이 보유한 장기 국채 비중을 줄여 민간 섹터가 흡수
- ▷ 필요시 기준금리 인하, 혹은 초과 기준금에 대한 이자율 하향을 통해서 단기금리와 장기금리의 차이를 확대
- ▷ 결과적으로는 기간 프리미엄 정상화와 함께 시장에 대한 연준 영향력 약화. 은행의 기업 대출 활성화 기대

통화정책 프레임 워크 변경 시사

- ▷ **대차대조표**: 중앙은행 보유 막대한 규모 국채가 금융시장에 지나치게 큰 영향력을 행사. 재무부와 협력해 완만한 속도로 신중하게 대차대조표 축소할 것
- ▷ **커뮤니케이션**: 과거와 현재를 막론하고 너무 많은 연준 인사들이 선제적인 의견 제시. 도움이 되지 않는다고 생각
- ▷ **新 인플레이션 프레임워크**: 4~5년 전 치명적인 정책 오류는 여전히 해결해야할 과제로 남아 있음. 정책 운용 방식의 변화를 시사. 새롭고 차별화된 관리 체계 필요



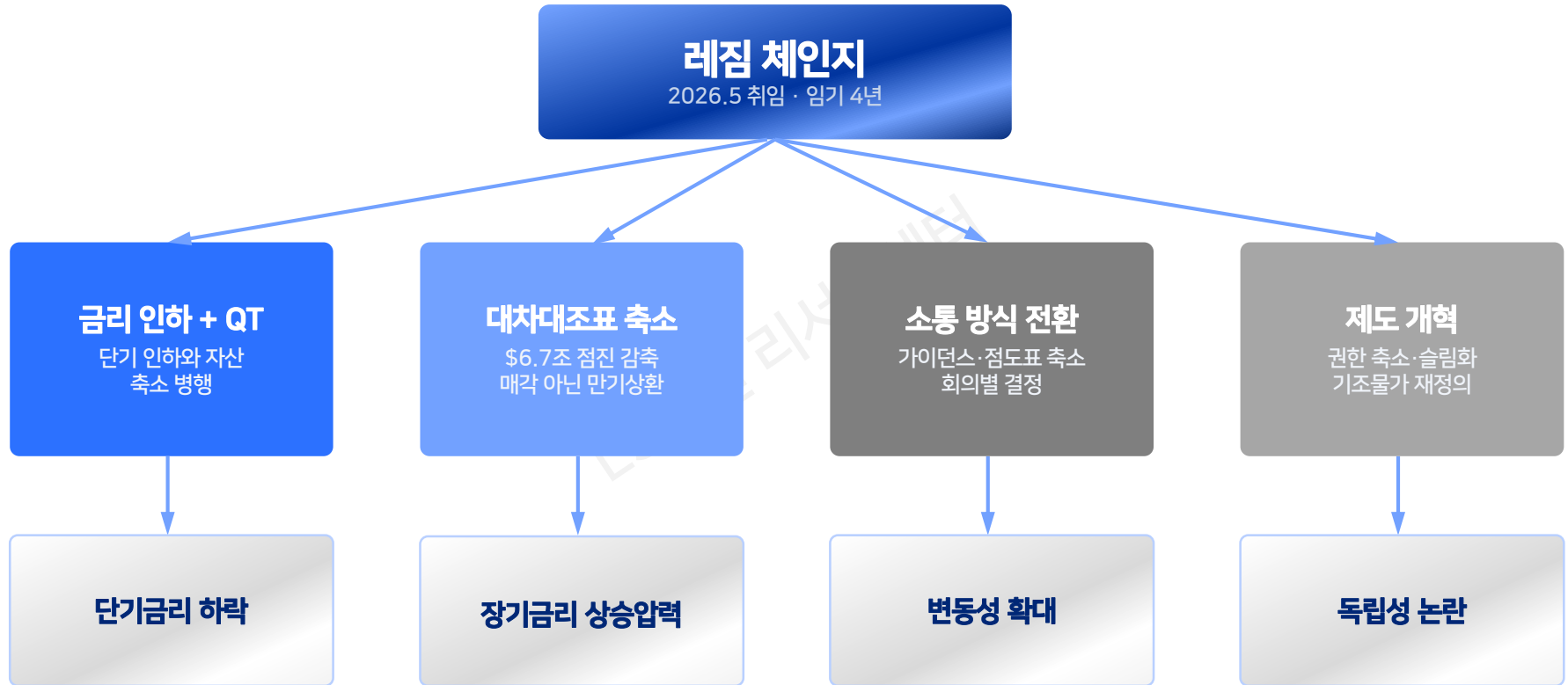
경제 평가 및 물가 목표 관련

- ▷ 경제의 잠재력 빠르게 증가하고 있다 생각. 경제의 공급측이 극적으로 변화하고 있음
- ▷ 최근 고물가 사태는 지난 40~50년 간 가장 큰 정책 실수
- ▷ '20년 인플레이션 목표를 재설정 한 것이 물가 급등의 토대
- ▷ 관세 정책이 인플레이션 부추겼다고 생각하지 않음
- ▷ 인플레이션 판단 데이터는 상당히 불완전한 데이터. 연준 과제 중 하나는 새로운 이해와 데이터 소스 활용해 실제 인플레이션 파악하는 것. 절삭치(trimmed mean) 선호

AI(인공지능) 및 암호 화폐에 대한 우호적 입장

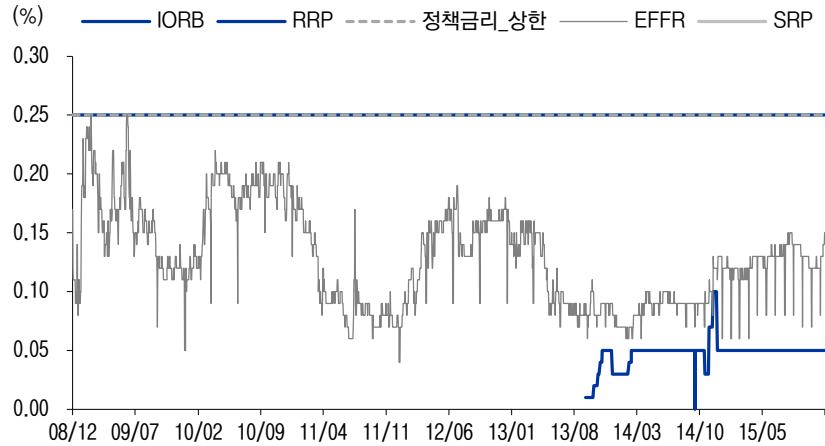
- ▷ AI를 활용해 美 경제와 노동자들이 혜택을 볼 수 있는 최고의 위치에 있음
- ▷ 연준은 AI가 경제에 미치는 영향과 관련해 더욱 양질의 데이터 확보 필요. 생산성 제고로 연결될 수 있는 잠재력에 더욱 집중해야 함
- ▷ AI 발전 생산성 증대 효과는 시기·규모에 대한 불확실성 인정. → AI 관련 금리 인하 논리에 대해 기존 주장에서 다소 후퇴
- ▷ 암호 화폐는 이미 美 금융서비스 산업의 일부

케빈 워시의 시대: 변화의 가능성

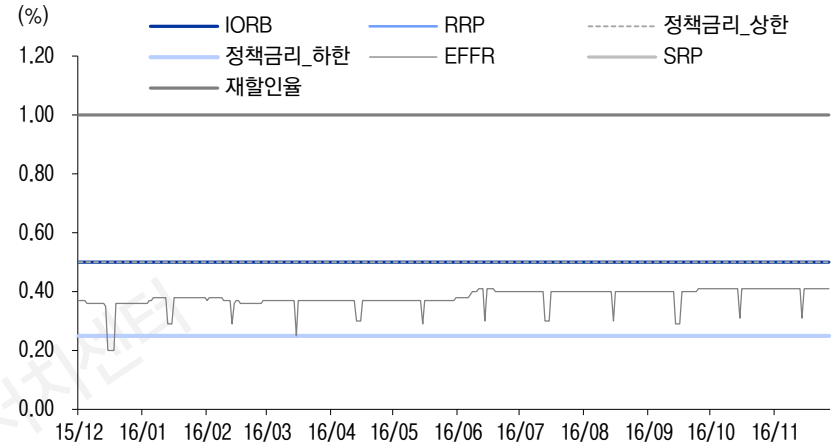


글로벌 금융위기 이후 미국 금융정책 시스템 변화

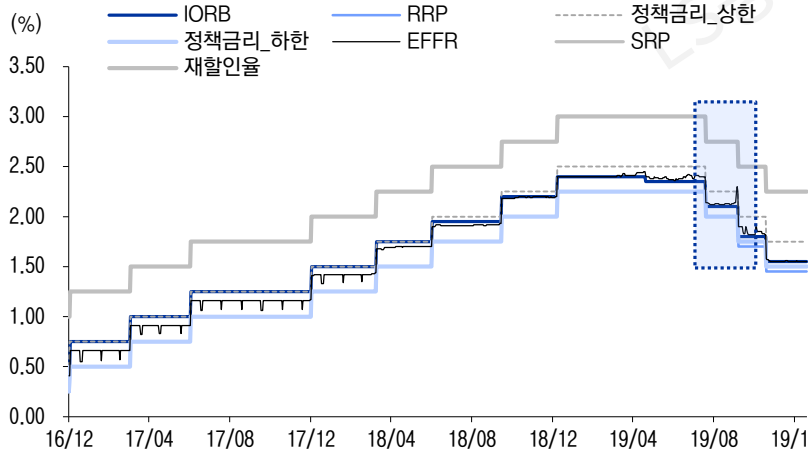
글로벌 금융위기와 QE정책 시행



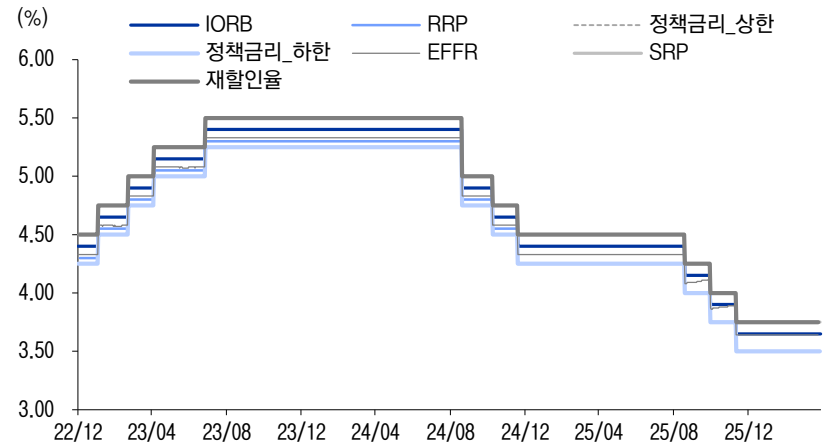
QE지속 시점에서의 기준금리 변화



QT시행과 단기 금융시장에서의 문제 발생



SRP 도입 이후 금리 체제 안정



케빈 워시 체제에서의 금리 라인 변경 가능성

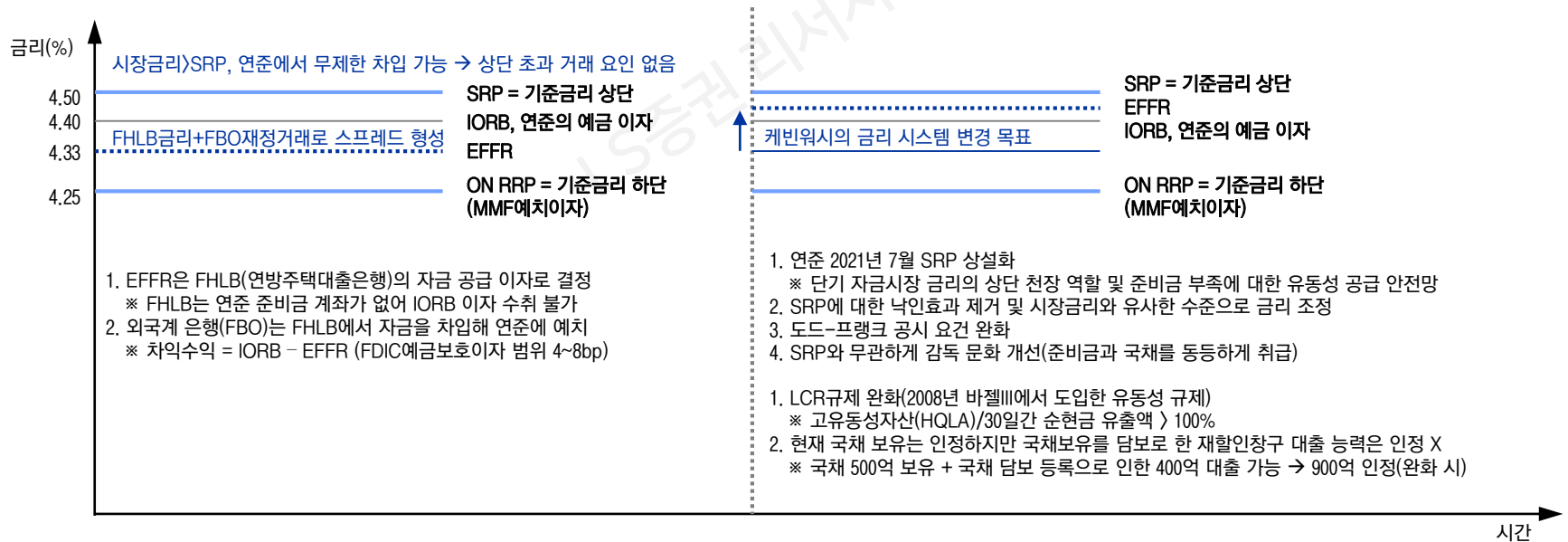
● 연준이 결정하는 시장금리

- 현재 미국의 금리 체제는 RRP와 Standing Repo를 통해서 하한선과 상한선을 설정
- 1) 연준 내부의 높은 기준금리가 금리 형성을 왜곡, 2) FHLB의 낮은 자금 공급 + FBO의 차익거래로 EFFR이 IORB를 소폭 하회하는 수준으로 지속

● 시장금리의 결정을 시장의 손으로

- 케빈 워시 정책의 목표는 단순히 QT를 시행한다거나, 기준금리를 인하한다는 의미로 해석하기는 무리
- 정책 목표는 명확하게 연준에 의해 비정상적으로 운영되는 시장 체제를 민간 기업의 손으로 돌려준다는 것
- 이를 위한 정책 수립이 우선시되면서 분석에 있어서도 목표를 위한 정책 변화 과정을 파악할 필요성 존재

현재 금리 밴드와 케빈 워시의 정책 목표 변경



규제개혁 - 커브 스티프닝 - 금리 인하의 장기적 변화 과정

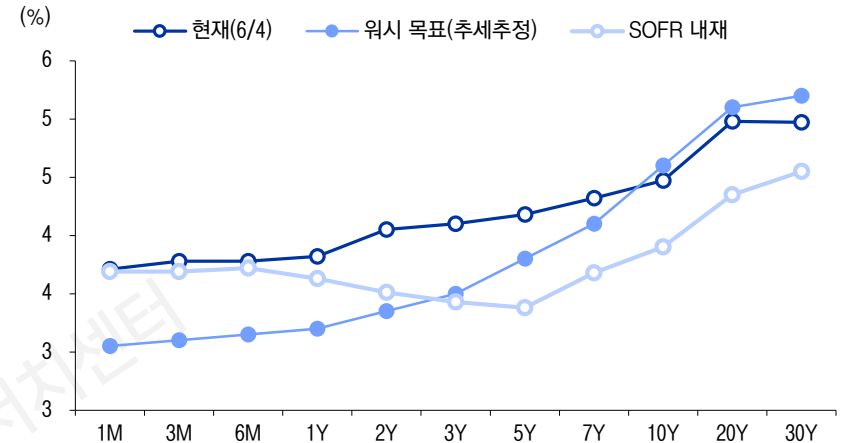
● 규제 완화에 주목하는 이유

- 금리 변화에 있어서 가장 중요한 스텝은 민간은행이 채권 매수 혹은 자금 투자를 할 수 있는 여유를 만들어 주는 것
- 준비금 수요 감소가 가장 중요한 변화인데 이를 위해서는 은행이 보유한 국채를 어떤 식으로 취급하는지가 중요한 변수로 작용

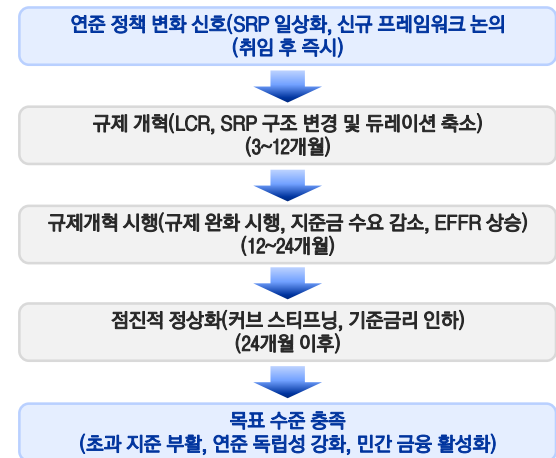
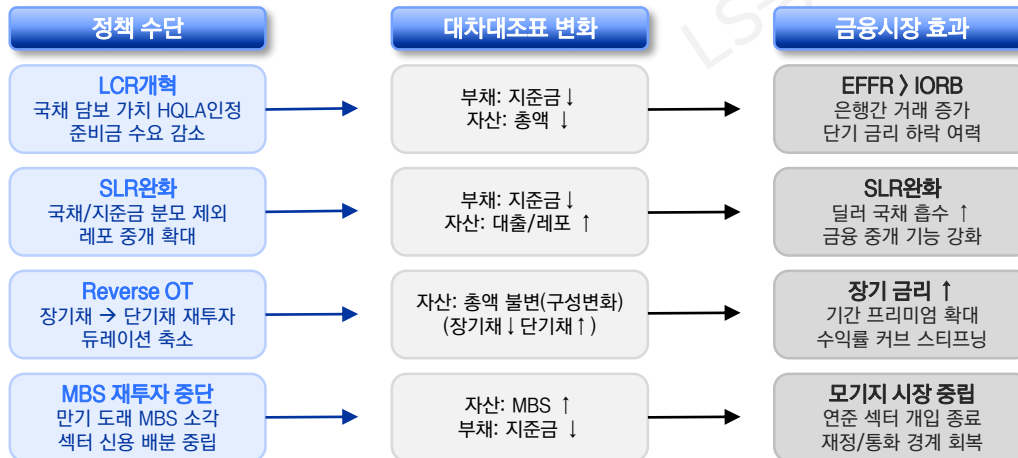
● 중개 기능 회복 이후 점진적 변화 전망

- 시장이 민간을 중심으로 변화한다면 연준은 보유 채권의 만기 변화를 통한 자연스러운 일드커브 변화를 추구. 이는 여유가 늘어난 은행이 민간에서 자금을 더 많이 회전시키는 요인으로 작용
- AI로 인한 생산성 향상이 확인되는 순간 기준금리 인하는 물가 상승 압박에서 상당 부분 벗어날 가능성 존재

케빈 워시 체제의 장단기 목표 금리 레벨



시장 변화를 위한 정책 수단과 금융시장 효과

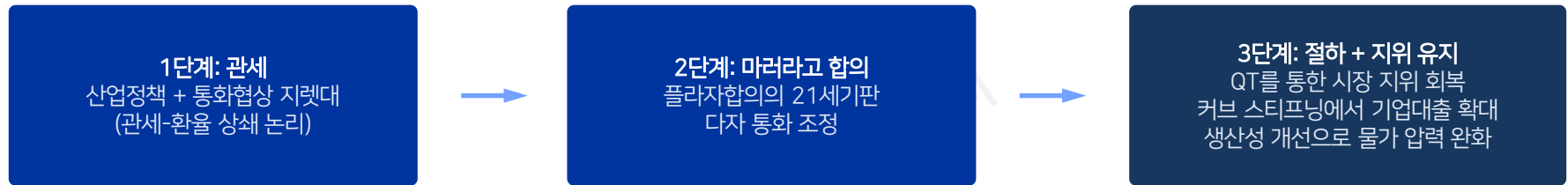


자료: FED, 언론보도, LS증권 리서치센터

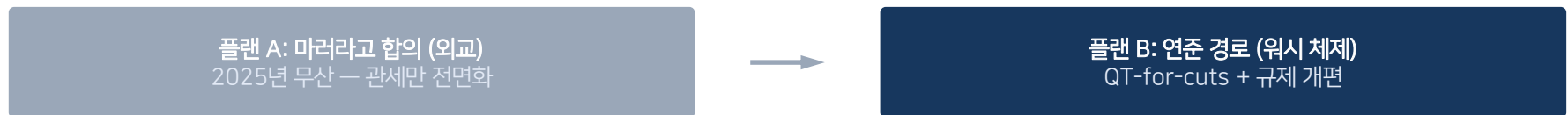
스티븐 미란의 두가지 보고서의 하나의 명제

● 공공부문의 대차대조표가 시장가격을 왜곡

- 2024년과 2026년의 보고서 모두 공공부문의 지나친 외부 개입이 시장을 왜곡하고 있는 것으로 판단
 - 1) 외부적으로 타국의 공공개입을 축소시켜 대외 메커니즘을 정상화 → 대외 무역 수요 확대
 - 2) 내부적으로는 자국의 공공개입을 축소시켜 시장 메커니즘을 정상화 → 내수 투자 수요 확대
- 미국이 패권국의 지위를 잃지 않는 범위 내에서 미국 경제를 정상화시키는 방안 연구



축	2024 무역 가이드	2026 연준 가이드
왜곡의 주체	외국 공적부문의 준비자산 수요	연준 자신의 \$6.7조 보유자산
왜곡되는 가격	환율 (달러 과대평가)	금리·신용 배분 (기간 프리미엄 압착)
처방	관세 + 통화합의로 절하	규제·운영 개편으로 B/S 축소
외국 청구권 처리	century bond 전환 · 방위비 연계	FIMA 확대 · 역레포폴 억제 · 외은 지준 축소
공통 단서	“경로는 좁다”	“천천히, 준비에 1년+”
귀결	달러 절하 + 지위 유지	단기금리↓ + 기간프리미엄↑ = 같은 귀결의 통화 버전



Appendix

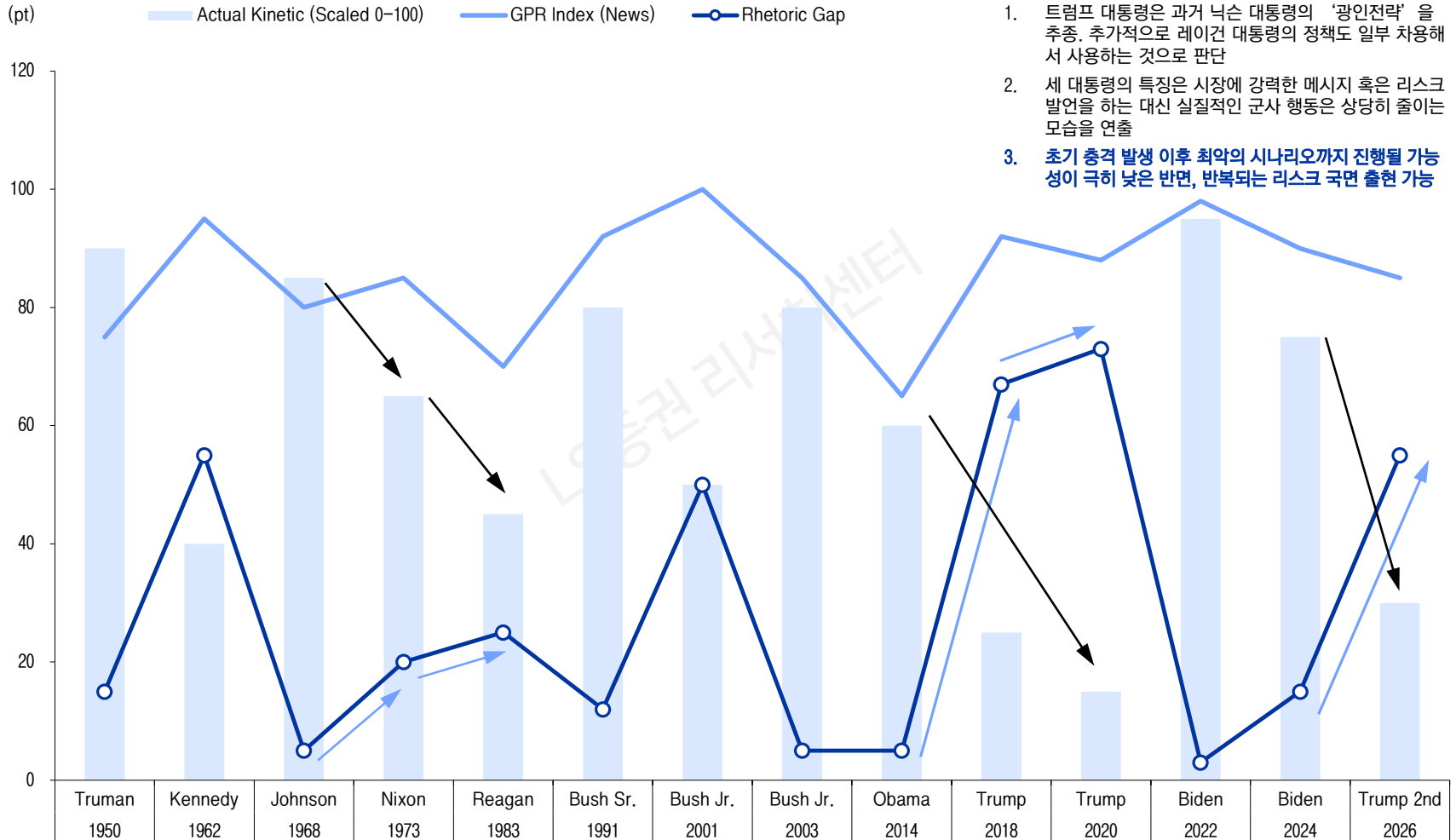
이란 사태와 고환율 영향

이란 사태와 고환율 영향

- 이란 사태의 지속을 버틸 체력이 소진되고 있다
- 고환율의 단기적 위기는 없지만 시간이 지날수록 부정적 영향 확대

예상보다 높지 않았던 실질적 리스크

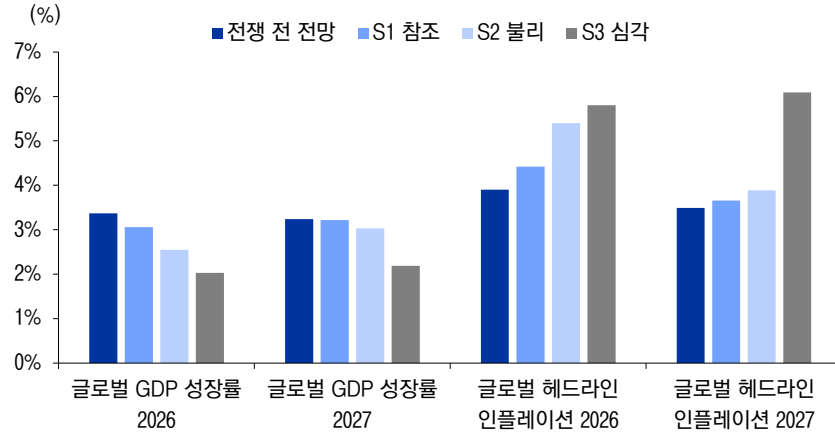
지정학적 리스크의 확산과 완화를 지속시키는 과정에서 오히려 시장에 미치는 영향력을 제어



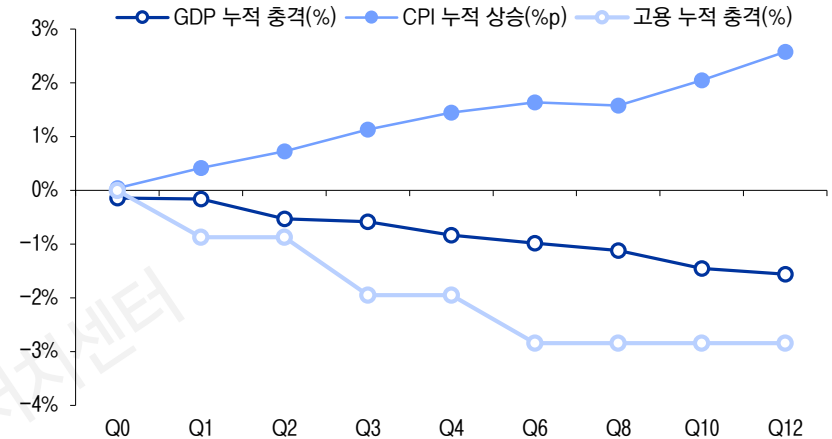
1. 트럼프 대통령은 과거 닉슨 대통령의 '광인전략' 을 추종. 추가적으로 레이건 대통령의 정책도 일부 차용해서 사용하는 것으로 판단
2. 세 대통령의 특징은 시장에 강력한 메시지 혹은 리스크 발언을 하는 대신 실질적인 군사 행동은 상당히 줄이는 모습을 연출
3. 초기 충격 발생 이후 최악의 시나리오까지 진행될 가능성이 극히 낮은 반면, 반복되는 리스크 국면 출현 가능

이란 사태 시나리오별 경기 영향

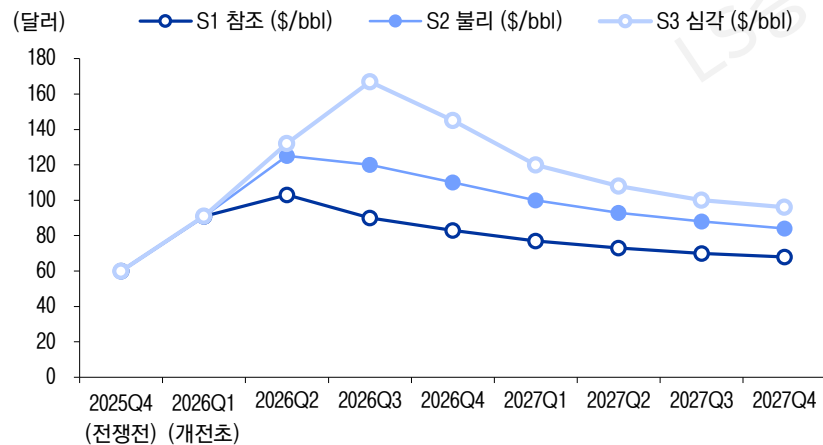
IMF 시나리오별 GDP성장률과 인플레이션 전망



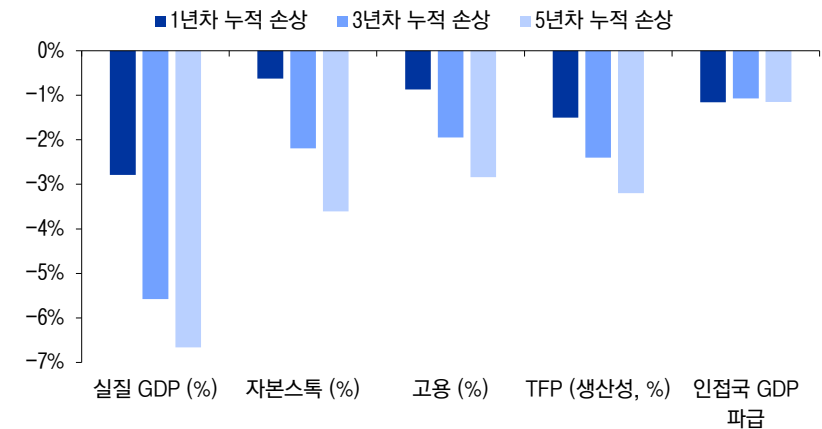
경기과 물가, 고용에 대한 사태 장기화 누적 충격 경로



시나리오별 유가 경로



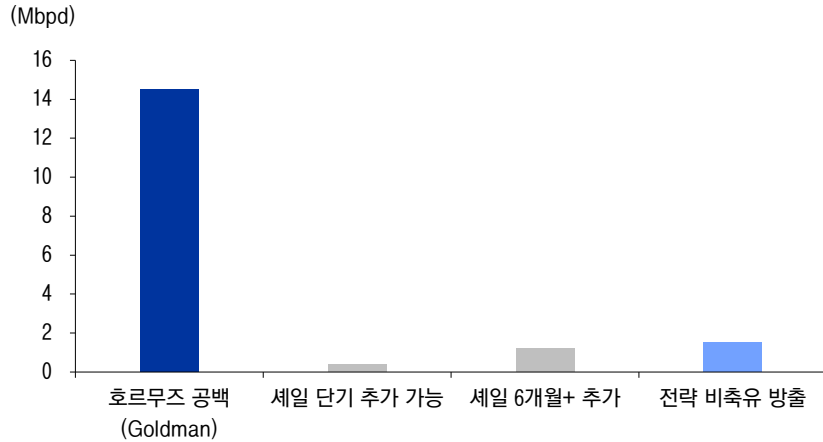
대형 분쟁 장기화에 대한 경제손상



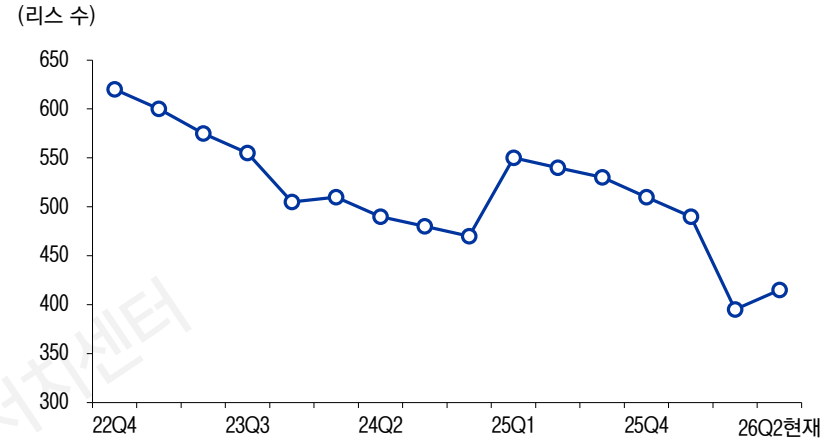
주: S1: 수개월 내 점진적 정상화, S2: 팬텀 휴전 반복. 2~4개월 지속(현재 경로), S3: 확전 또는 '후퇴화' 소모전. 시설 재건 수년 소요
 자료: Dallas FED, IMF, LS증권 리서치센터

유가 상승 = Drill Baby Drill?

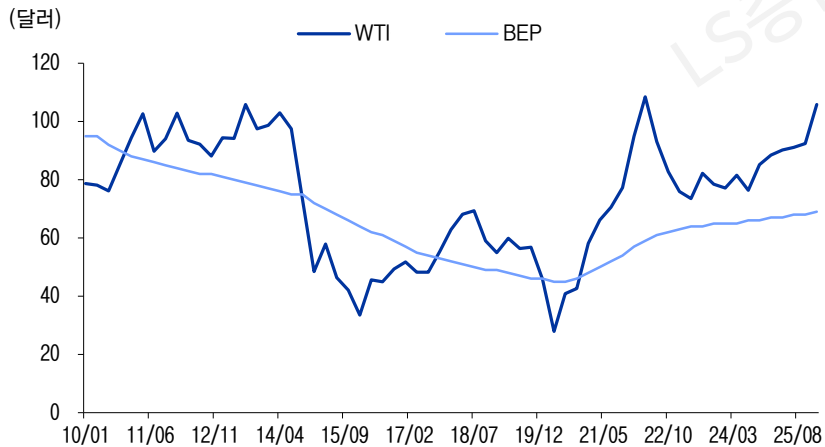
호르무즈 공백과 미국 셰일 공급 가능 규모



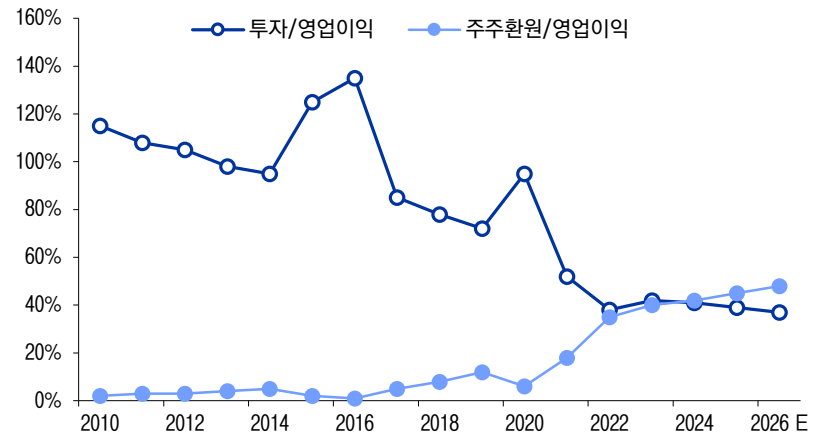
미국 활성 오일 리스 수 추이



미국 원유 생산 기업 BEP와 유가

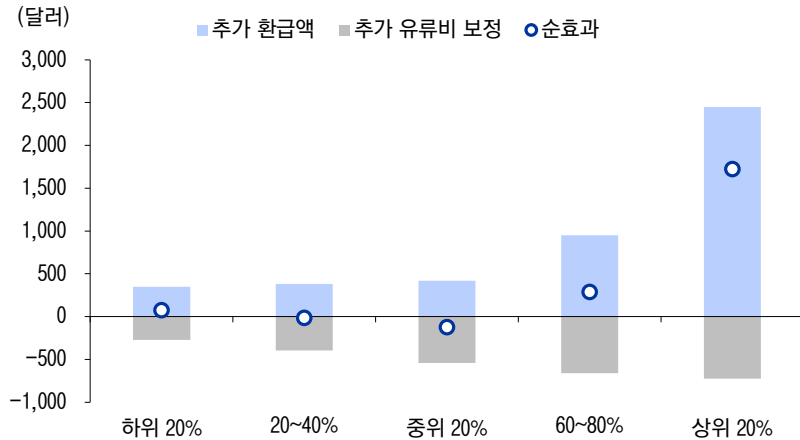


미국 원유 생산 기업 투자 및 주주환원 비중

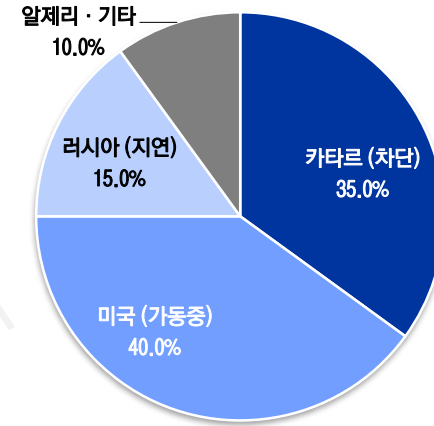


유가 상승으로 인한 글로벌 영향

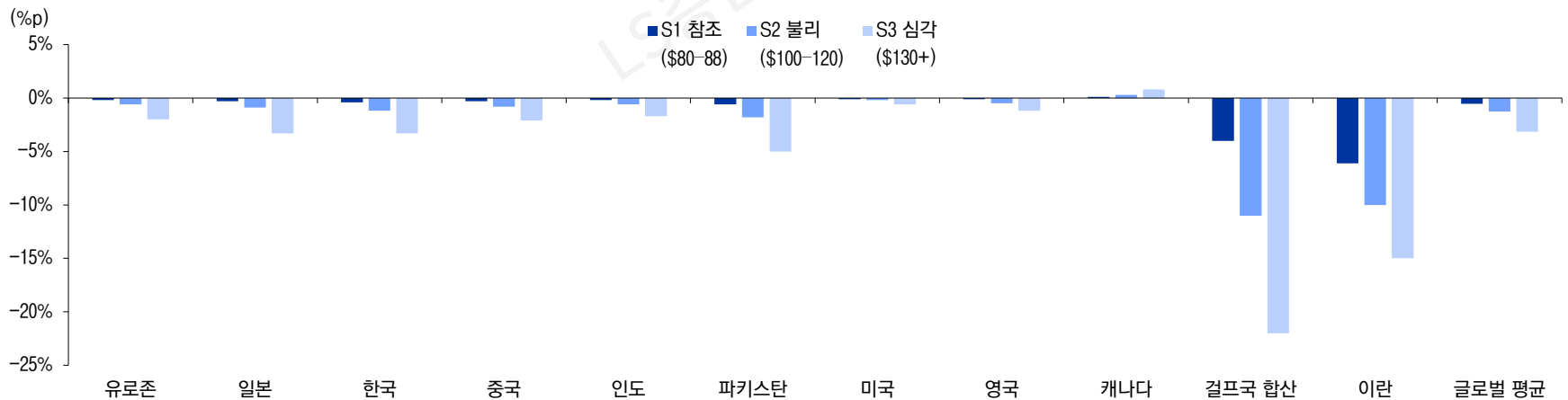
미국 유가 상승으로 인한 소득 분위별 효과



글로벌 헬륨 공급원 현황



미국 원유 생산 기업 BEP와 유가



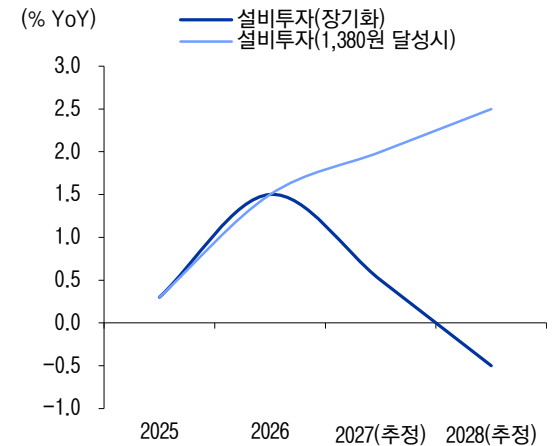
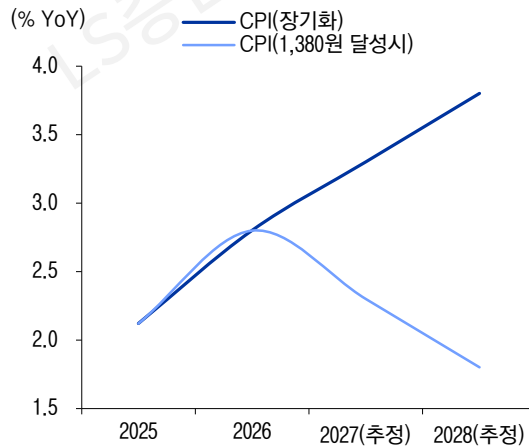
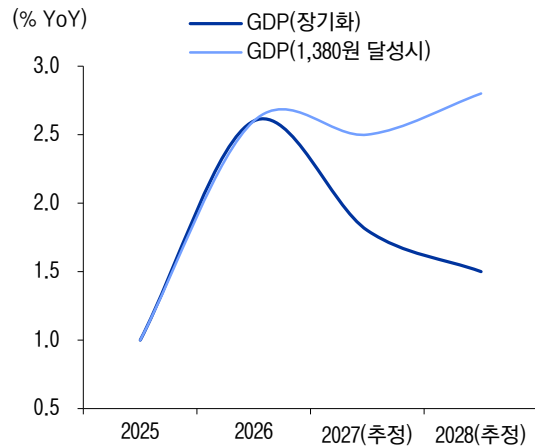
자료: Fortune, Dallas FED, IMF, LS증권 리서치센터

원달러환율 장기화로 인한 영향

원달러환율 1,400원대 후반 장기화 시 변화 가능성

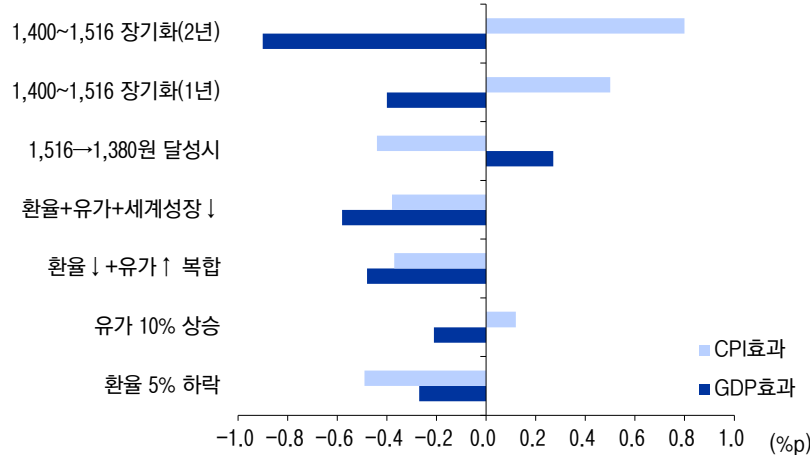
내용	설명	위험도
① 수출로 성장 지속	반도체·AI 수출 호조로 GDP 표면 성장은 2~3%대 유지 가능. 그러나 이는 소수 기업의 단가 상승 효과로 GDP와 GDI 괴리가 극대화	중간
② 내수·투자 만성 위축	설비투자 탄력성 -0.79, 건설투자 공사비 상승 이중 압박. 1~2년 지속 시 연간 -1~2%p 하방. 잠재성장을 갉아먹기 시작	부정
③ 물가 4% 고착 위험	현재 3.14%. 환율 1,450~1,516원 유지 시 2027년 3.5~4.2%까지 상승 가능. 기대인플레이 고착되면 한은 금리 인하 2~3년 지연	경고
④ 계층 양극화 심화	대기업(반도체) 영업이익의 역대최고 vs 중소기업·내수 서비스업·저소득층 실질소득 감소. 고환율이 분배 구조를 악화	부정
⑤ 자기강화 메커니즘	BOK: 고환율→기업 달러 매도 지연→외환 공급 부족→환율 재상승. 구조적 저축과잉+해외 투자 선호가 이 악순환을 강화	위험
⑥ 결론: 3년 내 대응 임계	1~2년은 수출 호조로 버티지만 3년 이상 장기화 시 잠재성장을 훼손, 물가 고착, 내수 기반 침식이 복합되어 회복 비용이 급증	긴급

장기화 경로별 GDP, 물가, 설비투자 전망

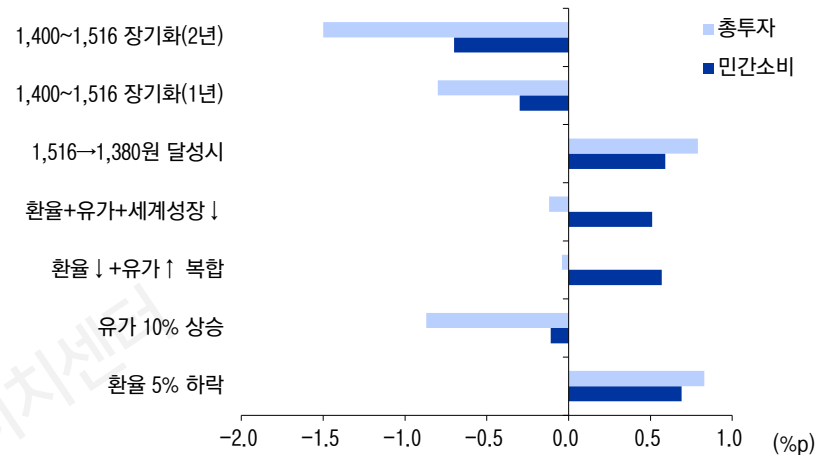


환율·유가 충격 시뮬레이션: KDI 거시모형 기반

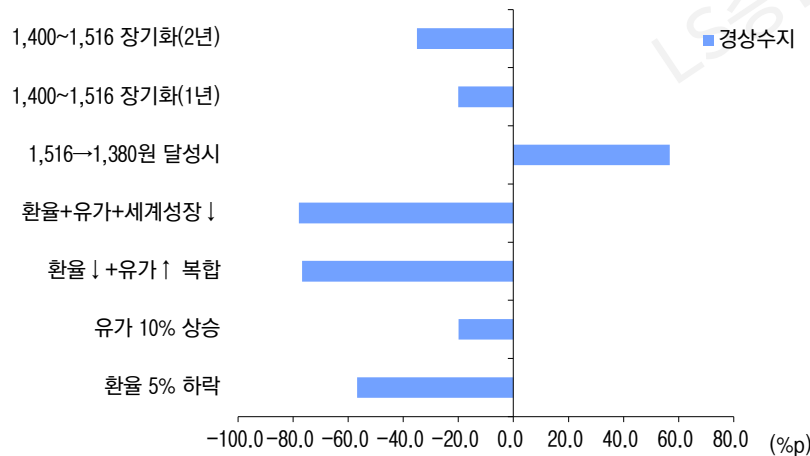
환율·유가 충격 시뮬레이션: GDP, 물가



환율·유가 충격 시뮬레이션: 총투자, 민간소비



환율·유가 충격 시뮬레이션: 경상수지



환율 구간별 경제 영향 매트릭스

환율 구간	물가압력	설비투자	내수소비	금리정책	수출경쟁력	종합 판단
1,500원 이상	높음 0.3~0.4%p	강한하방 -2%p	부정 ↓	동결/ 인상압박	높음	부정적
1,450~1,500원	중간 0.2%p	하방 -1.5%p	제한적	동결압박	양호	다소 부정
1,400~1,450원	약간 0.1%p	하방 -1%p	중립	동결가능	양호	중립
1,350~1,380원	거의 중립	중립	소폭개선 ↑	인하여력 발생	보통	내수회복 임계점
1,300원 이하	하방압력	상방 1~2%p	개선 ↑	인하기대 형성	보통~약화	성장구조 균형전환

자료: BOK, KDI, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.