



## Equity

# DIN (Doo It Now)

## 소득이 생산을 앞설 때: 한국 증시 재평가의 시간

### Compliance Notice

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

(결론적으로) 한국 주식시장 전략은 금리 부담을 이유로 비중을 줄이는 것이 아니라, 소득이 생산을 앞서는 산업을 더 사는 것이다. 실질 GDI가 GDP를 크게 추월한 국면에서는 메모리 반도체를 위시한 AI 병목 산업을 중심에 둔다. 환율 안정 시 수출주 비중을 추가 확대하고, 금융주·고배당주는 금리 상승의 보완 축으로 활용한다. 내수주는 후순위다. 이번 장세의 본질은 경기 침체가 아니라 한국 기업 이익의 재평가다. 2분기 실적 시즌을 지나면서 보다 분명해질 것이다.

글로벌 통화정책의 결이 달라지고 있다. 연준은 6월 FOMC에서 기준금리 상단을 3.75%로 동결했지만 물가 안정을 우선했다. ECB는 25bp 인상했고, BOJ도 정상화 속도를 높였다. 한국은행은 2.50% 동결에도 인상 소수의견이 나왔다. 7월 인상이 예상된다. 다만 이번 금리 압력은 침체가 아니라 성장, 물가, 환율, 소득 개선이 동시에 만든 정상화에 가깝다.

한국의 차별점은 소득이다. 1분기 실질 GDP는 전기대비 1.8%, 전년동기대비 3.8% 성장했다. 반면 실질 GDI는 전년동기대비 13.2% 증가했고, 실질 GNI도 전기대비 9.2% 늘었다. 생산보다 소득이 훨씬 빠르게 개선됐다. 한국 경제는 더 많이 만든 단계를 넘어, 더 비싸게 팔 수 있는 구간으로 들어섰다.

핵심은 교역조건이다. 실질 GDI는 실질 GDP에 교역조건 변화에 따른 실질 무역 손익을 더한 개념이다. 수출가격이 수입가격보다 빠르게 오르면 생산량이 같아도 구매력은 커진다. 지금 한국은 반도체 가격 상승, HBM 병목, 메모리 가격 결정력 회복, 원화 환산 이익 확대가 동시에 작동하고 있다. 주식시장은 생산량보다 이익을 산다.

반도체 사이클의 성격도 달라졌다. 과거 반도체 회복은 물량 중심이었다. 이번은 가격 중심이다. AI 인프라 투자, HBM 병목, 메모리 가격 결정력 회복이 동시에 작용하고 있다. 같은 물량을 팔아도 더 높은 가격을 받는 구조다. 이는 매출보다 이익에 더 직접적이다. 한국 경제의 소득 개선은 내수 호황보다 수출 단가와 기업 마진 개선에서 출발했다.

따라서 GDI와 GDP의 역전은 금융시장에 중요한 분기점이다. GDP는 경제가 얼마나 생산했는지를 보여준다. GDI는 그 생산을 통해 실제 얼마나 벌었는지를 보여준다. 생산은 늘어도 소득이 늘지 않으면 기업 마진은 훼손된다. 반대로 생산보다 소득이 빠르게 늘면 EPS, 현금흐름, 세수, 투자 여력이 동시에 개선된다. 금융시장은 결국 생산량보다 이익을 산다. 그래서 GDI가 GDP를 앞서는 순간은 시장이 '성장률'보다 '이익의 질'을 다시 평가하는 지점이 된다.



국내외 주식시황 김두연 kimdooun@hanafn.com  
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

과거 GDI 와 GDP 간의 역전 사례를 살펴봤다. 미국과 한국의 차이가 있다. 미국은 소득 측 경기와 지출 측 경기의 결과이다. 2001년 IT 버블, 2007~2009년 금융위기 이후처럼 GDI가 GDP 보다 먼저 약해지면 기업이익, 임금, 신용 둔화의 경고 신호였다. 한국은 교역조건과 구매력 변화의 결과이다. 수출가격이 수입가격보다 빠르게 오르면 GDI가 GDP를 웃돈다. 한국은 미국식 침체 신호보다 수출기업 이익 재평가 신호에 가깝다.

미국은 2026년 1분기 실질 GDP 1.6%, 실질 GDI 0.9%로 소득이 생산을 따라가지 못했다(전기비 연율 기준). 완화 기대보다 물가와 금리 경계가 우선인 상황이다. 한국은 2026년 1분기 실질 GDP 3.8%, 실질 GDI 13.2%로 소득이 생산을 크게 앞섰다. 반도체 수출 단가와 교역조건 개선의 결과이다. 미국식으로 해석하면 방어적으로 보일 수 있다. 그러나 한국은 소득 둔화형 결과가 아니라, 교역조건 개선형 결과다.

전략적 함의는 네 가지이다. 첫째, 주도주는 여전히 반도체다(여주사). 이번 GDI 개선의 출발점은 소비가 아니라 수출 단가와 기업 마진이다. HBM, 메모리, 반도체 장비·소재, AI 전력, 냉각, 네트워크가 핵심이다.

둘째, 환율 안정이 재평가의 방어책이다. 원화 약세는 단기 부담이지만, 실질소득 개선이 동반될 때는 수출기업 이익의 레버리지다. 원화가 안정되면 시장은 다시 EPS를 보게 된다. 환율 안정은 수준(레벨)도 있지만 변동성(Vol) 안정도 있다.

한국 증시의 레벨업 시기로 기억된 3저호황 시기에도 환율은 지금과 같은 흐름이었다. 소득이 생산을 앞질렀음에도 불구하고 실질실효 환율은 약세를 보였다. 보통 교역조건이 개선되면 원화의 실질 가치도 함께 강해지지만, 소득은 좋아지는데 통화가 아직 싸게 남아 있던 국면이다. 수출기업 입장에서는 마진 개선과 가격경쟁력 유지가 동시에 작동하는 '이중 레버리지'의 혜택인 것이다. 3저 호황 시기 바로 이 조합이 한국 주식시장의 대세 상승을 만든 핵심 배경이었고, 2026년인 지금도 그렇다.

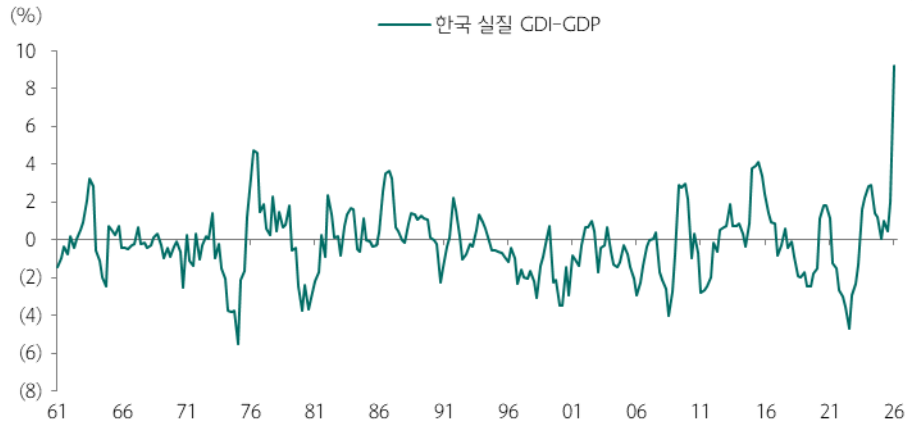
셋째, 금융주와 고배당주는 보완 축이다. 금리 인상 가능성은 성장주 밸류에이션에는 부담이지만, 인상의 배경이 명목 성장과 소득 개선이라면 예대마진, 배당, 자본정책이 동시에 부각될 수 있다.

넷째, 내수주는 후순위다. 현재의 소득 증가는 먼저 기업이익, 세수, 투자 여력으로 나타난다. 소비재와 유통주는 실질임금과 소비심리 회복이 확인된 뒤 접근하는 것이 맞다.

변수이자 리스크도 있다. 반도체 가격 상승 둔화, 유가, 원자재 가격 재상승, 환율 방어를 넘어선 금리 인상 등이다. 판단 기준은 금리의 방향이 아니라 금리가 오르는 이유다. 경기 침체와 신용 불안이 만든 금리 상승이면 방어가 맞다.

그러나 성장, 소득, 물가, 환율 방어가 함께 만든 금리 상승이면 이익 개선주를 사야 한다. 실질 GDI가 GDP를 앞서는 국면에서 한국 증시의 재평가가 이뤄진다. 이제 곧 2026년 하반기를 시작하는 7월이다. 2분기 실적시즌을 지나는 과정에서 밸류에이션 재평가가 이뤄지는 기업을 주시하자.

도표 1. 한국 경제 소득(GDI)이 생산(GDP)을 역전



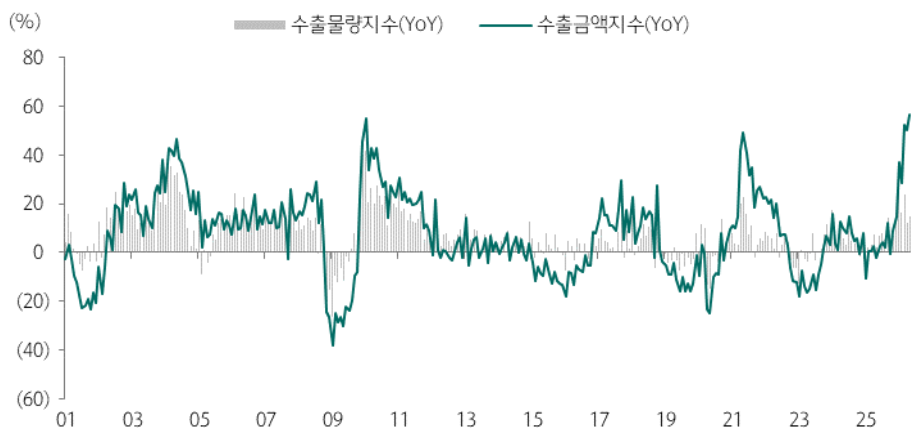
자료: LSEG, 하나증권

도표 2. 한국과 미국의 GDI와 GDP 격차를 바라보는 관점

구분	미국	한국	전략적 해석
기본 구조	GDP는 지출, GDI는 소득 측 경기 흐름	실질 GDI는 실질 GDP에 교역조건 변화를 반영한 구매력 지표	미국은 경기 판단 지표, 한국은 교역조건·수출마진 지표로 보는 것이 적절
GDI > GDP	소득 측 경기가 지출보다 강하다는 뜻	생산보다 구매력이 더 빠르게 늘어난다는 뜻	미국은 경기 회복 신호, 한국은 수출기업 이익 재평가 신호
GDP > GDI	지출은 버티지만 소득이 약해지는 구간	생산은 늘어도 구매력이 훼손되는 구간	미국은 침체 경고, 한국은 마진 악화와 체감경기 둔화 신호
현재 한국	미국식으로는 소득 측 경기 개선 신호와 유사	교역조건 개선으로 GDI가 GDP를 웃도는 국면	침체 신호보다 이익 개선과 증시 재평가 신호에 가까움
전략 결론	GDI 개선이 유지되면 위험자산에 우호적	<b>GDI 우위와 원화 약세가 겹치면 수출주에 유리</b>	반도체, HBM, 메모리, 장비·소재, <b>AI 병목 산업 중심</b>

자료: 하나증권

도표 3. 한국 수출은 물량과 가격이 동반 상승



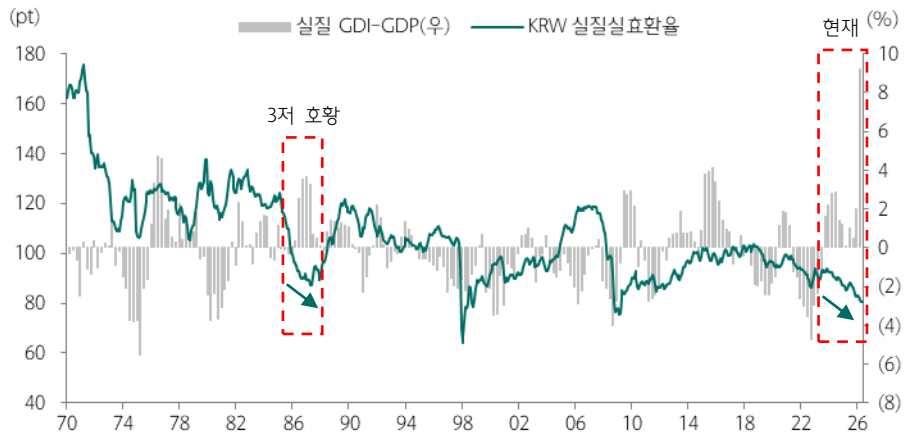
자료: 한국은행 ECOS, 하나증권

도표 4. 한국 코스피 시장은 이익에 수렴



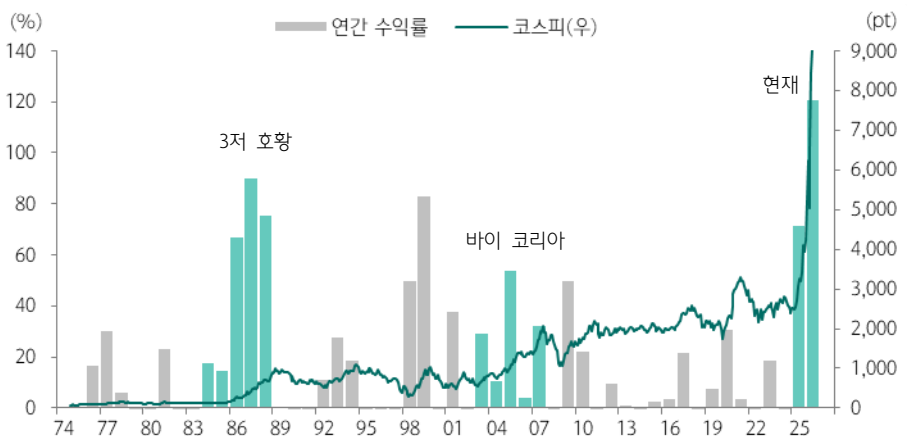
자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. 한국 실질 GDI-GDP 역전 구간 실질 원화 가치 추이



자료: FRED, LSEC, 하나증권

도표 6. 한국 코스피 역사적 레벨 업 구간



자료: Bloomberg, 하나증권