

Global Macro Team

허진욱 Chief Economist
james_huh@samsung.com

정성태 Senior Economist
sungtai.chung@samsung.com

양지성 Economist
jisung.yang@samsung.com

김종호 Economist
jongho.keum@samsung.com

구민정 Economist
mj.gu@samsung.com

한성민 Research Associate
sungmin0108.han@samsung.com

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.



리서치센터 리포트
바로가기

2026년 하반기 글로벌 경제 전망

Great Resilience: Fiscal Dominance and Wealth Effect

- 매크로 불확실성 완화 및 유가 하락에 힘입어 '27년으로 갈수록 주요국들은 잠재 수준 혹은 이를 상회하는 성장과 2%에 근접하는 물가로 골디락스 국면에 재진입
- 주요국들의 확장적 재정정책과 중립적 통화정책 조합은 글로벌 경제의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인

Goldilocks Redux: More Crude, Less Inflation

이란 사태 장기화에도 불구하고, 유가의 최대 상승 폭이 월평균 100달러에 못 미쳐, 주요국에 대한 Growth/Inflation shock의 정도가 당초 우려보다 제한적 수준에 그침. 지정학 리스크 완화에 따른 유가 정상화로 2027년으로 갈수록 1) 주요국의 민간 소비 모멘텀 강화, 2) 금리 인하 재개(Fed) 및 금리 인상 중단(ECB)에 따른 글로벌 금융 여건의 완화, 3) 불확실성 완화에 따른 글로벌 제조업 경기 회복 가속화와 설비 투자 확대 등에 힘입어, 주요국 대부분이 잠재 성장률 혹은 이를 상회하는 골디락스 국면에 재진입할 전망이다. 한편, 유가의 빠른 하락으로 하반기부터 disinflation 추세가 가시화되면서, 내년 초에는 미국을 포함한 주요국 대부분이 물가 목표에 근접하는 인플레이션 정상화를 달성할 것

Fiscal Dominance로의 전환; 한국 명목 GDP 급증에 따른 선순환에 주목

팬데믹 이후, 주요국의 정책 조합이 '확장적 재정 + 중립적 통화'로 전환됨. 이는 2010년대의 저성장-저물가-저금리를 유발했던 '초완화적 통화 + 긴축적 재정'과 대조. 향후 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 그동안 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 진입함을 의미. 한편, 한국은 반도체 수출 급증에 따른 초과 명목 GDP 규모가 향후 2년간 약 900조 원에 달할 전망이다. 이는 시차를 두고 1) 상여금/배당금 증가와 국내 증시 급등에 따른 wealth effect 등에 따른 소비 증가 가속화, 2) 설비 투자 및 건설 투자로의 trickle-down 확대, 3) 초과 세수 급증에 따른 확대 재정 여력 강화 등으로 이어질 것

주식과 채권의 상관관계 (+) 전환; 완만한 달러화 약세 재개 전망

확장적 재정정책과 중립적 통화정책은 향후 예상치 못한 경기 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 여력을 보유하고 있음을 의미. 이러한 'Policy put'의 존재는 글로벌 경제의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인. 이익 증가에 기반한 글로벌 증시의 동반 상승세가 지속되는 가운데, 주요국 장기 금리는 명목 성장률에 수렴할 전망이다. 지정학 불확실성 완화와 non-US 지역의 상대적 경기 모멘텀 강화 등은 하반기 이후 달러화의 완만한 약세 전환을 예고

REPORT

CONTENTS

01	2026년 하반기 글로벌 경제 전망	03p
	<ul style="list-style-type: none">1) 2026년 상반기 글로벌 경제 및 금융시장 Review2) 2026년 하반기 글로벌 경제 전망: Goldilocks Redux3) 글로벌 금융시장 시사점	
02	하반기 중국 경제 전망	19p
	<ul style="list-style-type: none">1) 중국 경제, '26년 4.7%, '27년 4.6% 성장할 전망2) 중국의 견고한 수출 증가의 배경과 전망3) AI 투자는 중국 경제를 부양하기에 역부족	
03	하반기 유럽 경제 전망	31p
	<ul style="list-style-type: none">1) 유로존 경제 동향 및 전망2) 인플레이션과 통화정책 전망3) 글로벌 AI Capex 확대의 영향4) EU-중국 무역 갈등 심화	
04	하반기 한국 경제 전망	42p
	<ul style="list-style-type: none">1) 한국 GDP '26년 3.4%, '27년 2.8% 성장 전망2) 한국 재정 수지 전망3) 한국은행 통화정책 전망	

1. 2026년 하반기 글로벌 경제 전망

국제 유가의 빠른 하락으로 하반기 이후 글로벌 경제는 골디락스 국면에 재진입할 것

이란 사태 장기화에도 불구하고, 국제 유가의 상승 폭이 최대 월평균 100달러 수준에 그쳐, 당초 우려했던 주요국들에 대한 Growth/Inflation shock의 정도는 제한적인 수준으로 평가된다. 이에 따라, 세계 경제 성장률은 non-US 지역을 중심으로 기존 3.3%에서 3.1%로 소폭 하향 조정되었지만, 여전히 장기 추세 성장률을 유지하면서 7년째 양호한 경기 확장 추세를 이어갈 전망이다. 특히, 국제 유가가 이미 70달러를 하회하는 수준까지 빠르게 하락함에 따라 하반기부터 disinflation 추세가 가시화되고, 내년 초에는 미국을 포함한 주요국 대부분이 물가 목표에 근접하는 인플레이션 정상화를 달성할 전망이다. 이에 따라, 지정학 리스크 완화 및 유가 정상화로 2027년으로 갈수록 1) 주요국의 민간 소비 모멘텀 강화, 2) 금리 인하 재개(Fed) 및 금리 인상 중단(ECB)에 따른 글로벌 금융 여건의 완화, 3) 불확실성 완화에 따른 글로벌 제조업 경기 회복 가속화와 설비 투자 확대 등에 힘입어, 주요국 대부분이 잠재 성장률 혹은 이를 상회하는 골디락스 국면에 재진입할 전망이다.

Fiscal Dominance로의 전환은 글로벌 경제의 하방 경직성을 강화시키는 핵심 요인

당사는 팬데믹 이후 글로벌 macro regime이 '확장적 재정 + 중립적 통화'로 전환된 것에 주목한다. 이는 지난 2010년대의 저성장-저물가-저금리를 유발했던 '초완화적 통화 + 긴축적 재정'과 대조되는 조합이다. 주요국 모두에서 본격화되고 있는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사한다. 여기에 2010년대와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 대응 여력을 보유하고 있음을 의미한다. 이러한 'Policy put'의 존재는 글로벌 경기의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜 주는 핵심적인 요인이 될 것이다.

글로벌 금융시장의 Risk-on 모드 지속; 하반기 이후 달러화의 완만한 약세 전환 예상

가장 큰 tail-risk로 작용했던 국제 유가가 이란 사태 이전 수준에 빠르게 근접하면서, 하반기부터 글로벌 경기 전망의 개선과 이에 따른 소비 및 투자 심리 회복세가 가속화될 전망이다. 특히, 올해 글로벌 증시 상승은 밸류에이션이 아니라 견고한 이익 증가에 기반한 보다 지속 가능한 것으로 판단된다. 한편, fiscal dominance하에서 주요국 장기 금리는 명목 성장률에 수렴하는 가운데, 지정학 불확실성 완화와 non-US 지역의 상대적 경기 모멘텀 강화 등은 하반기 이후 달러화의 완만한 약세 전환을 예고하고 있다.

I-1. 2026년 상반기 글로벌 경제 및 금융시장 Review

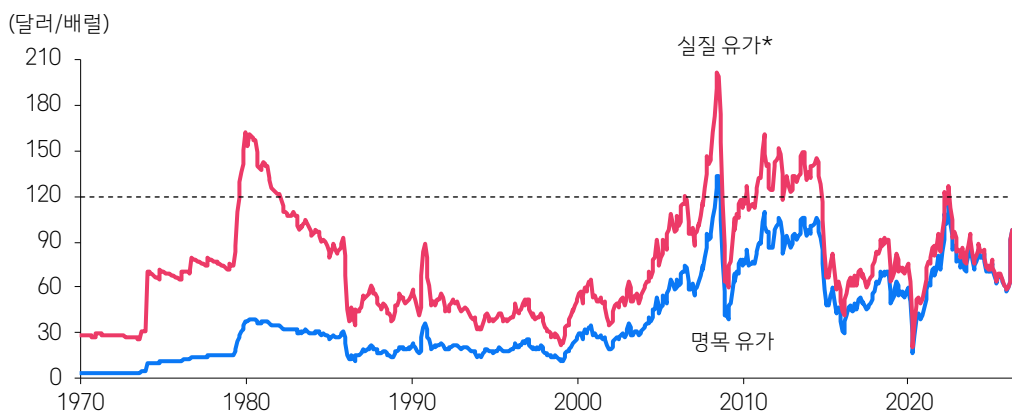
이란 사태로 인한 성장 및 물가 충격은 당초 우려보다 제한적 수준에 그침

지난해 하반기 이후 미국을 제외한 주요국 모두 골디락스에 진입하면서, 연초만 해도 글로벌 경제가 올해에도 7년째 견고한 확장 국면을 이어갈 것으로 예상되었다. 관세 불확실성의 완화, 주요국 확대 재정정책의 본격화, 글로벌 금융 여건의 완화 지속 등에 힘입어, 주요 선진국과 신흥국 모두가 최소 잠재 수준 이상의 양호한 성장률을 달성할 가능성이 높았기 때문이다. 여기에 올 하반기로 갈수록 일회성 관세 효과가 약화되면서 미국도 물가 목표에 근접하면서 골디락스 진영에 합류할 것으로 예상되었다.

그러나 지난 2월 말 미-이란 사태 발발 이후, 우려했던 호르무즈 해협 봉쇄 현실화로 국제 유가가 급등하면서 글로벌 경제 및 금융시장에 'Stagflation' 네러티브가 급격히 확산되기 시작하였다. 글로벌 금융시장은 WTI 유가가 85달러를 상회하기 시작하면서 민감도가 크게 높아지기 시작했다. 초기에는 유가 급등이 미국과 미국 외 지역 간 비대칭적 충격을 줄 것으로 예상되었다. 이는 유가 급등이 장기화될수록 산유국인 미국에는 inflation shock으로, 대부분이 에너지 수입국인 non-US에는 growth shock으로 상이한 충격을 주기 때문이다. 이에 따라, 사태 초기 글로벌 금융시장에서는 주식과 채권이 동반 약세를 보이고, 달러가 강세로 전환되었다.

다행스러운 점은 이란 사태 및 이에 따른 호르무즈 봉쇄가 예상보다 장기화되어 6월 중순까지 지속되었지만, 국제 유가의 상승 폭이 4~5월 중 월평균 100달러 수준에 그쳐 당초 우려했던 주요국들에 대한 Growth/Inflation shock의 정도가 제한적인 수준으로 평가된다는 것이다. 현재까지의 국제 유가 흐름은 6월 월평균 83달러, 7월 75달러, 8월 이후 70달러 미만으로의 완전 정상화를 예상하는 당사의 기본 시나리오에 부합한다. 특히, 실질 유가 기준으로는 과거 중요한 유가 급등 이벤트(1970년대 오일 쇼크, 2000년대 후반 원자재 슈퍼사이클, 2010년대 초중반의 고유가, 2022년 러-우 전쟁) 당시에 기록했던 최소 120(고점 기준 150~200달러)달러 수준에 크게 못 미치는 수준이다. 특히, 유럽, 한국, 일본 등 에너지 수입 의존도가 높은 국가들에서 에너지 보조금 지급, 석유/가스 가격 상한제 등의 추가적인 재정 확대 정책이 즉각적으로 시행되면서, 이란 사태의 충격을 상당 부분 흡수하였다.

과거 주요한 유가 급등 이벤트와 비교할 때 이란 사태의 실질 유가 충격은 제한적 수준에 그침



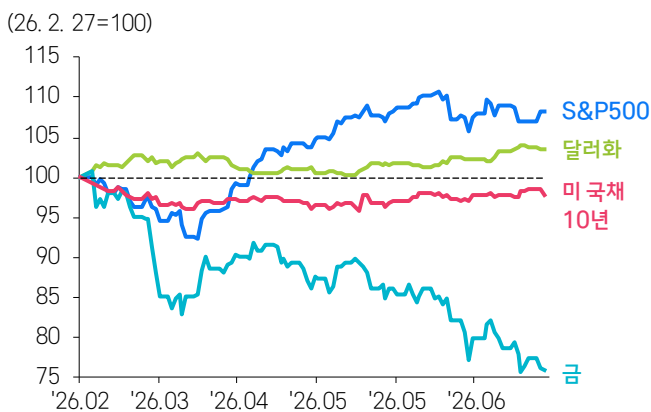
참고: *WTI를 미국 CPI로 조정
자료: Bloomberg, 삼성증권

따라서, 당사의 유가 시나리오하에서 주요국의 성장률 및 핵심 인플레이션 충격은 대부분 상반기에 국한될 전망이어서, 연간 전망치의 변동 폭은 국가별로 평균 -0.2%포인트(성장률)와 +0.2%포인트(핵심 물가) 내외에 그칠 전망이다. 이에 따라, 세계 경제 성장률은 기존 3.3%에서 3.1%로 소폭 하향 조정되었지만, 여전히 장기 추세 성장률 수준의 확장 국면을 유지할 전망이다. 인플레이션의 경우도, 주요 선진국들이 headline 기준 전년 대비 3.0~4.0% 내외 수준에서 고점을 형성한 이후, 하반기부터 하향 안정화될 전망이다.

상반기 중 글로벌 금융시장에 나타난 가장 주목할 부분은 미 국채가 risk-off 국면에서 안전자산으로서 작동하지 않았다는 점이다. 이러한 현상은 이미 지난해 4월 초 트럼프 상호관세 발표 직후, 미 증시-국채-달러화가 동시에 약세를 보인 소위 '트리플 약세' 국면에서 확인된 바 있다. 이란 사태 발발 직후 국제 유가가 급등하기 시작하면서, 초기에는 기대 인플레이션의 상승이 미 국채 금리 상승의 주된 동인이었다. 여기에 전쟁이 장기화되면서 국방 지출 증가에 따른 재정 적자 확대 및 Fed 금리 인상 우려가 가중되면서 실질 금리 상승으로 이어졌다. 이에 따라, S&P 500 지수의 경우, 초기 1개월 동안 약 8% 하락 이후, 빠르게 회복하기 시작하면서 전고점을 회복했지만, 미 10년물 국채 금리는 여전히 이란 사태 이전 수준을 상회하면서 약 2.2%의 손실을 시현하고 있다. 또 다른 대표적인 안전자산인 금의 경우도 이란 사태 직전 대비 -25%나 하락하였는데, 이는 실질 금리 상승에 따른 결과로 판단된다.

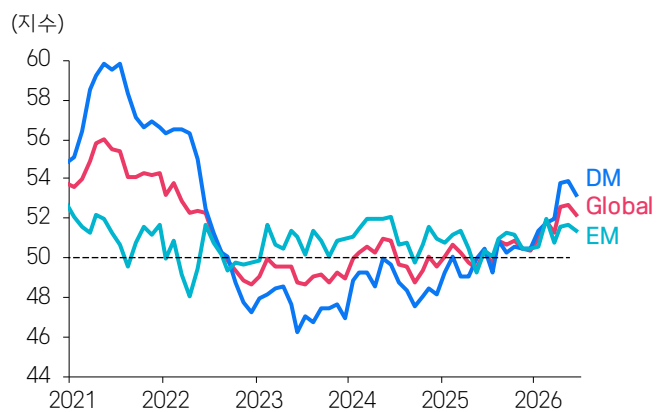
경기 부양을 통화정책에 의지했던 2010년대의 경우, 경기 충격이 발생할 때마다 금리 인하와 QE 기대가 높아지면서 미국 장기 금리가 하락하였다. 그러나 현재와 같이 경기 부양을 재정정책에 의존하는 상황에서는 경기 충격은 국채발행 증가나 장기 재정 건전성에 대한 우려로 이어져 term premium의 상승을 유발한다. 따라서, 매우 심각한 경기 침체가 우려되는 상황이 아니라면 향후에도 미국 국채와 금이 안전자산으로서 작동하지 않는 현상이 반복될 것으로 예상된다.

이란 사태 이후의 주요 자산 가격 추이



자료: Bloomberg

유가 급등에도 글로벌 제조업은 동반 경기 회복세 유지(PMI)



자료: S&P Global

I-2. 2026년 하반기 글로벌 경제 전망: Goldilocks Redux

More Crude, Less Inflation

비록 이란 사태에 따른 국제 유가 급등으로 세계 경제 성장률은 non-US 지역을 중심으로 기존 3.3%에서 3.1%로 소폭 하향 조정되었지만, 여전히 장기 추세 성장률을 유지하면서 7년째 양호한 경기 확장 추세를 이어갈 전망이다. 특히, 미-이란 간 종전 MOU 체결 이후 이미 국제 유가가 WTI 기준 70달러를 하회하는 수준까지 빠르게 하락하면서, 6월부터 headline 인플레이션을 중심으로 disinflation 추세가 가시화될 전망이다. 미국의 경우, 올해 말로 갈수록 관세의 물가 충격이 추세적으로 약화되고, 내년 3월에는 유가 충격도 대부분 소멸하면서 핵심 PCE 물가의 전년 대비 상승률 기준, 약 -1.0%pts의 인플레이션 둔화가 예상된다. 이에 따라, 올 하반기를 거쳐 2027년 중에는 미국을 포함한 주요국 대부분이 물가 목표 2%에 근접하는 인플레이션 정상화를 달성할 것으로 예상된다.

한편, 지정학 리스크 완화 및 유가 정상화로 2027년으로 갈수록 1) 주요국의 민간 소비 모멘텀 강화, 2) 금리 인하 재개(Fed) 및 금리 인상 중단(ECB)에 따른 글로벌 금융 여건의 완화, 3) 불확실성 완화에 따른 글로벌 제조업 경기 회복 가속화와 설비 투자 확대 등에 힘입어, 올 하반기 이후 주요국 대부분이 잠재 성장률 혹은 이를 상회하는 골디락스 국면에 재진입할 전망이다.

특히, 팬데믹 이후 4번의 공급 충격(팬데믹 공급망 차질, 러-우 전쟁, 상호관세, 그리고 이란 사태)이 발생할 때마다, 번번이 'Stagflation narrative'가 확산되지만 실제로 현실화되지는 않고 있다. 이는 dot-com 버블이나 서브프라임과 같은 수요 충격과는 달리, 공급 충격의 경우, 확대 재정을 사용하는 데 있어서 최대 걸림돌인 '도덕적 해이(moral hazard)' 이슈가 개입될 여지가 거의 없기 때문이다. 이에 따라, 팬데믹과 이후의 높은 인플레이션 시기를 거치면서 자연스럽게 경기 부양의 중심이 통화정책에서 재정정책으로 이동하기 시작했다. 팬데믹 충격을 완화시키기 위해 공격적인 확대 재정정책을 시행했던 주요국들은 경제 정상화 이후에도 여전히 재정 확대 기조를 유지하고 있다. 향후 2~3년간 선진국 및 신흥국 모두 GDP 대비 3~4% 수준의 재정 적자를 유지하면서, 적절한 수준의 재정자극을 유지할 전망이다. 이는 GFC 충격에서 벗어나 2010년 이후 주요국들이 모두 긴축 재정 기조로 전환된 것과는 매우 대조적인 모습이다.

글로벌 경제는 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 재진입

(%)	경제성장률			잠재 성장률	Headline CPI (USPCE)			현재 금리	최종 금리	종립 금리
	2025년	2026년	2027년		2025년	2026년	2027년			
미국	2.1	2.2	2.2	2.0	2.9	3.5	2.1	3.75	3.25	3.00~3.50
유로존	1.4	0.9	1.3	1.2	2.1	2.9	2.2	2.25	2.25	1.75~2.25
일본	1.2	0.7	1.0	0.8	3.2	2.0	2.1	1.00	1.50	1.25~1.50
중국	5.0	4.7	4.6	4.5	0.0	1.0	1.0	1.40	1.40	-
한국	1.1	3.4	2.8	1.9	2.1	2.7	2.3	2.50	3.50	2.25~2.75
선진국	1.9	1.6	1.8	-	2.7	3.2	2.1	-	-	-
신흥국	4.4	4.1	4.4	-	5.1	5.6	4.7	-	-	-
글로벌	3.3	3.1	3.3	3.1	3.9	4.4	3.6	-	-	-

자료: 삼성증권

Fiscal Dominance의 확산: 확장적 재정정책과 중립적 통화정책의 조합

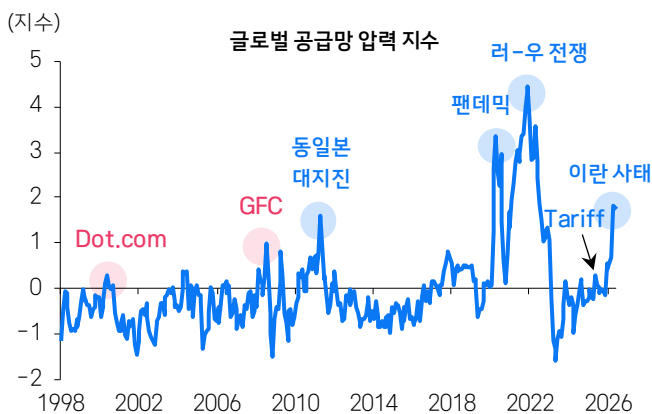
지난 2~3년간 지속적으로 언급해 온 것처럼, 당사는 팬데믹 이후 글로벌 macro regime이 '확장적 재정 정책+ 중립적 통화정책'으로 전환된 것에 주목한다. 이는 지난 2010년대(2010~2019년)의 구조적 저성장(Secular stagnation)과 저금리 장기화를 유발했던 '완화적 통화정책(NIRP/QE)+긴축적 재정정책'과는 대조되는 조합이다.

지난 2008~9년 글로벌 금융위기(GFC)를 해결하는 과정에서 확장적 통화-재정정책의 공조가 진행되면서 금융기관들이 보유하고 있던 민감 부채 부담이 정부부채로 이전되었다. 그러나 2010년부터 주요국 경기가 빠르게 반등하며 경기 정상화에 진입하면서, 주요 선진국에서 일시적으로 확장 전환했던 재정정책 기조가 빠르게 긴축 혹은 균형 재정으로 전환되었다. 특히, 2011~2014년 유럽의 재정 위기와 2012~14년 미국 오바마 정부의 sequester와 재정절벽으로 대표되는 재정 긴축을 거치면서, 경기 부양을 통화정책에만 의존하는 Monetary dominance의 시대가 2019년까지 지속되어 왔다. 당사는 이러한 통화정책과 재정정책의 엇박자가 GFC 이후 10년간 이어진 만성적 총수요 부족과 잠재 성장률의 하락(Secular stagnation: 구조적 저성장)의 주된 원인으로 판단한다.

당시 IMF와 선진국들의 잘못된 재정 긴축 처방으로 인해 실업이 장기화되는 이력 효과(hysteresis)가 발생하여, 오히려 경기 및 노동시장 회복을 크게 지연시켰다는 자성의 목소리가 높아졌다. 실제로 미국과 유로존은 장기간 1% 내외의 저성장이 이어지며, GFC 이전의 실업률로 복귀하는 데 각각 10년과 12년이나 소요되었기 때문이다. 이에 따라, 글로벌 교역이 둔화되는 가운데, 경기 부양을 위해 각국이 통화 완화 기조를 강화할수록 경쟁력 통화 절하(환율 전쟁) 논란이 격화되고, 무역 갈등이 심화되었다. 이는 Monetary dominance가 지니는 축소 지향적이고 갈등적인 특성에 기인한다.

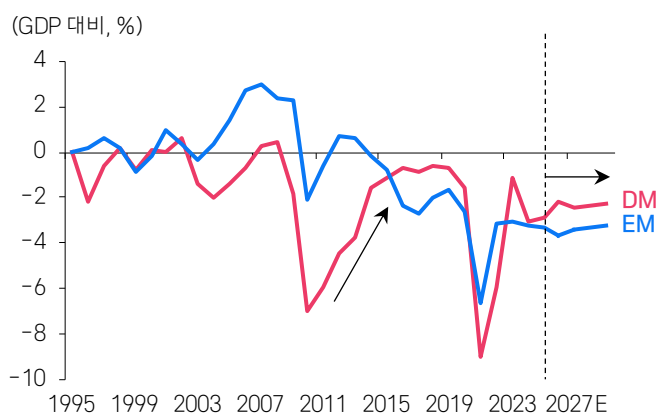
그러나 2010년대와는 대조적으로 팬데믹을 거치는 과정에서 향후 수년간 주요국들은 확장적 재정정책과 중립적 통화정책을 주된 policy mix로 유지할 전망이다. 높아지는 관세/비관세 장벽, 고령화에 따른 생산성 및 잠재 성장률 하락, 유럽 국가들의 국방 및 에너지 자립 필요성, 점증하는 AI/인프라 등 대규모 공공 투자 요구 등으로 주요국 대부분에서 더 이상 균형 재정을 절대선으로 여기지 않게 되었다. 오히려 적절한 재정 지출 확대를 통해 생산성 향상과 잠재 성장률 제고를 달성하는 것이 장기적으로 국가 부채 부담 축소와 재정 건전성 향상에 기여할 수 있다는 시각이 널리 힘을 얻고 있다. 이제 낮은 물가를 위해 경제 성장을 희생하는 것을 추구하는 시대는 저물어가고 있다.

팬데믹 이후의 글로벌 경제 충격은 모두 공급 충격



자료: FRBNY

주요국 모두 상당 기간 재정 확대 기조 유지할 것(기초 재정 수지)



자료: IMF

독일, 한국, 일본 등에서 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사한다. 여기에 2010년대와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 대응 여력을 보유하고 있음을 의미한다. 이러한 'Policy put'의 존재는 글로벌 경기의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인이 될 것이다.

한편, 한국 경제는 주력 수출품목인 반도체 가격의 급등으로 수출 서프라이즈 행진이 지속되고 있다. 당사는 한국의 수출 증가율이 올해 전년 대비 60%로 1973년 이후 최고 수준을 기록하고, 내년에도 15%의 양호한 증가세를 유지할 것으로 전망한다. 이에 따라, 실질 성장률도 올해 3.4%와 내년 2.8%로 잠재 수준(1.9% 내외)을 크게 상회하는 완전한 경기 확장 국면이 이어질 것으로 예상된다. 보다 중요한 핵심은 수출물가 급등과 이에 따른 교역 조건의 급격한 개선을 반영하여 명목 경제성장률이 올해 18.1%, 내년 9.3%로 1994년 이후 최고 수준을 기록할 것이라는 점이다. 이는 올해와 내년 불과 2년 만에 한국의 명목 GDP 규모가 약 30% 급증할 것임을 의미한다. 이는 최근 10년 평균 명목 GDP 성장률 4.5%를 대폭 상회하는 수준으로, 정상 수준을 상회하는 초과 명목 GDP의 규모가 2년 누적으로 약 900조 원에 달할 것으로 추정된다.

이는 국민 소득 3면(생산=지출=분배) 증가 법칙에 의해, 가계의 피용자 보수(임금), 기업의 영업 잉여(이익), 정부의 세수의 총합도 향후 2년간 약 900조 원 추가로 증가할 것임을 의미한다. 이는 지난 1Q GDP 서프라이즈에서 이미 확인된 것처럼, 반도체가 주도하는 수출 호조가 설비 투자와 Capex용 건설 투자를 통해 내수로 trickle-down되기 시작했음을 의미한다. 또한, 민간 소비의 경우도 수출 기업들의 대규모 상여금 지급, 상장 기업들의 배당금 증가, 그리고 국내 증시 급등세 지속에 따른 wealth effect 등이 시간이 갈수록 가시화되면서, 하반기를 거쳐 내년으로 갈수록 수출의 온기가 내수 모멘텀의 빠른 회복으로 확산될 전망이다. 또한, 법인세, 소득세, 부가가치세 등의 초과 세수 급증으로 정부는 향후 국채 발행 없는 추경 집행과 3대 메가 프로젝트, 한국형 국부펀드 및 미래대응기금 등을 통해, 천재일우의 반도체 슈퍼사이클을 미래 성장 동력 확보와 경기 사이클의 하방 리스크 축소에 주력할 전망이다.

명목 성장률 급증이 한국 경제에 가져올 변화(2026~27년)

- 1 반도체 가격 급등으로 명목 경제성장률 서프라이즈 지속
- 2 수출이 설비 및 건설 투자를 통해 내수로 Trickle-down 시작
- 3 국내 증시 급등 지속 및 상여금 지급 등에 따른 Wealth effect 본격화
- 4 법인세 및 소득세 급증으로 국채발행 없는 확대재정 여력 대폭 강화
- 5 원화 약세 및 한류 확대에 따른 외국인 인바운드 소비 증가

자료: 삼성증권

하반기 인플레이션 고착화를 우려하지 않는 이유

이란 사태 및 이에 따른 호르무즈 봉쇄가 예상보다 장기화되어 6월 중순까지 지속되었지만, 국제 유가의 상승 폭이 4~5월 중 월평균 100달러 수준에 그쳐 당초 우려했던 주요국들에 대한 Growth/Inflation shock의 정도가 제한적인 것으로 평가된다. 현재까지의 국제 유가 흐름은 6월 월평균 83달러, 7월 75달러, 8월 이후 70달러 미만으로의 완전 정상화를 예상하는 당사의 기본 시나리오에 정확히 부합하고 있다. 특히, 실질 유가 기준으로는 과거 중요한 유가 급등 이벤트(1970년대 오일 쇼크, 2000년대 후반 원자재 슈퍼사이클, 2010년대 초중반의 고유가, 2022년 러-우 전쟁) 당시에 기록했던 최소 120(고점 기준 150~200달러)달러 수준에 크게 못 미치는 수준이다.

일부에서는 이란 사태로 인한 에너지 가격 급등이 지난 2022~23년과 같은 인플레이션 고착화로 이어질 가능성에 대해 우려하고 있다. 그러나 '22~23년의 경우, 1) 전례 없는 수준의 공격적인 확대 재정정책(GDP 대비 10~20%), 2) 팬데믹 직후의 극심한 노동력 부족(노동시장의 과열) 및 임금 급등(wage-price spiral), 3) 대부분의 산업에 걸친 광범위한 공급망 차질, 4) 주요국 동시 reopening에 따른 이연수요 폭발 등 지금과는 비교할 수 없는 중요한 차이들이 존재한다. 현재의 경우, 1) 제한적이고 targeted된 완만한 재정 자극, 2) 노동시장의 불균형 소멸과 노동 수요의 약화, 3) 에너지에 국한된 공급망 차질, 4) 소득 증가 속도에 부합하는 소비 증가(저축률 안정) 등에 힘입어, 에너지 가격 급등이 여타 부문으로 확산되는 징후를 거의 찾기 어렵다.

이러한 관점에서 당사의 전망과 비교할 때, 6월 Fed 경제전망 수정에서 가장 hawkish한 부분은 핵심 PCE 인플레이션의 올해와 내년 4Q 전망치가 각각 3.3%와 2.5%로, 당사 예상 3.0%와 2.2%를 크게 상회하는 부분이다. 이는 FOMC 참여자들이 이번 인플레이션 상승의 지속 가능성에 보다 우려하고 있음을 시사한다. 그러나 당사는 여전히 향후 추가 2회 인하(올 12월과 내년 3월, terminal rate 3.25%) 전망을 유지한다.

인플레이션 고착화를 우려하지 않는 4가지 차이점



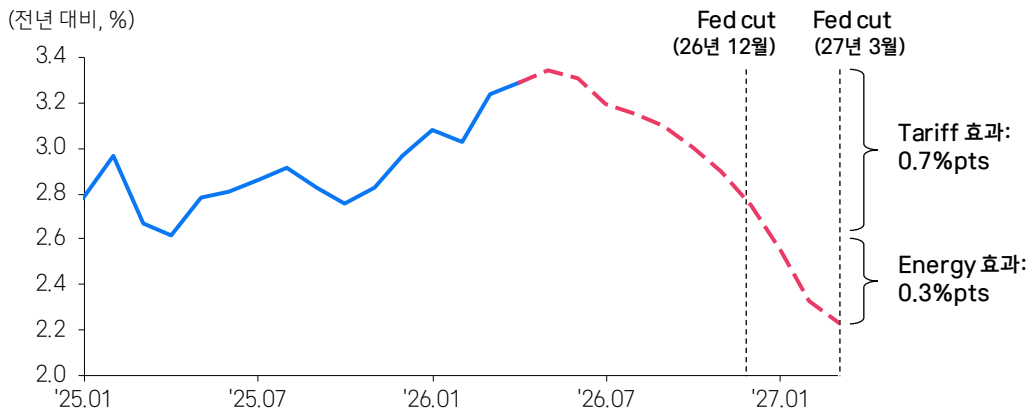
자료: 삼성증권

그 이유는 첫째, 예상대로 미-이란 종전 합의 도출 이후 국제 유가가 빠르게 하락하고 있기 때문이다. 앞서 언급한 것처럼 국제 유가는 6월 들어 불과 1개월 만에 배럴당 70달러 미만으로 급락하면서, 시장의 예상보다 빠르게 정상화되고 있다. 이러한 가운데, 지난 6월 10일 발표된 미국 5월 소비자 물가는 유가 급등에도 불구하고 core로의 물가 충격 전이가 아직 나타나고 있지 않음을 보여주었다. 또한, 6월 고용 지표에서도 임금 상승률(전년 대비 3.5%)이 물가목표 2%에 상응하는 수준(약 3.5~3.8%)의 하단에 머물러 일부에서 우려하는 wage-price spiral 가능성이 거의 없음을 확인시켜 주었다.

둘째, 관세 및 에너지 가격 상승 효과 소멸로 올해 12월부터 내년 3월 사이에 미국 headline과 core의 전년 대비 상승률이 약 -1.0%pts 하락할 것으로 예상된다. 이 경우, 만약 Fed가 올 4Q 중 금리 인상을 하더라도 몇 달 내에 다시 최소 1회 이상의 금리 인하를 재개해야 하는 상황에 직면할 가능성이 높다. 따라서, 비록 전년 대비 기준으로 인플레이션 상승률이 높은 수준을 유지하더라도, 전월 대비 상승률의 둔화가 이어질 경우, Fed는 금리 동결 기조를 유지할 가능성이 높다. 셋째, 연내 금리 인상 의견을 제시한 대부분은 매파적인 지역 연준 의장들로 추정되며, Fed 지도부를 포함한 올해 voting 권한을 가진 멤버들의 과반수 이상은 여전히 동결 의견을 지지하는 것으로 판단된다. 넷째, 지난 '24년과 '25년 모두 7~8월 중 고용 지표의 negative shock이 발생하며, 2년 연속 9월부터 3차례 insurance cuts을 단행했던 것에서 잘 나타나듯, 올 7~8월 고용 지표의 하방 리스크(계절 조정 과정에서의 반복적인 통계 오류 포함)가 상존한다.

종합할 때, 연내 인플레이션의 둔화 속도가 더딜 경우 당사가 예상하는 첫 금리 인하 시점이 올 12월에서 내년 3월(이 경우, 내년 3월-6월 인하)로 지연될 수는 있겠지만, 금리 인상의 threshold는 여전히 높은 것으로 판단한다.

미국 핵심 PCE 인플레이션 및 Fed 금리 전망: Terminal rate 3.25% 유지



자료: Bureau of Economic Analysis, 삼성증권

한편, 신임 워시 의장은 6월 FOMC에서 현재의 통화정책에 대한 평가나 향후 방향에 대한 언급을 극도로 자제하는 모습을 보였다. 대신, 그 동안 주장해 온 Fed 개혁을 위해, 향후 5개 분야(Fed communications, Balance sheet, 기존 data source의 활용과 대안 data 검토, Productivity & jobs, Inflation frameworks)의 TF를 만들고, 올해 말 정도에 결과물을 기대한다고 수차례 반복해서 강조하였다. 이에 따라, 내년 초 이후 Fed 통화정책에 있어서의 의미 있는 대규모 변화가 예상된다.

그는 Fed 의장에 지명되기 이전부터 FOMC 성명서 문구나 dot-plot 같은 forward guidance 제공이 정책 결정의 유연성을 약화시키고, 통화정책 운신의 폭을 축소시킨다고 주장해왔다. 또한, FOMC 참여자들의 과도한 외부 활동도 축소해야 한다는 입장이다. Fed가 비밀주의를 탈피하고 통화정책의 투명성을 제고하기 위해, 버냉키 의장 때부터 적극적으로 도입하기 시작한 forward guidance는 시장 참여자들이 예상하는 통화정책 경로에 대한 불확실성을 축소시키고, 예측 가능성을 높여 금리 변동성과 term premium을 낮추는 데 긍정적 역할을 했다는 것이 주요 연구 논문들의 공통된 결론이다. 특히, 2008년 글로벌 금융위기나 2020년 팬데믹 충격은 위기 상황에서 정책 금리가 제로수준까지 인하될 경우, forward guidance는 매우 파워풀한 통화정책 수단으로 작동해왔다.

따라서, 만약 워시 의장이 forward guidance를 없앨 경우, 시장 참여자들이 통화정책 경로에 대한 기대를 형성하는 데 있어서, 불확실성을 확대시키는 요인으로 작용할 것이다. 이러한 불확실성 확대는 금리 변동성과 함께 term premium의 추가 상승으로 이어질 가능성이 높다. 또 다른 불확실성 확대 요인은 이 전보다 소수 의견의 빈도가 높아질 수 있다는 점이다. 비록 트럼프 당선 이후 파월 의장의 임기 중에도 소수 의견이 증가하기는 했지만, 대체로 FOMC 내 컨센서스 형성을 중시했던 파월과는 달리, Fed의 개혁을 추진하려는 워시의 스타일상 소수 의견의 빈번한 발생은 불가피할 전망이다. 한편, 지난 2011년부터 2018년까지는 경제전망 수정 및 dot-plot이 제시되는 3, 6, 9, 12월 FOMC에서만 기자회견을 했지만, 2019년부터는 연간 8회인 모든 FOMC에서 기자회견을 제공해 왔다. 이는 기자회견이 있는 FOMC에서 주로 금리 변경이 이루어질 것이라는 시장의 bias를 없애기 위함이다. 따라서, 만약 기자회견을 다시 4회로 줄일 경우, 기자회견이 없는 FOMC의 중요도가 상대적으로 크게 약해질 가능성이 있다.

현시점에서 당사 경제 전망의 거의 유일한 리스크는 Fed 통화정책의 급격한 긴축 전환 가능성이다. 이는 현재 시장이 반영하고 있는 약 12개월 내의 1.5회 금리 인상 정도가 아닌 최소 +100bp를 상회하는 구조적인 인상 사이클로의 전환을 말한다. "None of the post-war expansion died of old age. They were all murdered by the Fed (2차 대전 이후의 미국 경기 확장은 기간이 길어져서 끝난 것이 아니다. 모두 Fed의 긴축에 의해 살해됐다)"라는 MIT Dornbusch 교수의 유명한 말처럼, 경기 확장 사이클은 기간의 문제가 아니라, Fed의 통화 긴축이나 민간 부문의 금융 불균형, 오일 쇼크 등과 같은 원인에 의해 경기 침체에 진입하게 된다. 특히, 지난 70년간 미국의 경기 침체를 유발했던 핵심 요인을 살펴보면, 약 70%가 Fed의 통화 긴축이고, 그 외에는 오일 쇼크와 민간 부문의 금융 불균형이 각각 20%씩(복수 요인 허용)을 차지한다.

이 중 팬데믹을 제외하면 가장 최근 경험했던 '00~01년 Dot-com 버블과 '07~08년 Sub-prime 사태는 민간 부문의 금융 불균형에 기인했다. 이미 널리 알려진 대로, Dot-com 버블 때는 기업들의 과도한 투자 확대로 민간 금융 수지 적자가 GDP 대비 -6%를 상회하는 수준까지 악화되었고, Sub-prime 위기 때는 가계의 과도한 부채 부담으로 금융 수지 적자가 -4%를 상회하였다. 그러나 최근 미국 민간 부문의 금융 수지는 장기 평균(GDP 대비 +1.2%)을 2배 상회하는 +2.5% 내외의 매우 양호한 흑자를 유지하고 있어, 금융 불균형 징후를 거의 찾기 어렵다. 이는 가계 부문의 경우, 노동시장 호황에 힘입어 견고한 임금 및 소득증가세가 지속되고 있기 때문이며, 기업의 경우도 글로벌 경기 확장의 지속으로 양호한 이익 개선 및 재무건전성을 유지하고 있기 때문이다.

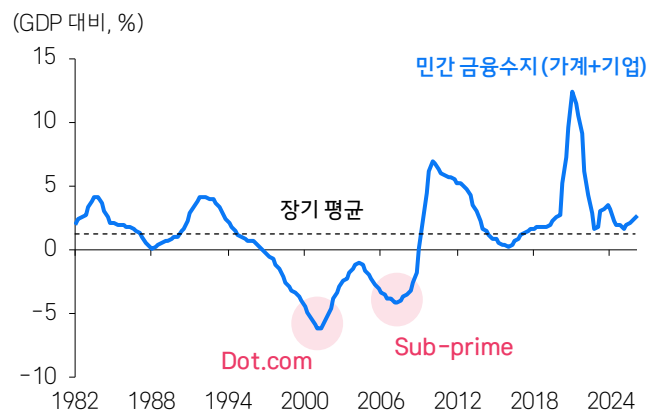
따라서, 현재 Fed의 급격한 긴축 전환을 유발할 수 있는 유일한 요인은 국제 유가 급등이다. 이란 사태로 인한 에너지 가격 급등으로 이미 지난 6월 FOMC에서 연내 금리 인상을 지지하는 의견이 3개월 전 0명에서 9명으로 급증하면서 hawkish shock으로 작용한 바 있다. 그러나 미-이란 간 종전 MOU 체결 전후로 불과 한 달 만에 국제 유가가 100달러에서 이미 70달러를 하회하는 수준까지 급락하면서 12개월 내 +100bp를 상회하는 금리 인상 가능성은 사실상 소멸하였다. 지난 7월 1일 신임 워시 의장도 "지난 4주간 (유가 급락으로) 기대 인플레이션과 인플레이션 리스크가 모두 하락하였다"고 밝혔다. 이는 여전히 내년 상반기까지 2차례의 Fed 금리 인하를 예상하는 당사의 기본 시나리오에 보다 부합하는 변화이다. 향후 국제 유가가 수개월 이상 100달러를 상회하지 않는다면, 당사 경제 전망의 리스크는 매우 제한적 수준으로 평가한다.

WW2 이후 미국 경기 침체 3대 원인: Fed, Oil, and Imbalance

	Inventory Shock	Oil Shock	Monetary Tightening	Financial Imbalance	Fiscal Tightening
Nov-48					
Jul-53					
Aug-57					
Apr-60					
Dec-69					
Nov-73					
Jan-80					
Jul-81					
Jul-90					
01-Mar					
07-Dec					

자료: 삼성증권

미국 민간 부문의 과도한 금융 불균형 징후 없어



자료: CEIC, 삼성증권

Global Economic Outlook

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GDP (전년 대비, %)					
World	3.3	3.4	3.3	3.1	3.3
DM	1.7	1.8	1.9	1.6	1.8
미국	2.9	2.8	2.1	2.2	2.2
유로존	0.4	0.9	1.4	0.9	1.3
일본	0.7	-0.2	1.2	0.7	1.0
EM	4.7	4.3	4.4	4.1	4.4
중국	5.4	5.0	5.0	4.7	4.6
한국	1.6	2.0	1.1	3.4	2.8
CPI (전년 대비, %)					
World	6.7	5.7	3.9	4.4	3.6
DM	4.6	2.6	2.7	3.2	2.1
미국	4.1	3.0	2.7	3.5	2.2
유로존	5.4	2.4	2.1	2.9	2.2
일본	3.3	2.7	3.2	2.0	2.1
EM	8.2	7.9	5.1	5.6	4.7
중국	0.2	0.2	0.0	1.0	1.0
한국	3.6	2.3	2.1	2.7	2.3
환율 (연말) / 유가 (연평균)					
엔/달러	141	157	157	155	150
달러/유로	1.10	1.04	1.17	1.18	1.20
위안/달러	7.1	7.3	7.0	6.6	6.4
원/달러	1,288	1,472	1,440	1,380	1,300
원/엔	9.1	9.4	9.2	8.9	8.7
원/유로	1,417	1,531	1,684	1,628	1,560
원/위안	181	202	206	209	203
WTI (달러/배럴)	78	76	65	72	67

자료: IMF, Consensus Economics, 삼성증권 추정

2026년 하반기 주요국 경제 전망 핵심 요약

- **미국:** 미국 경제는 올 상반기 1.5%(전기 대비, 연율화)에서 하반기 2.4%로 성장 모멘텀이 가속화되면서, 지난해 2.1%에 이어, 올해 2.2%, 내년 2.2%로 잠재 수준에 대체로 부합하는 양호한 확장 국면을 이어갈 전망이다. 이는 이란 사태 합의 도출에 따른 에너지 가격의 정상화로 민간 소비가 점진적인 회복세로 전환되는 가운데, AI 인프라가 주도하는 설비 투자의 견고한 증가세가 이어질 것으로 예상되기 때문. 특히, 하반기 이후 '27년으로 갈수록 지정학 불확실성 완화에 따른 소비 및 투자 심리 개선, Fed 금리 인하 기대 재개에 따른 금융 여건의 점진적인 완화 지속 등이 미국 경제의 tail-risk를 축소시키는 요인으로 작용할 것. 한편, 인플레이션의 경우, 국제 유가의 빠른 하락 정상화를 감안할 때, headline과 core 모두 지난 5~6월 중 고점을 통과한 것으로 판단함. 특히, tariff의 물가 충격이 본격적으로 약화되기 시작하는 올 4Q 이후 disinflation 추세가 가속화되고, 내년 3월에는 에너지 급등 효과가 대부분 소멸하면서 핵심 PCE 물가의 전년 대비 상승률 기준 약 -1.0%pts 하락이 예상됨

한편, 비록 예상보다 hawkish했던 6월 FOMC dot-plot에도 불구하고, 당사는 여전히 내년 상반기까지 Fed의 추가 2회 금리 인하 전망을 유지하는데, 이는 1) 하반기, 특히 4Q 이후 예상되는 disinflation 추세 재개, 2) 기대 인플레이션 정상화와 이에 따른 FOMC 내 동결 및 인하 컨센서스의 강화, 3) 지난 '24~'25년과 유사한 7~8월 고용 지표의 하방 리스크(계절 조정 과정에서의 반복적인 통계 오류 포함) 상존 등에 근거함. 이에 따라, 하반기 중 주요국 통화 대비 3% 내외의 완만한 달러 약세 재개와 미 10년물 국채 금리의 적정 범위(4.0~4.5%) 내 등락 전망을 유지함

- **중국:** 중국 경제는 '26년 4.7%, '27년에는 4.6% 성장할 전망이다. 주택시장 부진의 영향이 점차 감소하는 가운데, 수출이 '26년 15%, '27년에도 10% 내외 증가하면서 성장을 견인할 것. 중국의 양호한 수출은 1) 수출 경쟁력의 제고 지속, 2) 지역별 다변화, 3) 중간재 수출의 확대, 4) 미국과의 무역 마찰 완화 등에서 비롯. 반면, 주택 시장은 하강 국면 지속 예상. '26년 들어 1선 도시는 주택거래가 증가하고 가격도 상승했지만, 2선 이하 도시에서는 공급과잉이 해소되지 않아 주택 경기 침체가 장기화되고 있으며, 이는 내수 부진으로 이어지는 중. 아울러, 당사는 중국 경제가 3년간 지속된 0% 물가에서 벗어났지만 디플레이션 압력이 여전히 강하다고 판단. 1) 귀금속 가격 상승의 영향이 소비자 물가 상승의 1/3에 달했고, 2) 생산자 물가 상승도 비철금속, 원유, 반도체 등 원자재 가격 상승의 영향이 크며, 3) 실질 상품 소비 부진을 감안하면 수요 압력도 크지 않기 때문. 중국의 디플레이션 장기화는 주택시장 침체에 대한 미온적인 대처와 공급 중심의 성장 전략 등 미흡한 정책 대응에 기인

한편, 중국 소매 판매는 '26년 1.2%, '27년 2.5% 증가할 전망이다. 올해 상반기 소매 판매가 크게 부진했던 것은 지난해 이구환신 정책의 기저효과 영향이 크며, 자동차 판매가 지난해 10월 (-)로 전환된 점을 감안하면 소매판매 증가율은 4Q 중 다소 개선될 전망이다. 아울러, 고정 자산 투자는 '26년 -2.0%(명목), '27년에도 2.0%로 부진할 전망이다. 부진의 주요 요인은 부동산 투자 감소('26년 -13.5%, '27년 -6.0% 예상)로, 주택 착공이 '21년 정점 대비 20% 수준으로 크게 줄었지만 주택과잉 규모가 여전히 커 단기간 내 주택 투자의 회복을 기대하기 어려움. 제조업과 인프라 투자도 낮은 수익성과 반내권화 정책, 그리고 지방 정부의 재정 여력을 감안하면 크게 증가하기 어려운 상황. 다만, 중국 정부의 내수 부진 타개 및 AI 투자 확대 의지를 감안할 때, '26~'27년 인프라 투자는 4~5% 내외 증가할 전망이다

- **유로존:** 내용 유로존 경제는 2026년 0.9%에 이어 2027년 1.3% 성장률을 기록할 전망. 1) 유로존 경제에 대한 공급 충격 우려가 완화되는 가운데, 2) 심리 지표의 빠른 회복과 3) 글로벌 교역 확대에 힘입은 제조업 지표의 지속적 개선이 유로존 경제 하방을 지지할 전망. 글로벌 교역 확대 속도를 감안하면 유로존 경제는 3Q 완만한 회복 이후 4Q 가속화될 가능성이 있음. 다만 AI 사이클로 인한 수혜는 제한적이라는 한계도 존재. 유럽의 AI 품목 수출은 전체 수출의 5%에 그치고, 관련 고용은 2%에 그쳐 거시경제에 미치는 영향은 제한적일 것

정책 측면에서 보면, 하반기 새로운 정책 카탈리스트가 나타날 가능성은 제한적. 새로운 정책보다는 이미 발표되었거나 시행 중인 정책들의 집행 강도가 중요. 유로존 경제는 독일 주도 국방비 및 인프라투자 집행이 이어지는 가운데, 주요국의 에너지 충격 완화를 위한 일시적 재정 확대, RRF(NextGenerationEU) 집행 마무리 등에 힘입어 2025년 대비 완만한 재정 확대를 기록할 전망. 남유럽 회원국들이 RRF 종료 전 자금 활용을 집중함에 따라 EU 공공투자는 연말에 가까워질수록 일시적으로 크게 증가할 전망

유로존 인플레이션은 3Q 이후 추세적인 둔화를 보일 것으로 전망. 임금상승률이 2.5% 수준을 유지하는 가운데 기대인플레이션 또한 안정적으로 2% 수준에서 유지되고 있어 2022~23년과 달리 인플레이션의 추세화 가능성은 매우 낮아짐. ECB는 지난 6월 한 차례의 금리 인상 이후 연내 금리를 동결할 것으로 전망을 수정(기존 전망: 9월 추가 인하). 따라서, 지난 6월의 금리 인상은 혹시 모를 인플레이션 고착화 혹은 기대 인플레이션의 불안을 사전에 차단하기 위한 보험적 인상(insurance hike)으로 판단

- **일본:** 일본 경제는 '26년 0.7%, '27년 1.0% 성장하면서 완만한 회복세를 이어갈 전망. 1) 글로벌 AI 투자 확대로 자본재 중심으로 수출 호조세가 이어지고, 2) 견고한 기업 투자 흐름이 성장을 견인하며, 3) 고유가로 악화되었던 소비 심리도 개선되며 개인소비도 완만한 회복될 것으로 예상하기 때문. 아울러, 중동의 지정학 불확실성 완화와 여전히 완화적인 금융 여건 등도 성장을 지지하는 요인

소비자 물가는 하반기 상방 압력이 재차 확대될 전망. 구직자 우위의 노동시장 지속되면서 임금 상승이 서비스 물가를 중심으로 상방 압력으로 작용하고, 엔화 약세와 글로벌 에너지 가격 상승으로 연내 크게 확대된 수입물가·생산자 물가 상승 폭이 기업의 가격 전가를 통해 하반기 소비자 물가로 전이될 가능성이 높아졌기 때문. 기업간 서비스 거래 가격을 보여주는 기업 서비스 물가(SPPPI) 상승률이 지난 4Q 평균 2.7%에서 올해 상반기 평균 3.1%로 가속화. 한편, 국제 유가 급등에도 1~5월 중 소비자 물가 상승률이 전년 대비 1.4%에 그쳤던 것은 유가 보조금, 무상 교육 및 급식 확대 등 정책 효과 덕분이며, BOJ가 추정하는 정책요인 제외 핵심물가(기조적인 소비자 물가)는 공식 집계치를 상회하는 2% 내외

한편, BOJ는 정책 금리를 '26년 12월과 '27년 6월 두 차례 인상할 전망('26년 말 정책 금리 1.25%, terminal rate 1.5%). 무엇보다 올해 춘투에서도 임금 상승률이 3년 연속 5%를 상회하며 임금-물가의 선순환이 지속되고 있기 때문. 또한, 여전히 실질 정책 금리가 (-)인 가운데, 중동 지정학 불확실성 완화로 성장률 하방리스크가 축소된 점도 금리 인상 요인

- **한국:** 한국 경제는 '26년 3.4%, '27년 2.8% 성장하며 잠재 성장률을 크게 상회할 전망. 이는 글로벌 AI 인프라 투자 확대로 한국의 반도체 수출이 '26년 190%, '27년에도 30% 내외 증가하여, 한국 수출(통관 기준)이 '26년 60%, '27년 15% 내외 증가할 것으로 추정되기 때문. 특히, 당사는 한국의 명목 GDP 성장률은 '26년 18.1%, '27년 9.3%로 전망하는데, 이는 해당 기간 중 수출 증가의 6/7이 반도체 가격 상승에서 비롯될 것으로 전망하기 때문. 즉, '26~27년 한국 경제는 과거 자원 수출국에서나 찾아볼 수 있었던 대규모의 긍정적인 교역 조건 충격(positive terms of trade shock)이 현실화되는 국면에 진입

교역 조건 개선의 혜택은 우선적으로 양대 반도체 기업에 집중되나, 시차를 두고 법인세 등 세수 급증, 피용자 보수(임금) 증가, 투자 확대 등을 통해 경제 전반으로 파급될 전망. 금융시장에서는 두 기업의 합산 순이익이 '25년 88조 원에서 '26년에는 524조 원으로 급증하고, '27년에는 723조에 달할 것으로 전망. 금융시장의 전망을 80%만 반영하더라도 법인세 수입은 '26년 130조 원으로 3월 추경 당시보다 43조 원 증가하고, '27년에는 220조 원에 달할 것. 이미 1Q에만 두 기업은 10조 원씩의 법인세 비용을 계상. 증권거래세, 부가가치세, 근로소득세 등의 증가까지 감안하면, '27년 국세 수입은 565조 원으로 불과 2년만에 185조 원이 증가할 전망. 이러한 명목 GDP 및 국세 수입의 급증으로 국가부채/GDP는 '25년 말 48%에서 '26년 말 43%, '27년 말에는 39%까지 하락하고, 통합 재정 수지/GDP도 '26년 -0.5%, '27년 2.0%로 개선될 것

민간 소비의 경우에도 초기에는 소득 증가가 일부에 집중되겠지만, 재정 지출 증가, 주식 자산 부의 효과 현실화, 설비 투자의 증가 등 간접적인 경로를 통한 소득 증대가 나타나면서 점차 상승 폭이 확대되어 '27년에는 실질 GDP를 상회하는 3.1%에 이를 전망. 한편, 소비 증가율의 확대는 국제 유가 하락에도 인플레이션 압력을 높이는 요인으로 작용하여, 소비자 물가 상승률은 '26년 2.7%, '27년 2.3%로 한국은행의 물가안정 목표를 상회할 전망. 그에 따라 당사는 한국은행이 정책 금리를 '26년 7월부터 '27년 2Q까지 분기별 1회씩 총 4회, 100bp의 금리 인상을 통해 terminal rate 3.50%에 도달할 것으로 전망

I-3. 글로벌 금융시장 시사점

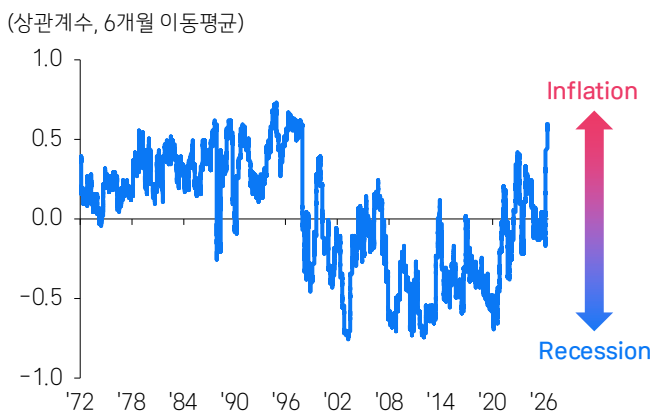
Fiscal dominance하에서 주식과 채권의 상관관계 (+) 전환; 완만한 달러화 약세 재개 예상

주요국 모두에서 본격화되는 확대 재정 기초의 유지는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사한다. 여기에 2010년대와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 대응 여력을 보유하고 있음을 의미한다. 이러한 'Policy put'의 존재는 글로벌 경제의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인이 될 것이다.

이러한 가운데, 올해 가장 큰 tail-risk로 작용했던 국제 유가 급등세가 종전 합의 도출 이후 불과 1개월 만에 큰 폭의 하락세로 전환되어 이란 사태 이전에 근접함에 따라, 하반기부터 글로벌 경기 전망의 개선과 이에 따른 소비 및 투자 심리 회복세가 가속화될 전망이다. 특히, 지난해와는 달리 올들어 글로벌 증시 상승을 이끄는 동력은 견고한 기업 이익의 증가이다. MSCI ACW 기준, 올해와 내년 EPS 증가율 컨센서스 전망치가 각각 26.6%와 15.8%에 달해 지난 10년 평균 7~8% 수준을 대폭 상회하고 있다. 반면, 밸류에이션 multiple은 지난해보다 평균 약 10% 하락하였다. 이는 글로벌 증시 상승의 동인이 밸류에이션 상승이 아니라 견고한 이익 증가에 기반한 보다 지속 가능한 것으로, 글로벌 경제의 골디락스 장기화를 감안 시 위험자산 가격의 상승세가 지속될 가능성이 높음을 의미한다.

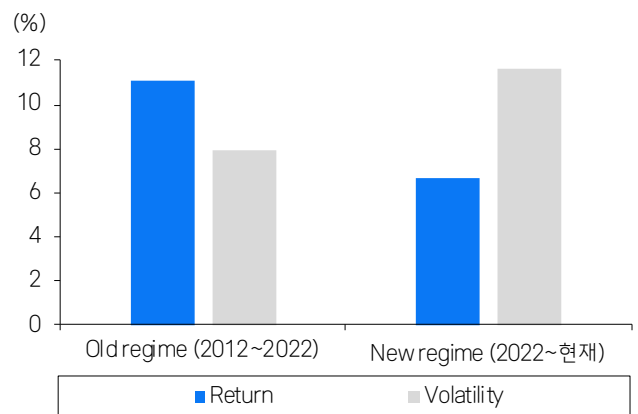
반면, 최근 20~30년 동안 주식 시장이 10% 이상 급락하는 risk-off 국면에서 미 국채 금리는 하락(국채 가격 상승)하였다. 이러한 움직임은 충격의 진앙지가 미국인 경우에도 대부분 예외 없이 나타났다. 이러한 특성으로 인해 미국 국채는 달러화와 함께 글로벌 안전자산으로 독보적인 지위를 누려왔다. 그러나 올 상반기 중 글로벌 금융시장에서 가장 주목할 부분은 미국 국채가 이란 사태 직후의 risk-off 국면에서 안전자산으로서 작동하지 않았다는 점이다.

주식과 채권의 상관관계, 약 30년 만에 (+)로 전환



참고: S&P500과 미국 10년물 국채 가격 간 상관관계수
자료: Bloomberg, 삼성증권

전통 60/40 포트폴리오의 Risk/Return 변화



자료: 삼성증권

이러한 현상은 이미 지난해 4월 초 트럼프 상호관세 발표 직후, 미 증시-국채-달러화가 동시에 약세를 보인 소위 '트리플 약세' 국면에서도 확인된 바 있다. 지난해 예상을 대폭 넘어선 관세 충격은 트럼프 관세 이슈를 inflation shock에서 growth shock으로 전환시켰다. 이에 따라, 관세 충격 → 미국 경기 침체 → 재정 적자 확대 → 국채 발행 증가 → 미국 주식/채권/달러의 트리플 약세로 이어지는 growth shock으로 변화된 것이다. 올해 이란 사태의 경우도, 전쟁이 장기화되면서 국방 지출 증가에 따른 재정 적자 확대 및 Fed 금리 인상 우려가 가중되면서 실질 금리 상승으로 이어졌다. 이에 따라, S&P 500 지수의 경우, 초기 1개월 동안 약 8% 하락 이후, 빠르게 회복하기 시작하면서 전고점을 회복했지만, 미 10년물 국채 금리는 여전히 이란 사태 이전 수준을 상회하면서 약 2.0%의 손실을 시현하고 있다. 또 다른 대표적인 안전자산인 금의 경우도 이란 사태 직전 대비 -25%나 하락하였는데, 이는 실질 금리 상승에 따른 결과로 판단된다.

경기 부양을 통화정책에 의지했던 2010년대의 경우, 경기 충격이 발생할 때마다 금리 인하와 QE 기대가 높아지면서 미국 장기 금리가 하락하였다. 그러나 현재와 같이 경기 부양을 재정정책에 의존하는 fiscal dominance 환경하에서는 경기 충격이 국채발행 증가나 장기 재정 건전성에 대한 우려로 이어져 term premium의 상승을 유발한다. 이에 따라, 1996년 이후 지난 30년간 장기간 (-)를 유지해 온 주식과 채권의 상관관계가 지난 2022년 이후 이미 (+)로 전환된 상황이다. 주식과 채권의 가격이 같은 방향으로 움직인다면, 더 이상 60/40은 최적 포트폴리오가 되기 어렵다. 실제로 Monetary dominance가 작동하던 2012~22년 중 60/40 포트폴리오는 연평균 11.1%의 수익률과 7.9%의 변동성을 보였다. 그러나 Fiscal dominance 환경으로 바뀐 2022년 이후 현재까지는 6.7%의 수익률과 11.6%의 변동성을 시현하고 있다. 따라서, 최근에는 Long/short이나 Macro 헤지 펀드 혹은 원자재 같은 자산들을 추가로 편입함으로써, 최적 포트폴리오를 구축하려는 움직임이 활발해지고 있다.

향후에도 당사 예상대로 미국 경제가 상당 기간 잠재 성장률 수준의 양호한 경기 확장 국면을 지속하고, 올 하반기부터 내년 1Q 중 관세 충격 및 유가 상승 효과가 소멸하면서 인플레이션의 정상화가 진행될 경우, 미 10년물 장기 금리는 여전히 4.0~4.5%가 적정 범위로 판단한다. 확장적 재정정책과 중립적 통화정책 조합은 미국뿐만 아니라 대부분의 선진국에서 명목 성장률에 수렴하는 장기 금리 추세를 유지시킬 전망이다. '26년 하반기 중 국채 10년물 기준, 미국 4.0~4.5%, 독일 2.7~3.2%, 일본 2.5~3.0%를 적정 수준으로 예상한다.

한편, 달러화는 향후 약 6~12개월간 주요국 통화 대비 약 3~5% 내외의 완만한 약세 추세로 전환될 것으로 예상된다. 그 주된 배경은 1) 이란 사태 합의 도출에 따른 지정학 불확실성의 완화, 2) 국제 유가 정상화에 따른 비산유국 중심의 non-US 지역의 상대적 경기회복 모멘텀 강화, 3) Fed 금리 인하 재개에 따른 여타 주요국과의 금리 차 축소, 4) 미국 외 주요국들의 확대 재정 본격화 등을 종합적으로 반영한 것이다. 이에 따라, '26년 말 원/달러, 엔/달러, 달러/유로, 위안/달러 환율을 각각 1,380원, 155엔, 1.18달러, 6.6위안으로 전망한다.

당사는 중장기적인 관점에서 안전자산으로서 미 국채나 달러화의 매력은 지속적으로 약화될 것으로 예상하는데, 그 배경에는 트럼프 취임 이후 미국 정책에 대한 투자자들의 confidence recession(신뢰 결여)이 자리잡고 있다. 경제뿐만 아니라 외교나 군사적으로도 트럼프 정부의 일방적이고도 예측할 수 없는 정책의 불확실성은 그동안 글로벌 안전자산으로 자리 잡아 미 국채의 신뢰 약화/침체를 유발하고 있다. 지난해 4월의 상호 관세 부과와 10~11월까지 이어졌던 최장 기간의 미 연방 정부 셧다운, 그리고 올해 이란 사태 과정에서 나타난 극심한 변동과 불확실성은 미국 자산 전반에 대한 글로벌 투자자들의 신뢰를 재차 흔들어 놓은 계기가 되었다. 이는 달러 표시 자산 전반에 대한 'Sell US' 차원의 급격한 변화보다는 중장기적으로 리스크 헤지 차원에서의 다변화 욕구의 지속적인 강화로 이어질 것이다.

2. 하반기 중국 경제 전망

중국 경제, 수출이 성장을 견인할 전망

중국 경제는 '27년까지 내수보다 수출이 성장을 견인하는 국면이 이어지면서 4% 중반의 성장세를 지속할 전망이다('26년 4.7%, '27년 4.6%). 중국 주택 건설이 경제에서 차지하는 비중은 '21년 대비 절반으로 낮아졌으나, 주택시장은 여전히 하강 국면에 있어 내수에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 반면, 중국 수출은 '26년 15%, '27년에도 10% 내외 증가할 전망이다. 이는 1) 수출 경쟁력의 제고 지속, 2) 지역별 다변화, 3) 중간재 수출의 확대, 4) 미국과의 무역 마찰 완화 등에서 비롯된다. 무엇보다도, 장기간 지속된 디플레이션은 중국의 가격 경쟁력을 높이고 기업 측면에서는 경쟁 심화를 피해 해외로 진출하는 계기가 되었다.

디플레이션 압력은 여전히 높아

중국 경제는 3년간 지속된 0% 물가에서 드디어 탈피한 모양새다. 중국 생산자 물가는 지난 5월 전년 대비 3.8%를 기록하면서 (+)로 전환된 것을 넘어 상승 폭을 계속 확대했으며, 소비자 물가는 5월까지 1.0%를 기록했다. 이러한 물가 흐름은 긍정적이거나, 당사는 여전히 디플레이션 압력이 높은 것으로 판단한다. 이는 1) 실질 상품 소비 증가를 감안 시 수요 압력이 크지 않으며, 2) 귀금속 가격 상승의 영향이 소비자 물가 상승의 1/3에 달하고, 3) 생산자 물가 상승도 비철금속, 원유, 반도체 등 원자재 가격 상승의 영향이 크기 때문이다. 중국의 디플레이션은 주택시장 침체에 대한 미온적인 대처, 공급 중심의 성장 전략 등 미흡한 정책 대응으로 장기화되고 있다. 다만 생산자 물가는 40개월간 (-)를 기록했고, 반내권화 정책이 이어지고 있다는 점에서 '26년~'27년 2% 내외로 전망된다.

AI 투자의 중국 경제에 대한 영향은 제한적

중국 경제를 지지할 수 있는 요인으로 글로벌 AI 투자 확대가 주목받고 있다. 다만, 중국의 AI 투자가 경제에 미치는 영향은 상대적으로 제한적일 전망이다. AI 투자 확대와 그에 따른 관련 생산 증가가 중국 경제에서 차지하는 비중이 작기 때문이다. 우선, 중국 국영 통신사와 IT 기업, 그리고 정부 차원의 AI 인프라 투자는 전체 경제 규모와 비교하면 크지 않다. 중국 통신 3사의 '26년 AI 투자 계획은 약 800억~900억 위안이며, 알리바바, 텐센트, 바이트댄스 등 주요 IT 기업의 자본 지출 계획은 4,000억 위안을 하회한다. 중국의 AI 투자는 GDP 대비 0.4% 내외일 것으로 추정되며, 이는 AI 투자가 유의미하게 성장으로 이어지고 있는 미국(2% 상회 추정)을 크게 하회한다. 아울러, 글로벌 AI 투자 확대에 따라 생산 측면에서 얻는 수혜도 제한적일 전망이다. 반도체 수출이 급증했지만, 가격 상승과 가공 무역 비중 감안 시 중국 내 부가가치 창출은 제한적이다. 또한, AI 투자 수혜 제조업(PCB, 통신 설비 등) 생산이 GDP에서 차지하는 비중도 1.5%로 크지 않다.

II-1. 중국 경제, '26년 4.7%, '27년 4.6% 성장할 전망

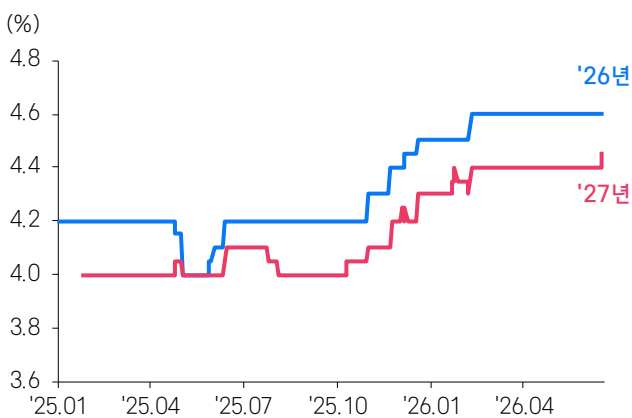
중국 경제, 수출이 성장을 견인; 내수는 주택시장 침체와 산업 공급 과잉으로 부진

중국 경제는 주택시장 부진의 영향력이 점차 감소하는 상황에서, 수출이 성장을 견인하면서 4% 중반의 성장세를 지속할 전망이다. 실제로 '21년 이후 중국의 주택 완공 면적은 5년 내내 감소한 반면, 성장률은 연평균 4.5% 내외를 지속했다. 그에 따라 '21년 주택 건설이 중국 GDP에서 차지하는 비중은 10%에 달했으나, '25년에는 절반 수준인 5% 수준까지 낮아진 것으로 추정된다. 반면, 순수출의 성장 기여도는 '25년 1.6%pts, '26년 1Q에도 0.8%pts를 기록했다.

당사는 '27년까지 중국 경제는 내수보다는 수출이 성장을 견인하는 국면이 지속될 것으로 판단한다. 우선 중국 주택시장은 여전히 하강 국면에 있다. 물론 '26년 들어 1선 도시를 중심으로 주택 거래가 증가하고, 가격도 상승하면서 중국 주택시장에 대한 낙관론도 감지된다. 그렇지만 당사는 주택시장 회복은 1선 도시에만 해당되는 현상으로 판단한다. 지난 4년간 누적으로 명목 성장률은 19.3%에 달했고, 1선 도시 주택시장의 문제는 공급 과잉이 아닌 소득 대비 높은 주택 가격이었기 때문이다. 반면, 중국 주택시장 문제의 근원인 2선 이하 도시의 공급 과잉이 전혀 해소되지 않아, 해당 지역의 주택 거래는 '25년 수준을 하회하고 주택 가격도 하락세를 지속하고 있다. 이러한 주택시장 부진의 장기화는 가계의 부채 조정을 통해 소비에 부정적인 영향을 미치고, 지방정부의 재정 여력을 축소시켜 중국 내수의 부진을 장기화하고 있다.

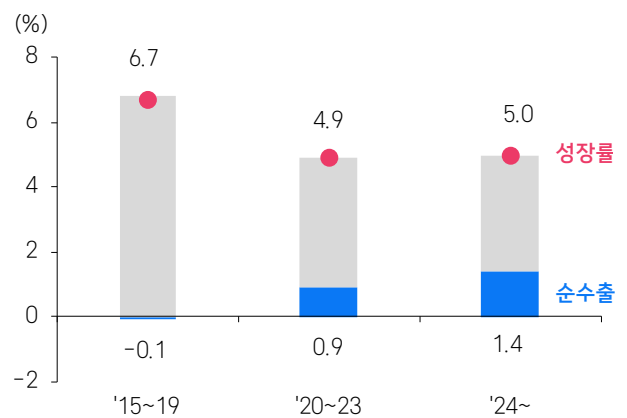
반면, 중국 수출은 '26년 15%, '27년에도 10% 내외 증가할 전망이다. 당사는 중국의 양호한 수출은 1) 수출 경쟁력의 제고 지속, 2) 지역별 다변화, 3) 중간재 수출의 확대, 4) 미국과의 무역 마찰 완화 등에서 비롯된다고 판단한다. 무엇보다 장기간 지속된 디플레이션은 중국의 가격 경쟁력을 높이고, 기업 측면에서는 경쟁 심화를 피해 해외로 진출하는 계기가 되었다. 관건은 수출 증가가 중국 경제 전반으로 파급되는지 여부이다. '25년 기준 중국의 GDP에서 대외수요가 차지하는 비중은 16% 내외, 제조업은 26% 내외로 추정된다. 또한, '26년 들어 중국의 수출을 견인하는 산업은 자동차(EV 포함), 반도체 등 일부 품목에 국한된다. 특히, '26년 반도체 수출 증가에서 중국에 위치한 한국 반도체 기업의 기여도가 대부분으로 추정된다. 결론적으로 중국 경제는 수출만으로 성장하기에는 이미 규모가 커진 상태이다.

금융시장의 '26~27년 중국 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 성장에서 순수출의 성장 기여도



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 경제 여전히 Deflation 압력 높아

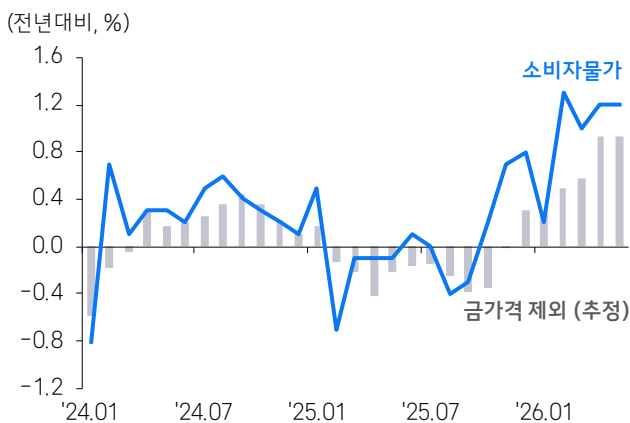
'26년 3월 중국의 생산자 물가가 40개월 만에 (+)로 전환되었고, 5월에는 전년 대비 3.8%를 기록했다. 소비자 물가도 5월까지 1.0%를 기록하며, 3년간 지속된 0% 물가에서 드디어 탈피한 모양새다('23~'24년 0.2%, '25년 0.0%). 그간 주택시장 붕괴 이후 디플레이션 우려가 중국 경제의 가장 큰 부담이었다는 점에서 최근 중국 물가지표의 흐름은 긍정적이다. 다만, 당사는 중국 경제가 인플레이션 국면(물가 상승률 확대)에 접어들었다고 생각하지 않으며, 여전히 디플레이션 압력이 높다고 판단한다. 그에 따라 '26~'27년 중국 소비자 물가는 1.0%로 전망한다.

첫째, 소비자 물가가 5월까지 0.9%, 핵심 물가는 1.2% 상승했으나, 명목 소매 판매는 1.4%로 부진했다. 이는 실질적인 상품 소비 증가율은 늘지 않았다는 의미이다(물론 중국은 실질 소비를 공식적으로 발표하지 않는다). 이는 최근의 소비자 물가 상승이 수요 압력보다는 공급 요인에서 발생했을 가능성이 높다는 점을 시사한다. 서비스 소비의 경우에도 실질로는 5% 내외 증가했지만, 해당 품목의 물가 상승률은 0.8%에 그쳤다. 특히, 서비스의 경우 단기간 내 생산성이 개선되지 않는다는 특성을 감안하면, 높은 소비 증가율과 낮은 물가 상승률 조합은 노동시장 내 유휴 인력이 상당하다는 점을 시사한다.

둘째, '26년 1~5월 물가 상승률 중에서 기타 품목(금, 은 등 귀금속 포함)을 제외한 소비자 물가는 0.6%로 낮아진다. 이는 5월까지 물가 상승의 1/3이 금, 은 등 귀금속의 가격 상승에서 비롯되었다는 점을 시사한다. 실제로 국제 금 가격이 가파르게 상승하던 시점과 중국의 소비자 물가가 (+)로 전환된 시점은 일치한다. 아울러, 기타 품목을 제외한 5월 소비자 물가 상승률이 0.6%를 기록한 것도 '25년 -0.2%를 기록했던 기저 효과의 영향이 크다. 같은 맥락에서 기타 품목을 제외한 품목 물가의 전월 대비 3개월과 6개월 평균에서도 물가 상승률이 높아지는 징후는 나타나지 않았다.

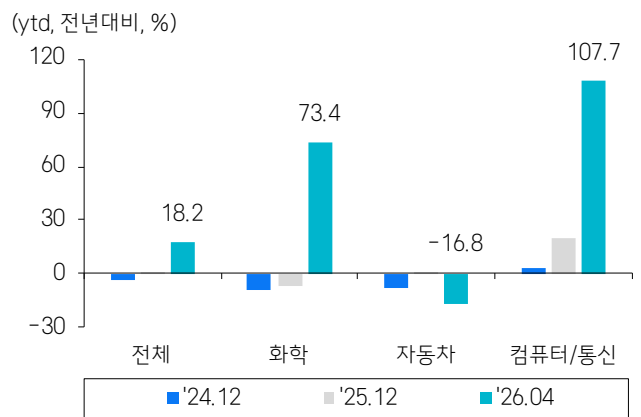
셋째, 생산자 물가가 5월까지 누적으로 전년 대비 3.8%를 기록했지만, 실상은 국제유가 및 반도체 가격 상승의 영향이 컸다. 실제로 비철금속(21.6%), 석유 및 가스(7.0%), 화학 제품(2.4%), 전기 제품(2.4%), 컴퓨터/통신(0.3%) 등을 제외한 제조업 제품의 가격 상승률은 전년 대비로 (-)를 기록했다. 같은 맥락에서 공업 기업의 이익이 4월 누적으로 전년 대비 18.2%를 기록했지만, 광산, 채굴, 석유 정제, 철강, 반도체 등(upstream)을 제외한 나머지 산업의 이익은 -2.8%를 기록했다. 이는 생산자 물가의 상승이 공급 충격에서 기인했다는 의미이다. 또한, 생산자 물가의 (+) 전환은 소비자 물가와 마찬가지로 기저 효과의 영향을 부인할 수 없다.

중국의 소비자 물가, 귀금속 제외하면 여전히 1% 하회



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 주요 산업별 이익 추이



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

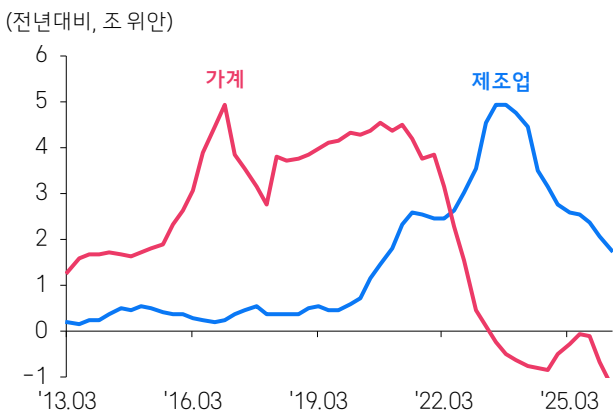
중국 정부의 주택시장 침체에 대한 미온적 대처와 공급 중심 성장 정책으로 디플레이션 장기화

중국의 디플레이션은 주택시장 붕괴와 그에 따른 가계부문의 부채 조정 그리고 지방 정부의 재정 여건 악화로 시작되었으나, 중국 정부의 정책 실패가 디플레이션을 가중시킨 측면이 강하다. 역사적으로 주택 시장 위기는 정부의 적극적인 개입(부채 탕감, 금리 인하 등)을 통해서 타개될 수 있으나, 중국 정부는 부실을 정리하는데 소극적이었다. 물론, 민간 부동산개발 회사, 주택청약자 등으로 이해관계자가 분산되어 있다는 한계가 있으나, 그러한 점을 감안해도 소극적이었다. 심지어, 공급 과잉 상황에서 노후화된 도심 주택의 재개발 등을 통해서 건설업을 지원하는 정책까지 입안했다.

디플레이션을 더욱 악화시킨 주범은 수요를 늘리기보다는 공급 능력을 공급을 확대한 정책이다. 중국 정부는 경기 둔화를 저지하기 하기 위해 첨단 산업 육성, 제조업 고도화(설비 이구환신) 등을 선택했다. 그 결과, 가계의 대출이 둔화되는 상황에서 제조업 대출은 오히려 증가하며 총수요는 유지되었다. 다만, 이 과정에서 늘어난 공급 능력은 중국 내수의 부진이 지속되면서 부담으로 작용했고, 그 결과가 생산자 물가의 하락, 상품 수지의 확대, 제조업의 낮은 수익성 등이었다. 결국, 중국 정부는 주택시장 과잉에 제조업 과잉을 더했을 뿐이다. 물론 '25년부터는 소모적인 경쟁을 억제하는 반내권화 정책을 내세우고 있으나, 고용 및 성장에 부담으로 인해 산업 전반보다는 일부 산업에 적용되는 상황이다.

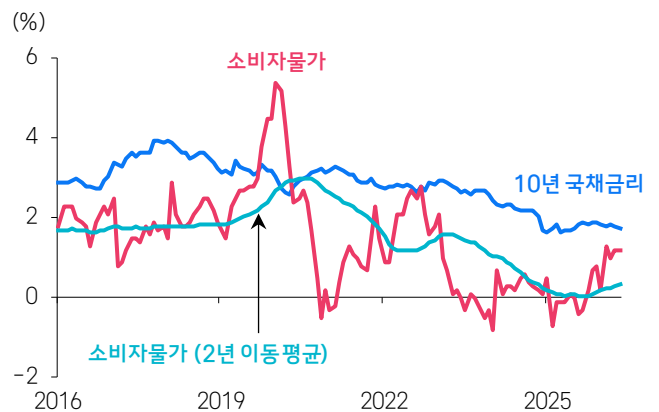
이러한 점들을 감안할 때, 당사는 중국 경제의 디플레이션 압력은 여전하다고 판단한다. 사실 중국 경제가 디플레이션에서 완전하게 탈피했다면, 중국의 10년 만기 국채 금리가 현재의 1.7%보다는 훨씬 높았어야 한다. 또한, 일본의 경우에도 '91년 버블 붕괴 이후 줄곧 하락하던 소비자 물가가 '97~98년에는 일시적으로 1% 내외를 기록한 바 있다. 특히, 당사는 디플레이션은 경제의 구조적인 측면에서 기인한다는 점에서 일시적인 공급 충격의 영향은 크지 않다고 판단한다. 일본이 30년 만에 디플레이션에서 탈출한 것도 팬데믹으로 인한 공급 충격뿐만 아니라 인구 구조의 변화(인구 및 생산 가능인구의 감소), 엔화 약세, 정책 당국의 강력한 의지 등이 복합적으로 작용한 결과이다. 물론 생산자 물가는 40개월 동안 (-)를 기록했고, 중국 정부의 반내권화 정책이 이어지고 있다는 점에서 '26년~'27년 2% 내외로 전망된다.

중국 부문별 대출 추이: 가계 부채 축소 vs. 제조업 대출 증가



참고: 가계는 모기지 대출, 제조업은 공업 기업 중장기 대출 기준
자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 10년 만기 국채 금리 1.7% 내외에 머물러



자료: 중국 국가통계국, NIFC, 삼성증권

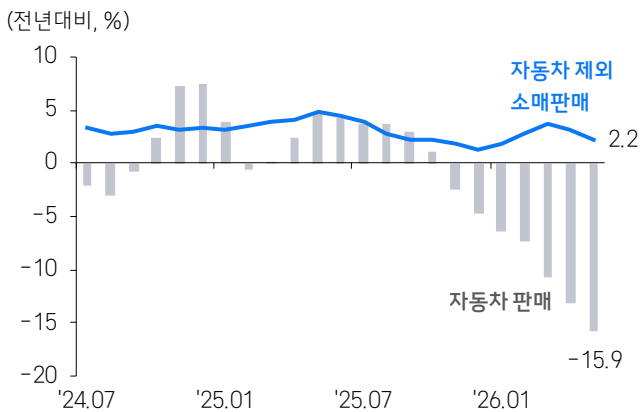
중국 소매 판매 '26년 1.2%, '27년 2.5% 전망; 고정 자산 투자는 각각 -2.0%와 2.0% 예상

'26년 상반기 중국의 소매 판매는 부진했다. 이는 지난해 성공적이었던 이구환신 정책의 지저 효과 탓이다. 실제로 5월까지 누적 소매 판매는 전년 대비 1.9%에 불과했으나, 자동차를 제외한 수치는 3.1%를 기록했다. 중국의 자동차 판매가 지난해 10월 이후 (-)로 전환되었다는 점을 감안하면, 소매 판매 증가율은 4Q 중에는 다소 개선될 것이다. 그에 따라 당사는 연간 소매 판매 증가율을 '26년 1.2%, '27년은 2.5%로 전망한다. 한편, 중국 가계 소비에서 서비스 비중이 점차 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 통계가 제한적이기는 하지만, 가계 소비에서 서비스가 차지하는 비중은 대략 30~35% 수준으로 추정된다. 또한, '25년에도 중국의 서비스 지출은 소매 판매 증가율을 상회하는 5% 내외를 기록했으며, 향후에도 4~5% 증가할 전망이다. '26년 1Q 최종 소비의 성장 기여도가 2.3%를 기록한 것도 서비스 지출의 지속적인 확대에서 비롯된다.

한편, 고정 자산 투자는 명목으로 '26년 -2.0%, '27년에도 2.0%로 부진할 전망이다(실질로는 -1.0%와 2.5%). 투자 부진을 전망하는 주된 이유는 무엇보다 주택 투자 부진의 장기화이다. 국가통계국에 따르면 '26년 4월 누적 고정 자산 투자는 전년 대비 -1.6%였으나, 부동산 개발을 제외한 투자 증가율은 4월 전년 대비 1.3%를 기록하며 상대적으로 양호했다. 당사는 중국 부동산 투자가 '26년 -13.5%, '27년에도 -6.0%를 기록하며, 7년 연속 감소할 것으로 전망한다. 물론 중국의 주택 착공이 '21년 정점 대비 20% 수준으로 급감했다는 점은 이후의 반등을 기대할 수 있는 요인이지만, 주택 과잉 규모가 여전히 크다는 점은 단기간 내 주택 투자의 회복을 점치기 어려운 요인이다. 제조업 투자의 경우에도 지난해 시진핑 주석의 반내권화 강조 이후 급감했고, 앞서 언급한 것처럼 여전히 일부 산업을 제외하면 대부분의 산업이 낮은 수익성으로 고전 중이라는 점도 제조업 투자에 부정적으로 작용한다.

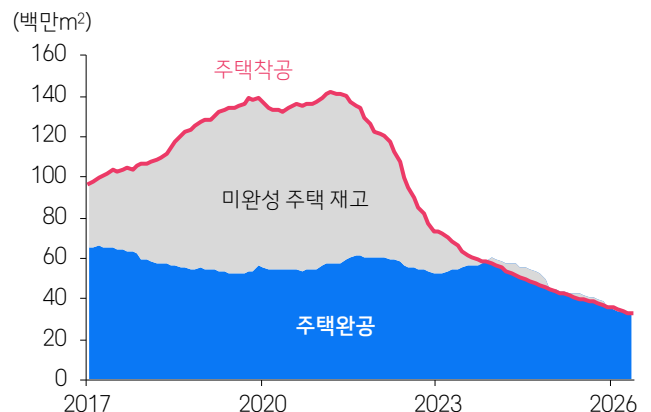
결국, 관건은 인프라 투자인데 '26년 지방정부의 채권 발행 규모는 '25년과 같은 수준이며, 지방정부의 기본적인 재정 여력도 개선이 더디다. 지방정부의 재정 수입은 '25년 2.4% 증가에 그쳤고, '26년 4월까지도 전년 대비 2.7%에 머물렀다. 명목 GDP 증가율이 '25년 4.0%, '26년 1Q에도 4.9%였다는 점에서, 그보다 낮은 세수 증가율은 지방정부 재정 여력이 그만큼 훼손된 상태라는 점을 시사한다. 다만, 중국 정부의 내수 부진 타개 및 AI 투자 확대 의지를 감안할 때, '26~27년 인프라 투자는 4~5% 내외 증가할 전망이다.

중국 소매 판매, 자동차 제외하면 그나마 양호



참고: 3개월 이동평균
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 주택 착공 및 완공 추이



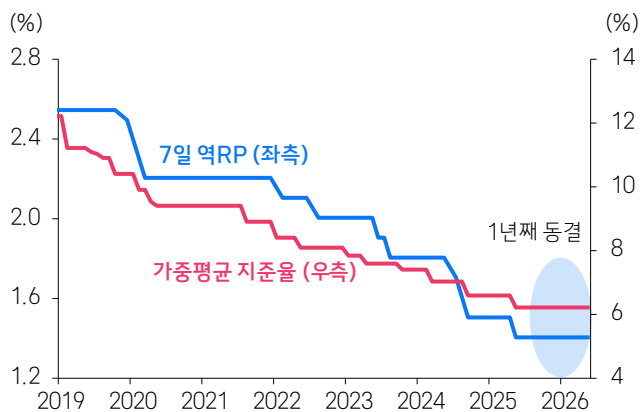
참고: 12개월 이동평균
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

통화정책 및 위안화 전망: 금리 동결 장기화 및 위안화 점진적 강세 지속

지난 5월 중국인민은행은 1분기 통화정책 집행 보고서를 통해, 기준율 및 금리 인하 문구를 삭제했으나 적절히 완화된 통화정책 기조를 유지한다는 방침을 유지했다. 이는 최근 중국 경제의 성장세가 개선되면서, 추가적인 금융완화의 필요성이 축소되었다는 의미이다. 반면, 인민은행이 '적절히 완화된 통화정책' 기조를 유지한 이유는 주택시장의 장기 침체로 인한 내수 부진이 지속되고, 인플레이션 압력이 낮은 수준에 머물고 있다고 생각했기 때문이다. 당사 또한 중국 경제의 성장이 주로 수출에 의해서 뒷받침되고 있고, 일시적인 요인을 제외한 인플레이션 압력이 여전히 낮다고 판단한다. 그에 따라 '27년 말까지 중국 정책 금리(Repo 7일물 기준 1.4%) 및 기준율의 장기 동결을 예상한다.

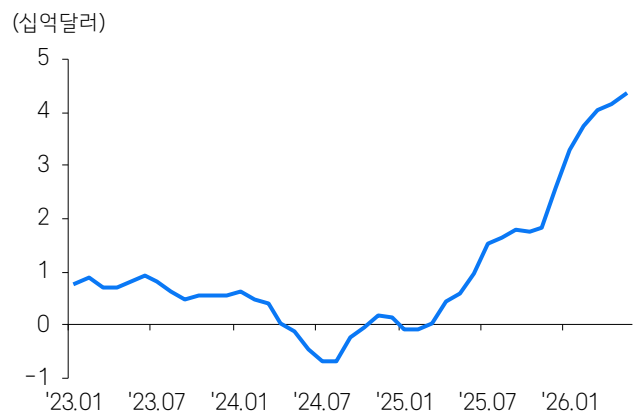
한편, 위안/달러 환율은 '26년 말 6.6위안(기준 6.7위안), '27년 말은 6.4위안으로 전망한다. 당사의 이러한 위안화 강세 전망은 1) '26년 경상 수지 흑자가 6.5천억 달러로 '25년 5.8천억 달러에 비해 확대될 전망이고, 2) 중국 정부의 위안화 국제화 노력이 확대되고, 3) 미 달러화가 점진적인 약세를 보일 전망이기 때문이다. 구체적으로 경상 수지 흑자 확대와 위안화의 점진적인 강세로 인해 중국 수출 기업의 달러 매도가 빠르게 증가하고 있다. 중국 외환관리국에 따르면, 중국 은행들의 대고객 외환 거래 중 경상 거래(달러 매도)는 평균 100억 달러 수준이었으나 '25년에는 256억 달러, '26년 1~4월에는 497억 달러로 대폭 증가했다. 또한, 중국 정부의 위안화 국제화 정책은 위안화가 여타 통화 대비 점진적으로 강세를 시현할 때 효과가 높으며, 이러한 점에서 최근의 위안화 강세는 중국 정부의 정책적 노력의 결과이기도 하다. 실제로 BIS에 따르면, 외환 거래에서 위안화 거래 비중의 확대는 무역 관련 요인보다는 중국과의 자유무역 협정이나 적극적 투자자(QFII) 라이선스 발급과 같은 정책 요인의 영향이 컸다.

중국 정책 금리 및 기준율 추이



자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 수출 기업의 달러 매도 확대



참고: 12개월 이동평균, 은행의 경상거래 부분 외환 결산액
자료: SAFE, 삼성증권

II-2. 중국의 견고한 수출 증가의 배경과 전망

높은 가격 경쟁력에 따라 중국의 세계 시장 점유율 확대 이어져

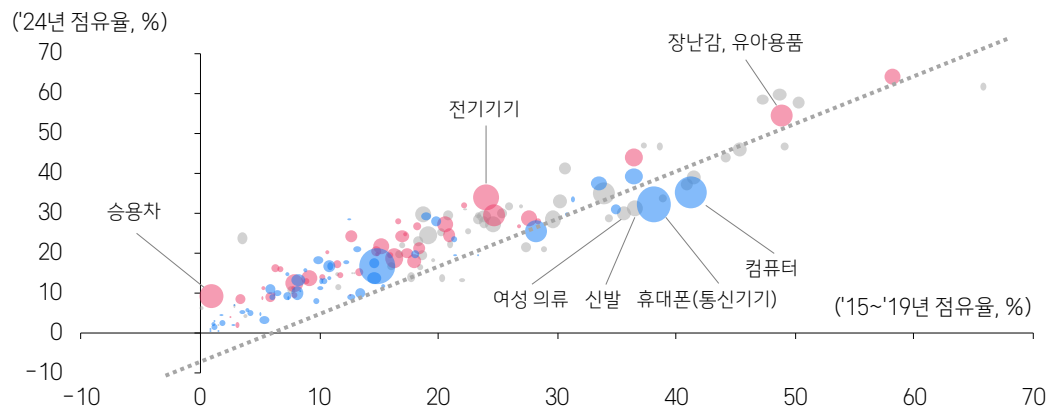
당사는 중국 수출이 '26년 하반기 이후에도 견고하게 증가할 것으로 전망한다. 첫째, 수출 품목 전반이 강한 경쟁력을 갖고 있기 때문이다. 이는 무엇보다도 수출 품목 대다수의 시장 점유율이 확대되었다는 점에서 확인할 수 있다. '24년과 '15~19년의 품목별 수출 시장 점유율(전 세계 수출 중에서 중국의 비중)을 비교하면, 기술 수준을 불문하고 대부분의 품목의 점유율이 확대되었다. 섬유, 철강, 가구 등 중국이 경쟁력을 보여왔던 저급 기술 품목은 물론, 승용차, 전기기기(배터리 포함) 등 중급 기술 품목, 그리고 반도체, 광학기기, 화학 소재 등 고급 기술 품목도 점유율이 상승하며 경쟁력 강화를 시사했다.

물론, 통신기기와 컴퓨터 및 부품, 그리고 의류와 신발과 같이 점유율이 하락한 품목도 있다. 통신기기와 컴퓨터 및 부품의 점유율 하락은 최종 조립 기지가 해외로 이전된 영향이며, 중간재는 중국에서 수출하고 있기 때문에 산업망에서 부가가치가 높은 부분으로 이동한 것으로 볼 수 있다. 반면, 의류, 신발 등의 점유율 하락은 투입재 중 노동의 비중이 높아, 인건비가 낮은 베트남, 미얀마 등지로 생산 기지가 이전한 영향으로 판단한다.

중국의 점유율이 높은 가장 직접적인 이유는 다른 지역 대비 저렴한 가격이다. '26년 3월 중국의 수출 가격 지수는 '15~19년 평균 대비 1.6%, '19년 말 대비 4.3% 상승하는데 그친 반면, 중국을 제외한 신흥 아시아 지역은 13.3%와 14.0%, 글로벌 전체는 모두 27.0% 상승하면서 중국의 가격 경쟁력을 나타냈다. 이는 각 지방정부의 경쟁적인 생산능력 확대가 이어지는 가운데 부실기업 구조조정이 지연되면서 공급 과잉이 나타났고, 여기에 내수 부진까지 겹치면서 가격 하락 압력이 확대된 영향이다.

또한, 간접적인 요인으로는 효율성이 높은 물류 인프라를 들 수 있다. World Bank의 Logistics Performance Index에 따르면 중국의 도로, 항만, 항공 등 물류 인프라는 신흥국 중 최상위권이었으며, 이는 수출 경쟁력에 도움이 되는 요인 중 하나이다. 또한, 대부분의 제품을 중국 내에서 조달할 수 있을 만큼 공급망의 폭이 넓다는 점과 숙련된 노동력이 많다는 점도 제조 및 수출에 큰 이점이 되고 있다.

중국 수출 품목 전반의 점유율 확대



참고: 회색은 저급 기술, 적색은 중급 기술, 청색은 고급 기술 품목, 점유율은 전체 수출 중 중국의 비중
자료: UNCTAD, 삼성증권

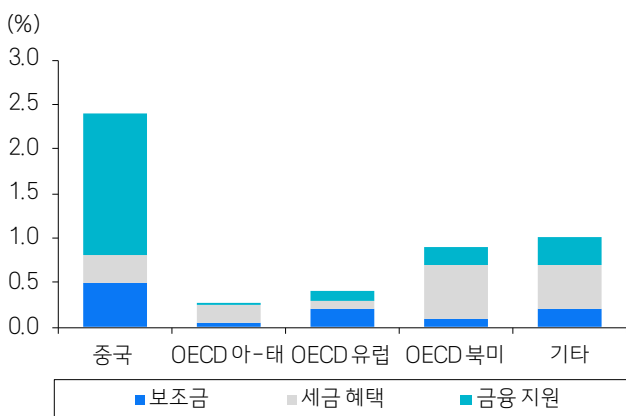
전략 산업 육성 기조로 관련 품목 수출 확대

둘째, 산업 육성 기조가 이어지면서 관련 품목의 수출 확대가 지속될 전망이다. 중국의 전략 산업 육성 정책은 이미 성과를 나타내고 있다. 지난 14차 5개년 계획 당시(21~25년) 전략 산업으로 언급된 신에너지차(전기차)의 수출은 '19년 대비 5배 이상 증가했으며, 신에너지(리튬 배터리)는 390% 이상, 항공은 65% 이상 증가했다. 아울러, 규모는 작지만 생명기술 품목도 145% 이상 증가하며 당시 언급된 전략 산업 품목 대부분은 같은 기간의 전체 수출 증가율(50.9%)을 상회했다. 중국 지도부는 14차에 이어 15차 계획 기간에도 산업 고도화 및 산업 육성을 최우선 목표로 제시했으며, 이는 전체 수출 증가를 지지할 것으로 예상된다.

전략 산업의 수출 증가율이 다른 산업을 상회하는 이유는 해당 산업들의 양호한 성장세가 이어진 가운데, 정부의 적극적인 정책 지원으로 수출 경쟁력이 강화되었기 때문이다. OECD(OECD MAGIC Database of Industrial Subsidies, 2026년)에 따르면, '05년에서 '24년 사이 중국 기업들은 OECD 지역 기업 대비 3~8배에 달하는 보조금 지원을 받았으며, 브라질, 인도, 인도네시아 등 다른 신흥 지역에 비해서도 보조금 규모가 컸다. 아울러, 전 세계의 무역 및 산업 정책을 모니터링하는 Global Trade Alert의 데이터를 분석한 결과, 중국 산업 중 자동차, 2차전지(리튬배터리), 제약바이오(생명기술)의 정책 지원 수준(관련 정책 개수)이 상위권에 속했다.

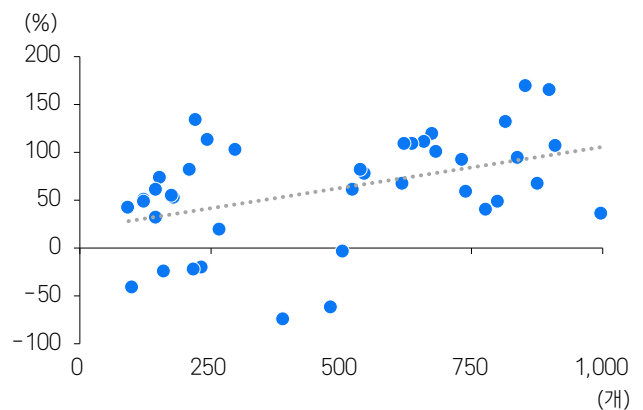
이러한 정책 지원은 실제로 수출 증가로 이어진 것으로 확인된다. 산업별 정책 지원 수준(Global Trade Alert 데이터 기준)과 관련 품목의 수출을 비교한 결과, 지원이 많은 산업의 품목일수록 수출 증가율이 높은 경향이 나타났다. 중국의 전기차, 리튬배터리, 그리고 태양광의 사례를 봤을 때 이는 주로 정책 지원에 따라 기술 및 가격 경쟁력이 높아진 영향으로 판단한다. 한편, 15.5 계획에서 언급한 전략 산업은 기존과 큰 차이가 없었다. 다만, AI 발전을 대대적으로 강조한 가운데, 전기차를 스마트카로 대체하고 휴머노이드를 추가하면서 AI 응용과 관련된 내용을 추가했다.

중국의 보조금 규모는 다른 지역을 상회



참고: 기업 매출액 대비 보조금, '05~24년 평균
자료: OECD(2026)

정책 지원 수준이 높을수록 수출 증가가 큰 경향



참고: x축은 '16~24년 사이 산업별 정책 개수, y축은 '15년 대비 '24년 수출 증가율
자료: UNCTAD, Global Trade Alert, 삼성증권

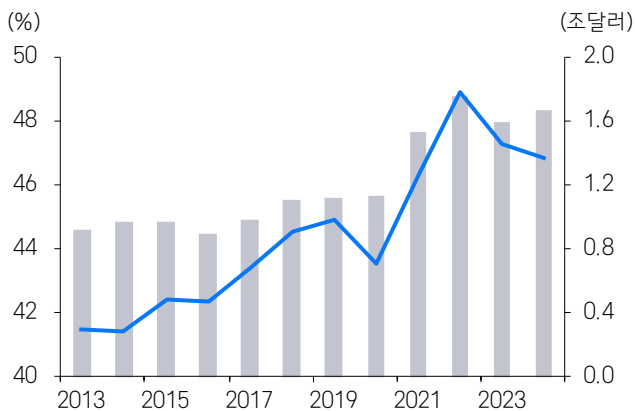
중간재 수출 증가, 수출 지역 다변화 등 중국 수출의 구조 변화도 (+) 요인

중국 수출 구조의 변화도 견고한 증가세를 뒷받침할 요인이다. 우선, 전체 수출 중 중간재의 비중이 확대되었다. 중국 수출을 BEC(최종 용도별 무역 분류법)를 활용해 분해한 결과, 중간재가 차지하는 비중은 지난 10년간 약 42%에서 47%로 확대되었고, 자본재까지 합하면 약 73%에 달했다('24년 기준). 아울러, 중국의 가공수출 비중은 약 20%로 10년 전 대비 20%pts 내외 하락했으며, 그중 외자기업의 가공 무역 비중은 4%에서 2%로 낮아졌다. 이는 중국이 글로벌 공급망에 더 깊게 연결되면서, 단일 제품이나 지역의 수요가 감소하더라도 해당 충격을 완화할 여지가 커졌음을 의미한다.

또한, 수출 지역 다각화도 이루어졌다. '18년 미-중 무역 분쟁 이전 미국향 수출은 전체에서 18% 내외로 의존도가 높았으나 최근에는 10% 수준까지 낮아졌고, EU에 대한 수출도 14% 초반으로 소폭 하락했다. 반면, 아세안, 라틴 아메리카, 중동, 아프리카 등 지역에 대한 수출 비중은 확대되었다. 이는 특정 지역에 대한 의존도를 낮춘다는 점에서 수출의 하방 경직성을 강화한다. 실제로, '25년 미국의 대중 관세 인상과 양국의 무역 갈등으로 대중 수출은 전년 대비 19.8% 감소했으나, 다른 지역으로의 수출이 증가하면서 전체 수출은 견고한 실적(5.4%)을 기록했다.

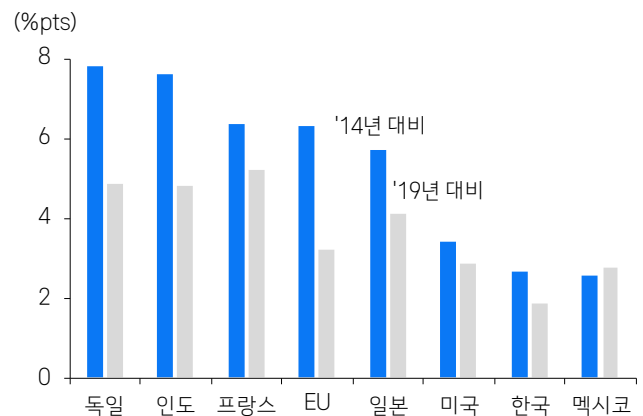
한편, 중국 산업의 구조적 변화와 질적 개선은 EU, 일본과 같은 선진 지역의 반발을 사고 있다. 중국 수출 품목이 다양화되고 보다 높은 수준으로 발전하면서 선진 지역의 제조업 시장을 잠식하고 있기 때문이다. 이는 지역 간 수출 유사성을 추정하는 ESI(Export Similarity Index)를 통해 확인할 수 있다. '15년 이후 주요 지역 중 중국과의 수출 유사성이 가장 크게 높아진 지역은 독일이었으며, 인도, 프랑스, 일본 등이 뒤를 이었다. 그에 따라, EU 집행위는 지난 5월 중국과의 무역 불균형에 대응하기 위해 수입 쿼터 확대와 관세 부과 등을 논의했으며, 현재 중국 지도부의 성장 전략을 감안하면 무역 갈등 리스크는 지속될 가능성이 높다.

중국 중간재 수출 비중 확대



참고: BEC Rev.3 기준
자료: UN Comtrade, 삼성증권

중국과 독일, 프랑스 등 EU 지역의 수출 유사성 상승



참고: '24년 기준
자료: UNCTAD, 삼성증권

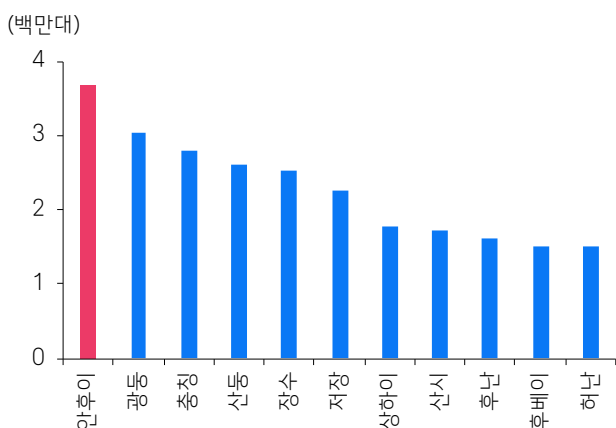
수출 증가에도 내수 부진은 불가피

중국의 견고한 수출 증가는 경제 성장을 지지할 것으로 판단한다. 수출의 부양 효과는 중국 지역별 경제 상황에서 확인할 수 있다. 대표적인 지역은 전기차 수출에 크게 수혜를 입은 안후이(安徽)성이다. '25년부터 광둥(广东)성을 넘어 자동차 생산 1위 성시가 된 안후이성은 지난 한 해 368.7만 대의 자동차와 179.4만 대의 신에너지차를 생산하며 중국의 주요 자동차 생산 기지로 거듭났다. 그에 따라, 지난 1~4월 안후이의 전체 수출은 39.6%, 자동차(승용차)와 전기차 수출은 각각 138.5%와 347.3%에 달했다. 이는 양호한 생산(1~4월 산업생산 11.3%, 1분기 GRDP 5.8%)으로 이어져 해당 지역의 성장을 지지했다. 다만, 높은 경제 성장률에도 안후이 지역의 내수는 부진(1~4월 소매 판매 2.3%, 고정 자산 투자 -4.3%)한 모습을 보였다.

또한, 중국 수출의 10% 이상을 차지하는 핵심 수출 지역인 선전(深圳)시에서도 비슷한 양상이 확인된다. 선전의 1~4월 수출은 전기기기, 반도체, 리튬 배터리 등의 수출 호조에 힘입어 전년 대비 17.8% 증가했으며(위안화 기준), 산업생산은 관련 업종의 생산 증가(컴퓨터, 통신 및 기타 전자설비 13.7%, 특수 장비 11.8%)로 8.8%를 기록했다. 이에 1분기 GRDP는 5.8%로 양호했지만, 선전의 내수는 1~4월 소매 판매가 -0.6%, 고정 자산 투자가 -6.0%(부동산 제외는 4.8%)를 기록하며 안후이와 마찬가지로 부진을 지속한 것으로 나타났다.

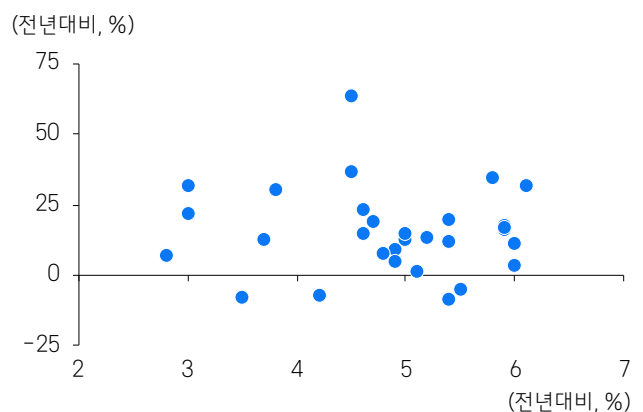
광둥성도 마찬가지였다. 광둥성은 연간 수출이 GRDP의 40%를 상회할 정도로 수출 비중이 높은 성시이며 1~4월 수출은 14.6% 증가하며 양호했지만, 소매 판매(1.4%)와 고정 자산 투자(-6.8%)가 부진했다. 주목할 부분은 광둥성의 1분기 경제 성장은 4.6%에 그쳤다는 점이다. 이는 수출 호조가 경제를 지지할 수는 있지만, 반드시 높은 성장으로 이어지지는 않는다는 것을 의미한다. 당사는 현재 중국의 전반적인 상황을 감안하면, 수출만으로는 중국의 내수 부진과 그에 따른 경제 하방 압력을 만회하기 다소 부족하다. 한편, 지역별 성장에 차이가 나타난 것은 수출과 생산 지역의 불일치, 경제 및 산업 구조 차이, 지역 간 부동산 경기 차이 등이 복합적으로 작용한 결과로 추정한다.

중국 성시별 자동차 생산량



참고: 2025년 기준
자료: 중국 국가통계국

지역별 수출 증가율과 성장율은 뚜렷한 상관관계 없어



참고: '26년 1분기 데이터 기준
자료: 중국 해관총서, 국가통계국, 삼성증권

II-3. AI 투자는 중국 경제를 부양하기에 역부족

'26년 중국 AI 투자는 미국 수준을 현저히 하회

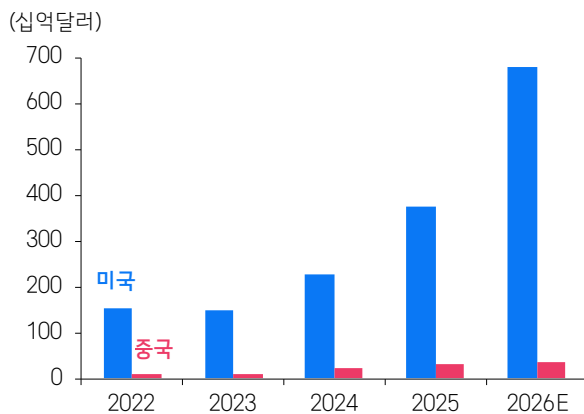
중국 경제를 지지할 수 있는 요인으로 글로벌 AI 투자 확대가 주목받고 있다. 다만, 중국의 AI 투자가 경제에 미치는 영향은 상대적으로 제한적일 전망이다. 중국 국영 통신사와 IT 기업, 그리고 정부 차원의 AI 인프라 투자 계획은 중국 전체 경제 규모나 고정 자산 투자 규모에 비하면 제한적인 수준에 그치기 때문이다. 중국 국영기업 중 주요 데이터센터 투자자인 통신 3사(차이나모바일, 유니콤, 텔레콤)의 '26년 AI 투자 계획은 약 800억~900억 위안 규모이며, 주요 IT 기업인 알리바바, 텐센트, 바이두, 바이트댄스의 자본 지출 계획은 4,000억 위안을 하회한다. 콰이서우, 징둥 등 다른 IT 기업까지 합쳐도 기업 차원의 투자는 최대 5,500억 위안일 것으로 추정된다.

한편, 정부 차원에서의 AI 투자는 직접적인 정부 지출 규모와 투자 주체가 불분명하기 때문에 추정하기 어렵다. 중국 최상위 경제정책 기구인 국가발전개혁위에서는 데이터센터 인프라에 5년간 총 2조 위안 규모를 투자 유인한다는 모호한 표현을 사용했으며, 다른 정책이나 민간 차원의 투자와 중복되는지 여부를 알 수 없다. 더 나아가, 바이트댄스, 알리바바 등 IT 기업의 투자는 유럽, 태국, 멕시코 등 지역에 대한 투자를 포함하여 실제 중국 내 투자는 그보다 낮을 전망이다. 그에 따라, 중국의 AI 투자는 GDP 대비 0.4% 내외일 것으로 추정된다.

미국과 비교하면, 중국 AI 투자가 상대적으로 부족하다는 점이 명확하다. 미국 하이퍼스케일러들의 '26년 자본 지출 전망은 6,785억 달러(Bloomberg 기준, 4.6조 위안)이며, 이는 중국 IT 기업 투자의 10배에 달한다. 또한, 실제 '26년 1분기 국민계정에 반영된 컴퓨터 장비 투자만 해도 GDP 대비 1.5%이고 여기에 통신장비와 관련 건설 투자까지 합하면 2%를 상회할 것으로 추정된다. 즉, 중국의 AI 투자는 규모 측면에서 미국과 분명한 거리가 존재하며, 미국처럼 유의미하게 경제 성장으로 이어지길 기대하기 어렵다.

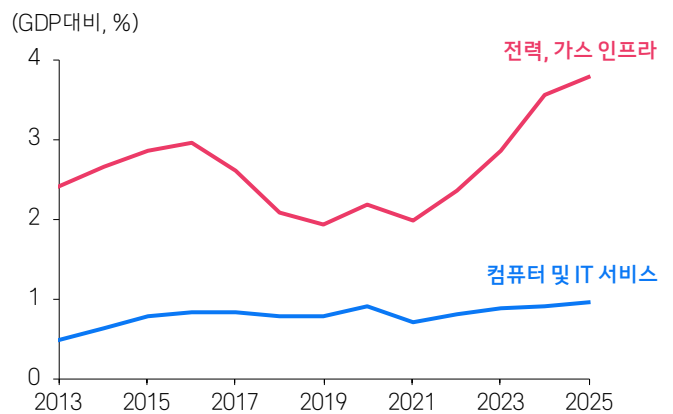
아울러, 중국의 투자는 미국과 다르게 계획대로 투자될지 여부도 불확실하다. 가장 큰 이유는 첨단 AI칩과 메모리의 공급 병목이다. 당사가 지난 4월 중국 방문기에서 지적했듯 중국의 AI 산업은 첨단 반도체 병목에 발목이 잡혀 있으며, 화웨이, CXMT와 같은 기업에서 이를 타파하기 위해 노력 중이지만 현재까지 확인된 정보로 미뤄보면 아직 기술 격차와 생산 제약이 존재하는 것으로 생각된다. 중국의 AI 투자가 중국 경제에 긍정적인 영향을 미치는 경로는 데이터 센터와 같은 직접적인 투자보다 간접적이나 상대적으로 규모가 큰 전력망, 통신망 등 인프라 투자에서 더 유의미하게 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

중국 주요 기업의 capex는 미국 기업 수준을 크게 하회



참고: 미국은 알파벳, 아마존, MS, 메타, 중국은 알리바바, 텐센트, 바이두의 합
자료: Bloomberg 삼성증권

중국 전력, 가스 등 인프라 투자 규모는 IT 서비스를 상회



참고: '17년 금액과 전년 대비 값으로 추정
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

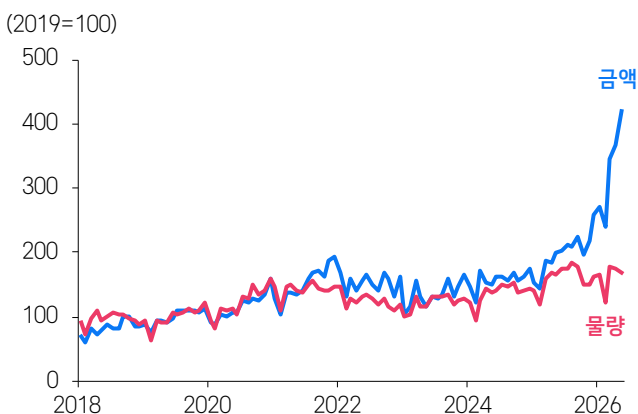
AI 관련 생산 확대는 긍정적이나 경제에서의 비중은 작아

중국이 글로벌 AI 투자 확대에 따라 생산 측면에서 얻는 수혜도 제한적일 전망이다. 우선, AI 투자 확대 영향으로 중국 반도체 수출은 전년 대비 100% 이상 기록하며 빠르게 확대되고 있지만 중국 경제에 미치는 영향은 자동차나 다른 주요 수출 품목에 비해 크지 않다. 반도체 수출 금액이 크게 증가한 것은 단가 상승에 기인한 것이며, 실제 수출량은 크게 변화하지 않았기 때문이다. 아울러, 중국 반도체 수출의 41%는 외국기업이 원자재 및 부품을 수입해 가공 후 수출한 물량('25년 기준)이기 때문에 중국 내 부가가치 창출도 제한적이다.

또한, AI 투자 확대로 반도체(메모리, 낸드, AI칩)와 그 외 통신장비 및 부품(광모듈 포함), PCB, MLCC, 구리케이블 등 여러 산업의 매출과 생산이 확대되었으나, 이들이 전체 경제에서 차지하는 비중은 크지 않다. 중국의 통계 미비로 구체적인 데이터는 없으나, 중국 국가통계국에서 발표하는 고급 기술 산업의 부가가치 데이터를 통해 이를 추정할 수 있다. 2025년 전체 산업에서 고급 기술 산업이 차지하는 비중은 약 14.5%로 추정된다. 고급 기술 산업에는 제약, 의료장비, 항공우주, 전자통신 설비, 컴퓨터, 첨단 화학 제품 등이 포함되어 있으며, 전자통신 설비와 컴퓨터의 비중은 각각 63.0%와 13.2%('20년 매출 기준)이었다. 전자통신 설비와 컴퓨터 산업의 절반이 AI 투자와 직접적으로 관련되었다고 가정해도, 중국 GDP에서 차지하는 비중은 약 1.5% 내외에 불과하다. 따라서, AI 투자 확대에 의한 생산 증가는 긍정적이나 경제 전체에 미치는 영향이 크지 않다고 추정한다.

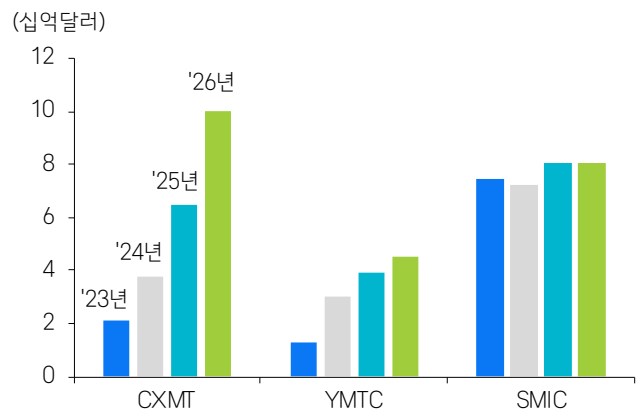
한편, AI 투자는 수혜 업종이 투자(자본 지출)를 확대하는 경로를 통해 간접적으로 중국 경제를 부양할 수 있지만, 투자 규모가 작아 부양 효과는 제한적일 것으로 판단한다. '26년 중국 반도체 기업(CXMT, YMTC, SMIC)의 Capex는 이익 및 전망 개선, 그리고 국가 차원의 전략에 힘입어 약 25% 증가했음에도 1,580억 위안(Trendforce 전망 기준)이 그쳤으며, 이는 GDP의 0.1% 수준, 삼성전자와 SK 하이닉스의 합과 비교하면 30% 수준에 불과하다. 또한, PCB, 광통신 등 반도체를 제외한 AI 수혜 산업의 투자 규모를 추정하기는 어렵지만 반도체 Capex 대비 제한적인 수준일 것으로 보인다. 결론적으로, AI 투자 확대와 그에 따른 관련 생산 증가, 투자 확대는 중국 경제에서 차지하는 비중이 작은 것으로 판단한다.

최근 중국 반도체 수출액 증가는 가격 상승에 기인



자료: 중국 해관총서, 삼성증권

중국 주요 반도체 기업 Capex 추정치



자료: Trendforce, 삼성증권

3. 하반기 유럽 경제 전망

유로존 경제, 일시적 둔화 이후 빠르게 반등할 것

유로존 경제는 일시적인 둔화 이후 빠르게 회복할 것으로 예상된다. 국제 유가 하락, 미-이란 협상 진전에 힘입어 공급 충격 우려가 완화되는 가운데 유로존 제조업의 개선세가 가속화되며 하방을 지지할 전망이다. 당사는 3Q 완만한 회복 이후 유로존 경제가 4Q부터 가속화될 것으로 전망한다. 한편, 유로존 인플레이션은 3Q 이후 추세적인 둔화를 보일 가능성이 높다. 임금 상승률이 2.5% 수준을 유지하는 가운데 기대 인플레이션 또한 안정적으로 2% 수준에서 유지되고 있어 2022~2023년과 달리 인플레이션의 추세화 가능성은 매우 낮다. 당사는 ECB가 연내 금리를 동결할 것으로 전망한다. 이번 ECB 금리 인상 사이클은 이례적으로 짧고 작은 규모의 긴축으로 기록될 것이며, 라가르드 총재의 주장과는 달리 보험성 인상(insurance hike)으로 해석될 것이다.

AI 투자 사이클에서 유럽 수혜는 제한적

글로벌 AI 투자 규모는 상당하지만, 유럽 거시 경제에 미치는 단기 영향은 제한적이다. 유럽은 개인이나 기업의 AI 활용은 적극적이지만, AI 투자나 사업화에는 소극적이다. AI 수출은 유로존 전체 수출의 5%만을 차지하며, AI 유관 산업의 고용은 전체 고용의 2% 내외에 그쳐, 유럽 내 광범위한 확산 및 경기 반등을 유발할 가능성은 높지 않다. 유로존 경제 성장 전망은 하반기 중 상향될 것으로 예상되나, 그 강도는 여타 AI 수혜국 대비 제한적일 것이다. 올해 하반기 중에는 제조업 지표가 빠르게 반등하는 가운데, 소비 및 심리 지표는 상대적으로 더디게 반등하는 그림이 나타날 것이다.

China shock 2.0

하반기부터 주목해야 할 핵심 변수는 중국과의 무역 갈등이다. 중국과 EU는 더 이상 상호 보완적 관계가 아니다. 팬데믹 이후 유럽의 대중 무역 적자가 심화되는 가운데, 자동차 등 주요 산업이 위기를 겪고 있어 유럽 내에서도 중국과의 무역 불균형 해소 요구가 높아질 것이다. EU는 보다 적극적으로 무역 방어 조치를 시행할 것으로 예상되며, 장기적으로는 대중국 관세, 무역 협정 등이 논의될 가능성도 있다. 그러나 중국에 대한 강경 대응이 필요하다는 컨센서스가 형성되고, 실제로 도입되기까지는 상당한 시간이 필요할 전망이다. 하반기에는 갈등 수위가 높아지는 가운데 현 무역 양상에는 큰 변화가 나타나지 않을 가능성이 높다.

III-1. 유로존 경제 동향 및 전망

상반기 리뷰: 1Q 완만한 성장, 2Q 소폭 둔화

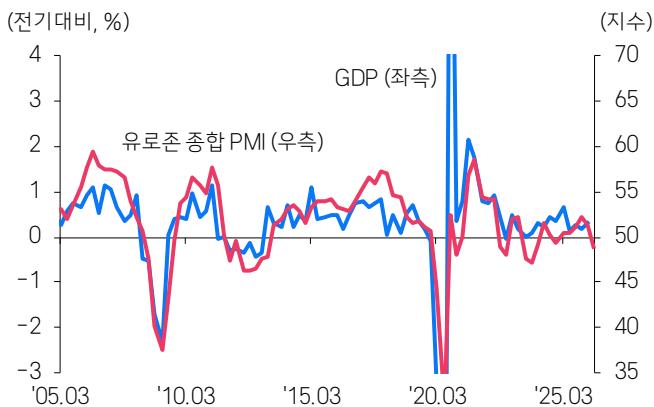
상반기 유로존 경제는 중동 전쟁 이전까지 완만한 성장 흐름을 보였다. 1분기 유로존 GDP는 전기 대비 -0.2%, 전년 대비 +0.3%를 기록해 헤드라인상으로는 부진했지만, 이는 변동성이 큰 아일랜드 GDP 급락의 영향이 크다. 변동성이 극심한 아일랜드 GDP는 1분기 전기 대비 -12.1%를 기록했지만 독일은 +0.3%, 이탈리아는 +0.3%, 스페인은 +0.6% 성장했고 주요국 중에서는 프랑스만 -0.1%로 소폭 역성장했다. 따라서 1분기 유로존 경기는 헤드라인 GDP만큼 광범위하게 악화됐다고 보기는 어렵다. 세부 내용을 보면 소비가 상대적으로 양호한 가운데(기여도 +0.1%pts), 오히려 총고정자본형성(-0.1%pts)과 순수출(-0.3%pts)이 성장률을 제약하는 흐름이었다. 내수보다는 대외 여건의 영향이 컸다고 볼 수 있다.

상반기 주요 실물 지표는 중동발 공급 충격 이후 양호한 흐름을 보였다. 유로존 산업 생산은 3월 전월 대비 +0.4%, 4월 +0.1%를 기록해 개선세를 보였고 소매 판매는 3월 +0.8%, 4월 -0.4%로 양호했다. 노동시장 역시 견고했다. 1분기 고용자 수는 전기 대비 +0.1%를 기록했으며 4월 실업률도 6.3%로 전월 및 전년 동월과 같았다. 공급 충격에도 불구하고 실물 경기 둔화 조짐은 뚜렷하지 않았다는 것이다.

중동 전쟁 이후 변화는 주로 무역, 심리, 서베이 관련 데이터에서 확인된다. 유로존 상품 수지는 4월 10억 유로 적자를 기록해 전년 동월 87억 유로 흑자에서 크게 악화됐다. 4월 수출은 전년 대비 +5.0% 증가했지만 수입이 +9.3%로 더 빠르게 늘었고, 1~4월 누계 흑자도 129억 유로로 전년 같은 기간 637억 유로에서 크게 줄었다. 에너지 적자가 328억 유로로 확대된 가운데, 중국에 대한 상품 수지 적자가 확대된 결과다.

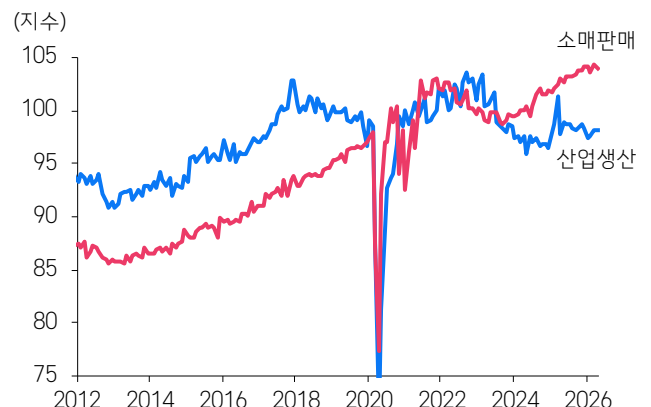
심리 지표 및 서베이 기반 지표의 변화는 더욱 두드러진다. 독일 Ifo 기업환경 지수는 4월 84.4까지 하락해 2020년 5월 이후 최저치를 기록했다. 유로존 PMI도 같은 방향이다. 4~6월 유로존 종합 PMI는 평균 48.9를 기록해 경기 확장 기준선인 50을 하회했다. PMI 데이터는 2Q 유로존 경제가 전기 대비 0% 내외 수준의 일시적 둔화를 겪을 가능성이 있음을 보여준다.

유로존 GDP vs PMI: 2Q 일시적 둔화 가능성



자료: Eurostat, S&P Global, 삼성증권

산업 생산 vs 소매 판매: 양호한 흐름 유지



자료: Eurostat

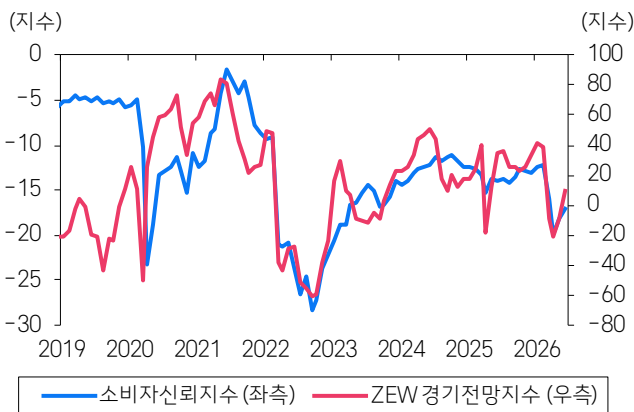
하반기 전망: 3Q 회복, 이후 4Q 가속

6월 들어 심리 및 서베이 지표가 반등한 점은 주목할 변화다. 미국과 이란의 협상 진전에 맞춰 ZEW 유로존 경기전망 지수는 6월 +9.5로, 5월(-9.1) 대비 큰 폭으로 개선됐다. 유로존 소비자신뢰 지수 또한 6월 -17.7로, 4월 저점(-20.6)으로부터 반등한 상황이다. 독일의 경기 Ifo 지수도 6월 85.6로 5월(85.0) 대비 개선되었다. 중동 전쟁으로 인해 가장 큰 타격을 받았던 심리 지표가 반등하고 있다는 점은 심리 악화가 실물 지표 악화로 전이될 가능성이 낮아졌음을 보여준다. 오히려 하반기에는 글로벌 교역 확대에 따른 유로존 제조업 확장 국면이 이어지면서 경기 개선세가 가속화될 가능성이 있다.

호르무즈 정상화 시점도 중요하다. 회복 신호 자체는 6월 19~24일부터 나타나고 있으나 전체적인 통행량 변화는 미미한 것으로 확인된다. 선박 수는 일간 25척 내외로 그 전의 하루 10척 내외보다는 개선됐지만 전쟁 이전 수준 120척 내외에 비하면 여전히 20% 수준에 그친다. 아직까지는 단계적 제한 해제 단계에 가깝다는 것이다. 완전 정상화 시점을 예측할 수는 없으나, 미국과 이란이 호르무즈 통행 재개에 협조적이라면 8주 후인 9월 초부터 정상화될 것으로 가정할 수 있다. 이 경우 '센터멘트는 V자 회복, 실물 경기는 3분기 회복 이후 4분기 가속화' 가능성이 높다.

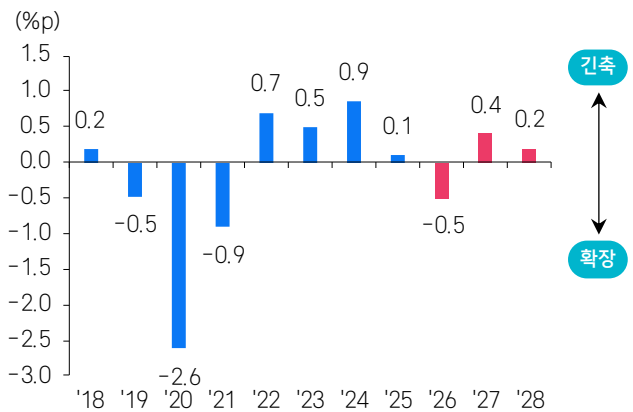
정책 관점에서 보면, 하반기 새로운 정책적 카탈리스트가 나타날 가능성은 제한적이다. 새로운 정책 발표보다는, 이미 발표되었거나 시행 중인 정책들의 집행 강도가 중요하다. 유로존 경제는 올해 1) 독일 주도 국방비 및 인프라 투자 집행, 2) 에너지 충격 완화를 위한 일시적 재정 지출 확대, 3) RRF (NextGenerationEU) 집행 마무리 등에 힘입어 2025년 대비 완만한 재정 확대를 기록할 것으로 예상된다. 위 요인들로 인해 올해 유로존 재정은 2025년 대비 완화적(0.5%pts)일 것이다. 특히 RRF는 2026년 말까지의 임시 프로그램이기 때문에 주요 수혜국인 남유럽 회원국들은 RRF 종료 전 EU 기금 활용을 집중할 것으로 예상된다. EU 전반의 공공 투자는 연말에 가까워질수록 일시적으로 크게 증가할 가능성이 있다.

유로존 심리 및 서베이 지표는 4월 이후 반등



자료: 유럽집행위, Leibniz Centre for European Economic Research

유로존 재정 2026년 완만한 확장, 이후 긴축 전환



자료: 유럽집행위, 삼성증권

III-2. 인플레이션과 통화정책 전망

유로존 인플레이션 압력, 에너지 외 부문으로 확산되기 시작

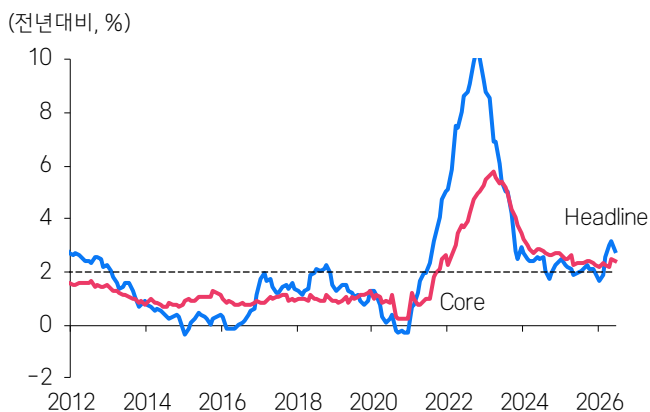
중동 전쟁 이후 유로존 인플레이션 압력은 급등했다. 6월 소비자 물가(HICP)는 전년 대비 2.8%를 기록했는데, 전쟁 이전인 1월(1.7%)과 비교하면 5개월 만에 1.1%pts 높아진 것이다. 연초 이후 물가 상승은 대부분 에너지 가격 급등으로 설명되나, 5월부터 에너지 외 가격도 상승하기 시작했다는 점이 중요하다. 핵심 물가는 전년 대비 +2.4%, 서비스 물가는 전년 대비 +3.2%로 2026년 들어 가장 높은 수준에 머무르고 있다. 공급 충격이 전 부문에 영향을 미치기 시작했기에 ECB는 인플레이션을 '일시적인 현상'으로 간주하지 않게 되었으며, 6월 통화정책회의에서 주요 중앙은행 중에서는 처음으로 정책 금리를 인상하였다(정책 금리 2.25%).

ECB의 인플레이션 경계감이 높아졌다는 점은 6월 ECB 통화정책회의 성명문과 라가르드 총재 기자회견을 통해서 확인할 수 있다. 4월 회의와 달리 6월 회의에서는 '중동 전쟁이 인플레이션 압력을 야기하고 있으며... 에너지 가격이 이외 부문 물가상승에도 영향을 미칠 것으로 예상된다'는 문구가 추가되었으며, 2026년 물가 전망도 +0.4%pts 상향된 3.0%로 제시되었다. 가장 중요했던 부분은 라가르드 총재가 6월 금리 인상이 '보험성 인상'이 아니라고 밝힌 부분이다.

"(ECB가 보험성 인상 결정을 할 것이라는 말들을 여기저기서 접했다. 오늘 ECB의 논의 내용은 전혀 그렇지 않았다. 중동발 충격은 예상보다 오래 지속되고 있다. ...오늘 우리가 내린 25bp 금리 인상 결정은 낙관적인 시나리오에서도 타당한 것으로 판단한다. 오늘 이러한 결정을 내리지 않았다면 중기 전망 시점에서 우리는 물가 목표를 상회했을 것이다.)"

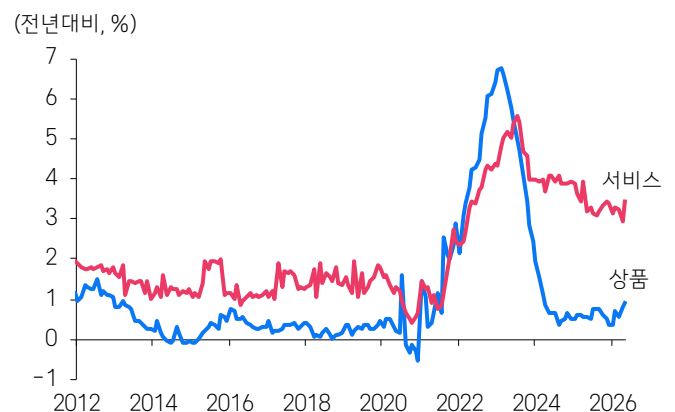
'혹시 모르니 인상'한 것이 아니라 "낙관적인 가정하에서도 필요했던 통화정책 결정"이라고 못박은 것은 매파적이다. ECB는 소비자 물가와 투입비용 지수의 둔화가 명백하게 확인되는 시점까지 인플레이션 경계감을 유지할 것이다.

유로존 소비자 물가: Headline vs Core



자료: European Central Bank

서비스 물가 vs 상품 물가



자료: European Central Bank

2022~2023년과 달리 인플레이션의 추세화 가능성은 낮아

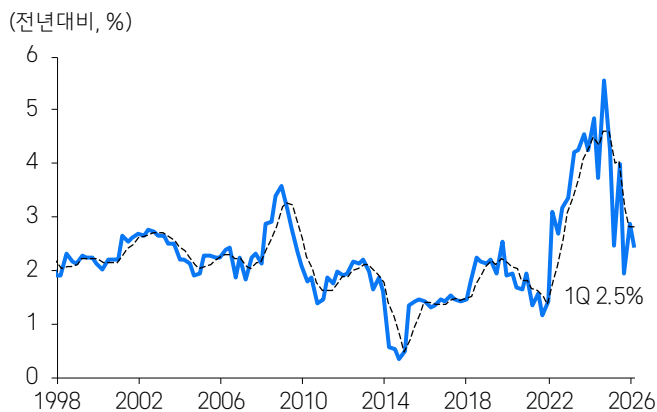
ECB가 금리 인상으로 전환했지만, ECB가 매파적 스탠스를 장기간 유지할 것으로 보기는 어렵다. 2022~2023년과 달리 공급 충격이 2차 파급 효과(second wave) 및 인플레이션 추세화로 이어질 가능성이 낮기 때문이다.

2022년 러-우 전쟁 초기와 비교하면 매크로 여건의 차이는 뚜렷하다. 2022년 초 유럽과 글로벌 경제는 경기 호황을 누리고 있었으며, 유로존 소비자 물가는 전쟁이 발발하기 이전부터 전년 대비 5%를 상회했다. 동시에 ECB의 통화정책은 매우 완화적이었으며(제로금리+QE), 유로존의 임금 상승률은 4%를 상회하고 있었다. 이로 인해 우크라이나 전쟁 초기에는 에너지 가격 상승이 인플레이션의 주원인이었지만, 중반부 이후로는 서비스 물가가 인플레이션의 주원인이 되었다. 공급 충격으로 인한 2차 파급 및 인플레이션 추세화가 나타난 것이다. 결국 ECB는 물가를 잡기 위해 제로금리에서 매우 긴축적인 영역까지 공격적으로 금리를 인상해야 했으며, 2년간 400bp를 인상하게 된다.

2026년의 매크로 여건은 2022년과 다르다. 2026년 초 유로존 경제는 완만한 성장세를 보이는데 그치고 있었으며, 유로존 소비자 물가는 전쟁이 발발하기 직전 전년 대비 1.7%에 불과했다. ECB 정책 금리는 중립 수준(2.0%)을 장기간 유지하고 있었으며, 유로존의 임금 상승률은 2.5%에 불과했다. 공급 충격이 2차 파급 효과와 인플레이션 추세화를 유발할 가능성이 낮은 환경이라는 의미이다. 이미 정책 금리도 2022년과 달리 중립 수준까지 높아졌기에 긴축까지 요구되는 금리 인상분도 2022~2023년과 달리 크지 않다. ECB는 2번 내외의 인상만으로도 유의미한 긴축을 달성할 수 있는 상황이다.

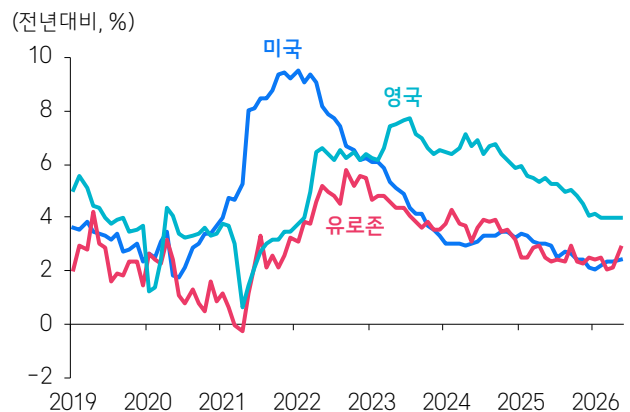
중동 전쟁 이후 발표되는 주요 데이터에서도 2차 파급 효과의 징후는 확인되지 않는다. 중장기 기대 인플레이션은 2% 수준에서 안정적으로 유지되고 있으며, 임금 상승률은 2% 수준에서 연말까지 유지될 것으로 예상된다. 중동 전쟁 확대 이후 실시된 ECB 서베이에서도 기업들은 향후 1년간 임금 상승률을 2.8%로 예상했는데, 이는 기존 전망(3.0%)보다도 낮아진 것이다. 주요 임금 협상 관련 뉴스 플로우도 임금 인상 조짐이 미미함을 보여준다. 유럽 일부 노조가 큰 폭의 임금 인상을 요구했지만 실제 타결은 연 2% 수준에서 나타나고 있다.

유로존 협상 임금: 2% 중반대로 둔화



참고: 점선은 4개 분기 이동평균
자료: European Central Bank

채용 공고상 임금 상승률: 2% 수준에서 안정



자료: Indeed

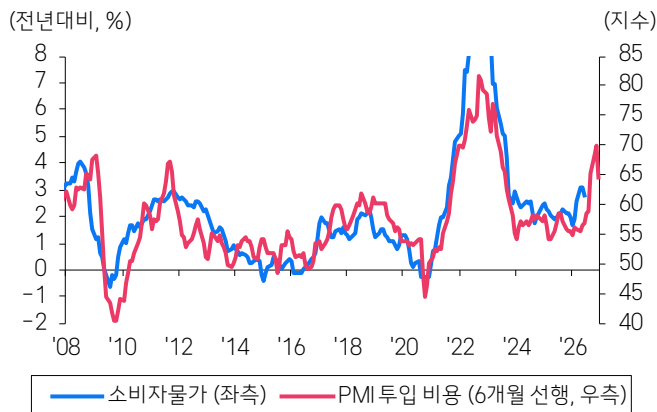
ECB 연내 동결 전망: 4분기부터 dovish ECB 기대

2022~2023년과 달리 인플레이션의 추세화 가능성이 낮기에, ECB의 매파적 커뮤니케이션은 단기에 그칠 가능성이 높다. 당사 기본 전망은 연내 동결이며, 4분기부터 ECB가 비둘기로 선회할 것으로 전망한다.

단기적으로 주목해야 할 변수는 유로존 종합 PMI의 투입비용 지수이다. 해당 지수는 단기 공급 충격 구간에서 유로존 소비자 물가 꺾적을 약 3~6개월 선행하기에 유용하다. 6월 투입비용 지수는 64.7로 5월(69.9) 대비 큰 폭 하락했는데, 이는 유로존 소비자 물가가 3분기 이후 둔화 전환할 가능성을 보여준다. 이 시나리오라면, 10~11월에는 소비자 물가 둔화가 빠르게 진전되고 있다는 확신이 보다 높아질 것이다. 공급 충격 재개 시나리오가 아니라면, 연말에 가까워질수록 ECB 내 금리 인상론은 약화될 가능성이 높다.

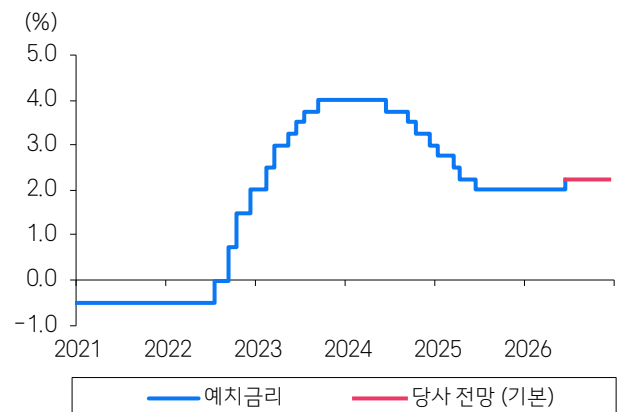
종합하면, 이번 ECB 금리 인상 사이클은 이례적으로 짧고 작은 규모의 긴축으로 기록될 것이다. 당사는 현 수준에서 연내 금리 동결 가능성을 70%, 9월 추가 인상 후 동결 가능성을 30%로 평가한다. 금리 전망의 리스크는 상방보다는 하방 우위인 것으로 판단한다. 유로존 경제 성장률이 당사 예상과 달리 부진한 경우 오히려 2027년 되돌림 인하 논의가 부상할 가능성도 있다. 이 경우 현재의 금리 인상은 라가르드 총재의 주장과는 달리 보험성 인상 사이클로 해석될 것이다.

투입비용 지수 하락, 3Q 이후 인플레이션 둔화를 시사



자료: Eurostat, S&P Global, 삼성증권

ECB 정책 금리: 동결 전망



자료: European Central Bank

III-3. 글로벌 AI Capex 확대의 영향

유럽, AI 연구나 민간 도입에는 진전 있으나, 대규모 투자나 상업적 전환으로는 이어지지 못함

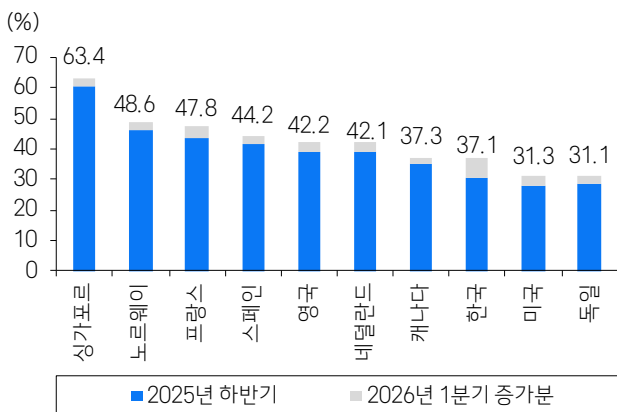
잘 알려진 바와 같이 유럽은 2025년 이후 본격화된 글로벌 AI 사이클에서 상대적으로 소외된 지역이다. AI capex 확대와 관련 지출은 각 지역별로 매우 불균등하게 진행되고 있다. 미국과 중국이 AI 투자 및 개발을 선도하고 있으나 유럽은 여전히 관련 투자나 정책, 수출입 규모에서 크게 뒤처진다.

미시적 차원에서 보면, 개인이나 기업의 AI 도입이 뒤쳐지는 것은 아니다. Microsoft AI확산 지수에 의하면 유럽 개개인의 AI 사용률은 오히려 주요국 대비 높은 편이다. 2026년 1분기 기준, 15~64세 인구 중 AI 사용자 비율은 노르웨이 48.6%, 프랑스 47.8%, 영국 42.2%, 스위스 37.8%, 독일 31.1%를 기록했는데, 이는 글로벌 평균 17.8%를 크게 상회하는 수치이다. 독일 등 일부 국가를 제외하면 한국(37.1%)이나 미국(31.3%) 보다도 높다.

기업 차원에서의 도입도 빠르다. 스탠포드 AI Index 2026에 의하면, 전체 채용 공고 중 AI 역량을 요구하는 공고 비중도 유럽 외 국가에 비해 높다. 전체 1위를 싱가포르(4.7%)가 차지한 가운데, 유럽 국가 중에서는 스페인(3.3%), 폴란드(2.9%), 스웨덴(2.8%), 영국(1.9%) 스위스(1.6%) 등의 AI 역량 요구 비중이 높았다. 미국의 AI 역량 요구 비중이 2.6%임을 감안하면 현격한 차이가 난다고 보기 어렵다. 2025년 EU 기업의 생성형 AI 도입률 또한 37%로 미국(36%)과 큰 차이가 없었다. 국가별 AI 도입률 데이터는 발표 기관이나 방법에 따라 세부 숫자는 다르게 나타나지만, 대부분의 연구는 유럽 기업이나 개인의 도입 수준이 미국 대비 뒤쳐지는 것으로 보지 않는다.

Eurostat 자료에 의하면 EU 기업의 AI 도입률은 2023년 8.1%, 2024년 13.5%에서 2025년 20.0%로 뛰었으며, 대기업의 도입률은 55%에 달했다. AI 도입이 가속화되고 있다는 것이다. EU에서 AI 사용률이 가장 높은 업종은 정보통신(62.5%), 전문 과학기술 서비스(40.4%)이며, 주로 마케팅/세일즈(34.7%), 경영 관리(31.1%) 등에서 활용되는 것으로 나타난다. 즉, 현재까지 유럽 산업계에서의 AI 활용은 공정 개선보다 문서 관리, 고객 대응 등 화이트칼라 노동자 보완 프로세스에 치중되어 있다.

각국 AI 사용률: 유럽 AI 사용률은 한국, 미국보다도 높음



자료: Microsoft

AI 역량을 요구하는 채용 공고 비중: 상대적으로 높은 편



자료: Stanford AI Index 2026

AI가 개인 및 기업 차원에서 큰 영향을 미치고 있다는 점은 여러 자료를 통해 확인되나, 거시 차원에서의 개선 징후는 확인되지 않는다. 미국의 경우와 마찬가지로 주요 통계에 추세적인 변화가 나타나기까지는 시간이 필요하다는 점이 첫 번째 이유가 될 수 있다. 생산성 효과는 일부 업무, 일부 기업, 일부 업종에서 나타날 수 있으나 유로존 전체의 노동 생산성이나 GDP에 영향을 줄 단계는 아니다. AI 도입의 장기적인 영향은 과거 기술 확산의 사례와 같이 수십 년에 걸쳐 나타날 것이므로, AI의 파급 효과에 대한 논쟁은 오랜 시간이 지나야 결론이 날 것이다.

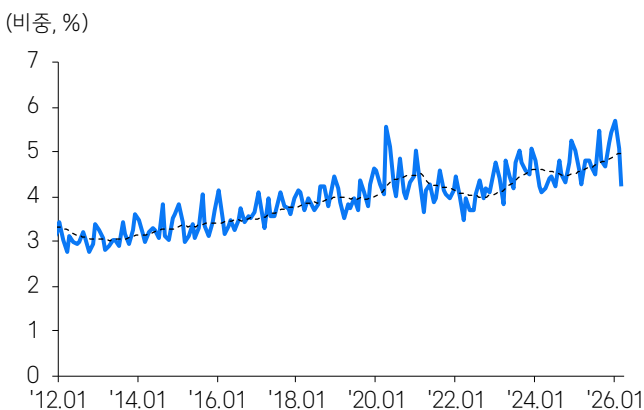
구조적으로 보면 유럽이 가장 뚜렷하게 뒤쳐진 것은 자금 조달, 집행 및 창업 분야다. 2025년 미국의 AI 투자는 2,858억 달러였으나 유럽은 209억 달러에 그쳤다. 증가율 또한 미국(160%) 대비 낮은 7.2%에 불과하다. 이미 뒤쳐져 있는데, 속도에서도 격차가 벌어지는 구조다. 2025년 새로 자금 조달을 받은 AI 관련 기업의 개수는 미국에서 1,953개이지만 영국은 172개, 독일은 92개, 프랑스는 84개에 불과했다.

단기적인 관점에서도 유럽은 글로벌 AI 투자 확대가 유발할 경기 개선에서 상대적으로 소외될 가능성이 높다. 유럽의 AI 관련 생산, 투자, 교역이 경제에서 차지하는 비중이 낮기 때문이다. 당사가 추정한 유로존의 AI 관련 품목 수출은 유로존 외 지역으로의 전체 수출에서 5%만을 차지한다. 유로존 내 AI 품목 중에서는 전력, 냉각, 반도체 제조 및 검사 장비 등의 품목이 비교적 빠르게 성장하는 편이나, 아직 유로존 매크로 전반에 영향을 미칠 규모는 아니다.

AI 투자를 주도하는 미국의 수입 데이터를 봐도 유럽의 점유율이 낮다는 점은 확인된다. AI 서버, 컴퓨팅, 프로세서 계열, 메모리, 네트워크, 광통신, 전력, 냉각, 반도체 제조, 검사 장비 등의 주요 카테고리 전반에서 유럽 주요국의 비중은 미미하다. 유럽이 유의미한 비중을 차지하는 것은 전력기기, 냉각, 반도체 장비 분야에 한정되며, 성과는 네덜란드 등 소수 국가에 집중된다.

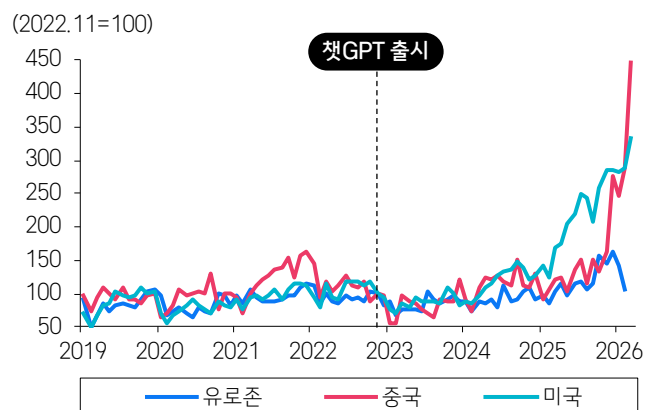
유럽의 투자나 관련 정책 역시 미비하다. 2022년 말 ChatGPT 출시 이후 미국과 중국은 컴퓨터 및 관련 장비 수입이 급증했다. 중국이 4배 이상, 미국이 3배 이상 투자를 확대할 동안, 유로존의 수입은 거의 변하지 않았다. 종합하면, 유럽은 개인이나 기업 차원에서 AI 도입, 활용은 빠르지만 이러한 기반을 사업화하거나 국가 차원에서 역량을 강화하려는 시도는 부족하다. 이번 AI 사이클이 단기적으로 유럽 매크로에 미치는 영향은 미미할 것이며, 전력기기와 반도체 장비 등 일부 산업에서만 선택적인 호황이 나타날 것이다. 유럽의 개선은 AI의 보편적 확산, 개인 및 기업의 적극적인 AI 활용 등에 힘입은 장기적 경로를 통해 체감될 가능성이 높다.

AI 관련 유로존 수출 추정: 전체 수출의 5% 내외



자료: Eurostat, 삼성증권 추정

컴퓨터 및 관련 장비 수입: 미국, 중국과의 격차 확대



자료: UN Comtrade

과거 사례의 교훈: 외부 Capex boom이 광범위 경기 반등을 보장하지 않음

과거 사례 또한 현 AI capex boom이 유럽의 광범위한 경기 반등으로 이어질 가능성이 제한적임을 시사한다. 유럽 외 지역이 주도한 과거 capex boom 중 일부는 유럽의 광범위한 경기 확장으로 이어졌으나 일부는 그렇지 못했다. 전자에는 1960년대 서유럽 고성장기, 1990년대 후반 닷컴/통신버블, 2000년대 중반 중국 주도 투자 boom이 해당되며 후자에는 1980년대 미국과 일본 주도 PC/DRAM사이클, 2011~2014 세일 투자, 2016~2018년 메모리 사이클 등이 해당된다.

해외 투자 수요 확대가 어떠한 조건하에 자국 성장으로 확산되는지는 명쾌하게 설명하기 어렵다. 대표 경로(수출 확대, 공급망 재편, 부가가치 확대, 고용 개선 등)에 대해서는 꽤 합의되어 있으나 “해외의 투자 붐이 어떠한 조건에서, 얼마나 크게, 지속적으로 성장을 자극하게 되는지”에 대해서는 의견이 분분하다는 것이다. 따라서 외부 투자 붐이 나타났을 때, 사이클마다 여러 요인을 혼합해서 설명하는 것이 불가피하다. 예를 들어, 2000년대 중반 독일이 중국 투자 확대 과정에서 상대적으로 큰 이익을 누릴 수 있었던 이유는 단순히 기계 및 자본재 중심의 산업 구조가 중국의 수요와 잘 맞아떨어졌기 때문만은 아니었다. 유로화 체제하에서의 독일 가격 경쟁력이 우수했고, Hartz 개혁을 포함한 노동시장 변화, 임금 억제 등이 더해지면서 성장 효과가 증폭된 사례이다.

일반적인 관점에서 보자면, 해외 투자 수요 확대가 1) 핵심 제품 외에도 소비재·보완재 동반 수요 증가를 유발하는 경우, 2) 유관 산업의 고용 창출을 광범위하게 유발하는 경우 자국 성장으로 이어질 가능성이 높아지는 것으로 추정된다. 현재 유럽 관점에서 보면, 글로벌 AI Capex 사이클은 위 조건을 부분적으로만 충족한다.

첫째, 현재 AI capex는 규모는 크지만 소비재나 보완재가 뚜렷하지 않다. 일반 소비재 판매가 증가할수록, 핵심 품목의 보완재가 많을수록 광범위한 호황으로 이어지며 민간 심리의 개선도 빠르게 나타난다. 1950~60년대 자동차·주택·고속도로 사이클에서는 자동차뿐 아니라 주택, 소비자신용, 가전, 유통, 건설 등이 함께 개선되었으며 1990년대 후반 닷컴, 통신 붐은 또한 PC와 무선통신기기뿐 아니라 주변기기 호황까지 유발했다. 현재 AI Capex의 중심은 데이터센터, GPU/HBM, 반도체 장비, 전력망, 냉각, 클라우드 인프라 등이다. 보완재는 다양하지만, 기계 최종 수요보다 기업 투자 수요에 가까운 지출이다. 금액이 크더라도 민간 소비심리, 민간 서비스 매출 등으로 전파되는 경로는 상대적으로 약하다.

둘째, 현재 AI capex로 인한 유럽 고용 창출 효과는 미미하다. 유럽에서도 관련 업종 핵심 기업들의 이익은 빠르게 증가하지만, 그 이익을 누리는 종사자들은 한정적이다. EU 반도체 산업은 약 20만 명의 직접 고용과 약 100만 명 이상의 간접 고용을 창출하는 것으로 추정되는데, 이는 EU 전체 고용의 0.6% 내외에 불과하다. 반면 2000년대 중반 중국발 투자 사이클의 경우 연계된 고용은 1,000~1,800만 명에 달했다. 현 사이클에서 유럽의 반도체 장비, 전력기기 등은 부가가치 측면에서는 중요하지만 자동차 산업처럼 광범위한 고용 및 내수 영향력을 갖는 산업은 아니다.

종합하면, 단기간 내 글로벌 IT capex로 인한 유럽 경기의 광범위한 반등을 기대하는 것은 시기상조이다. AI 붐이 유럽 경기에 미치는 영향은 제한적일 것이며 성장은 일부 산업에 선별적으로 나타날 것으로 추정된다. 산업 생산, 수출, 제조업 지표 등에는 영향이 크게 나타나겠지만 민간 소비 및 소비자 심리 변화는 더디게 나타날 것이다.

III-4. EU-중국 무역 갈등 심화

중국과의 무역 갈등 가능성 높아져

하반기 주목할 변수 중 하나는 중국과의 무역 갈등이다. 당사는 EU와 중국 간 무역 갈등 가능성이 추세적으로 높아질 것으로 전망하며, 다가오는 하반기부터 갈등이 부상할 가능성도 낮지 않은 것으로 판단한다. EU는 향후 더 많은 무역 방어 조치를 취할 것으로 예상되지만, 단기적으로 전면적인 관세 부과 등의 강경 조치를 취할 가능성은 낮다. 이에 따라 단기적으로는 갈등의 수위가 높아지는 가운데 중국의 주요 품목 시장 점유율이 높아지는 흐름이 유지될 전망이다.

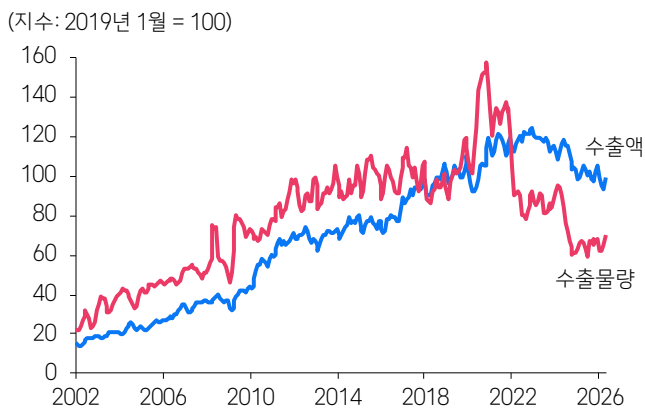
과거 EU와 중국의 관계는 비교적 상호 보완적이었다. 유럽은 기계, 자동차, 화학, 항공, 럭셔리 소비재와 산업 장비를 중국에 수출했고, 중국은 저가 소비재와 조립형 제조품을 유럽에 공급했다. 이러한 구도에서 2000년대까지 유럽 국가들의 중국산 수입 증가는 크게 문제되지 않았다. 그러나 2010년대 중반 이후 중국은 전기차, 배터리, 태양광, 풍력 부품, 산업기계, 전자·통신장비, 화학, 의료기기 등에서 유럽 기업과 직접 경쟁하는 단계로 올라왔다. 문제는 경쟁과 의존이 동시에 커졌다는 점이다. 유럽 산업은 중국산 중간재와 핵심 광물에 계속 의존하는 구조이다. 이는 EU 회원국 간 이해관계가 다르다는 점과 맞물려, EU의 대중국 강경 대응을 어렵게 만들고 있다.

유로존의 대중 수출, 2022~2023년에 정점 통과

유로존 기업들의 점유율 하락은 팬데믹 이후 추세화되었다. 유로존의 대중국 수출은 금액과 물량 모두, 2022~2023년에 정점을 통과한 뒤 하락세를 보이고 있다. 작년 유로존의 중국 수출 물량은 10.4%, 수출액은 7.3% 감소했다. 무역 적자는 2,500억 유로에 이른다.

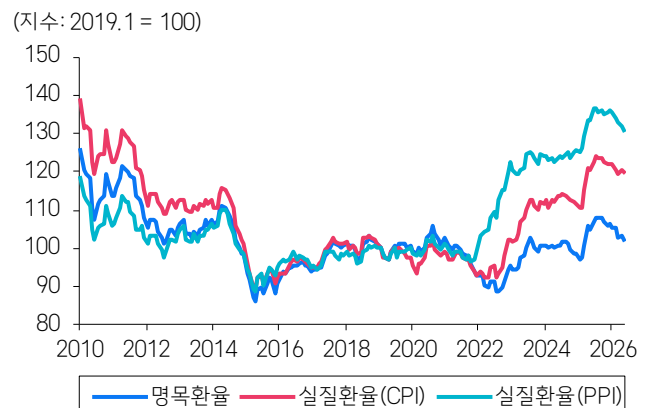
위안화 약세는 대중적자 확대 요인 중 하나이나, 절대적인 요인은 아니다. 2019년 이후 유로화는 실질 기준으로는 적어도 20% 이상, PPI를 기준으로 보면 40% 이상 절상되었다. 이로 인해 일각에서는 유로화를 큰 폭으로 절하해야 한다는 주장을 제기하기 시작했다. 그러나 2020년 이후 주요 연구 결과를 종합하면, 위안화 10% 조정 시 유로존의 대중 무역 수지 개선 폭은 200~500억 유로 내외에 그칠 것으로 예상된다. 여전히 적자를 메우기에는 부족한 수치이다. 설령 이를 통해 적자를 상당 부분 줄이는 것이 가능하다 하더라도, 유로존 통화체제 특성상 위안화 강세를 자체적으로 유도하기는 어렵기에 정책 지향점이 될 수는 없다.

유로존의 대중 수출: 수출 물량은 2021년 이후 추세 하락



참고: 3개월 이동평균
자료: Eurostat, 삼성증권

유로화 환율(vs 위안화): PPI 기준으로 보면 30% 이상 절상



자료: Eurostat, 중국 국가통계국, 삼성증권

EU-중국, 선택적 충돌 국면으로

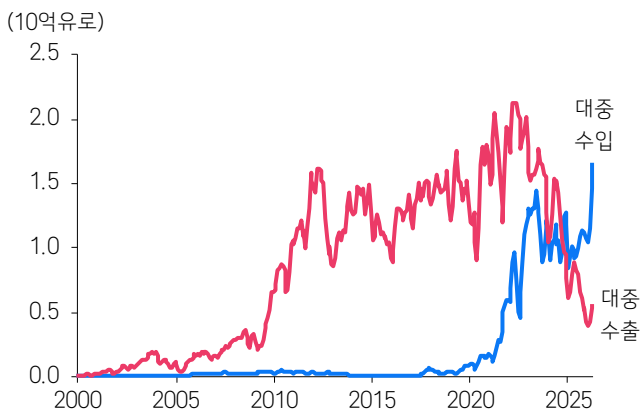
지금까지 EU는 중국산 수입 증가에 대한 대응책으로 특정 제품에 대해 반덤핑 관세와 반보조금 관세를 부과해 왔다. 유럽집행위는 다른 국가의 불공정 경쟁 조치가 있다고 판단될 경우 이러한 조치를 사용할 권한을 가지고 있으며, 지난 몇 년 동안 유럽집행위의 반덤핑 조사 건 중 대부분은 중국에 집중되었다.

하지만 아직까지 반덤핑 관세 등의 대응 수단이 EU 경제나 대중 무역 양상에 미치는 영향은 미미했다. 이러한 관세는 일부 제품에만 적용되며, 대부분의 제품이 매우 낮은 비중만을 차지하기 때문이다. 최근 반덤핑 조사 대상으로는 로봇 잔디깎이, 이동식 크레인 등이 포함되었는데, 이들은 거시 경제에 큰 영향이 없는 품목이다. 하지만, 향후 유럽집행위의 대응은 보다 적극적일 것으로 예상된다. 업계 불만에만 대응 조사하는 것이 아니라, 전기차 사례처럼 자체적인 반덤핑 조사를 실시할 가능성이 높아졌다. 큰 틀에서 보면 EU의 초점은 품목별 대응에서 산업 보호로 이동하고 있다.

하반기 EU-중국 무역 갈등 기본 시나리오는 전면적 충돌이 아닌, 관리된 선택적 충돌이다. EU는 반덤핑 관세, 상계 관세 등 기존 무역 방어 수단에 더해 중국과의 무역 협정, 투자 제한, 강압 방지 도구, 광범위한 관세 조치 등을 검토할 수 있다. 다만 회원국별 상이한 이해관계와 중국 시장에 대한 산업별 노출도를 고려할 때, 미국식 전면 관세나 본격적인 디커플링이 단기간 내 현실화될 가능성은 제한적이다. 단기적으로는 강경 대응책보다 유럽 산업 보호에 초점을 맞춘 방어 조치가 우선될 것이다. 유럽 생산, 고용, 공급망 타격을 완화하려는 정책적 움직임이 우선적으로 나타나는 가운데 외국 보조금 규정 강화, 현지 부품 조달 및 현지 공급 유인 강화, 공급망 다변화 등의 정책이 추진될 전망이다.

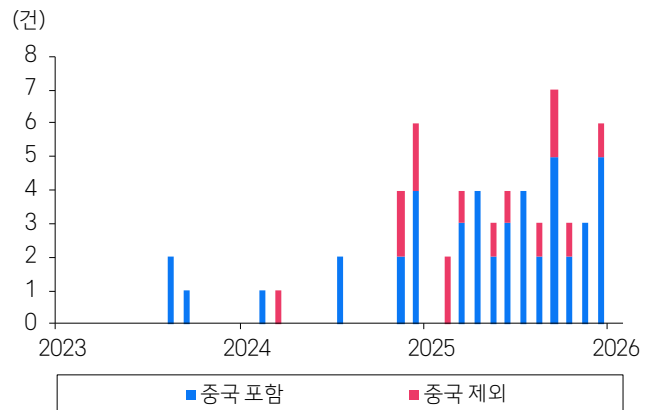
중국의 대응은 회원국별 취약 고리를 겨냥하는 선택적, 비대칭 보복이 될 것이다. 중국은 프랑스에는 브랜드·코냑, 스페인에는 돼지고기, 독일에는 자동차, 네덜란드에는 반도체 장비를 통해 압박할 수 있다. 이런 보복은 EU 전체 GDP에는 작아 보여도 특정 회원국의 정치 경제에는 크게 작동해 EU 내부 합의를 어렵게 만들게 된다. 이러한 특정 품목을 선별해 압박하는 방식은 과거 미국이 EU와의 무역 갈등에서도 활용했던 방법으로, 단순하지만 효과는 확실하다. 전면 관세 등 중국에 대한 강경 대응책이 필요하다면 EU 내 컨센서스가 형성되고, 실제로 도입되기까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 예상되며, 그 전까지 중국의 대EU 무역 흑자와 유럽의 중국 시장 및 공급망 의존이라는 구조적 무역 양상은 유지될 가능성이 높다.

유로존과 중국 간 자동차 교역: 적자 심화



참고: 3개월 이동평균
자료: Eurostat, 삼성증권

EU 무역 방어 조사 개시 건수



자료: 유럽집행위

4. 하반기 한국 경제 전망

'26~'27년 한국 경제는 유례없는 국민소득 증가를 경험하게 될 것

당사는 '26년 한국의 GDP 성장률을 3.4%, '27년 2.8%로 전망한다. 이는 주로 글로벌 AI 투자 확대로 반도체 수출이 '26년 190%, '27년에도 30% 증가하며, 한국의 전체 수출이 각각 60%와 15%를 기록할 것으로 전망하기 때문이다. 특히, '26년과 '27년 실질 국내 소득(GDI) 증가율을 각각 13.4%와 4.2%로 전망하는데, 이는 반도체 수출 증가의 상당 부분이 물량 확대보다는 가격 상승에서 비롯되어 반도체 산업의 이익이 GDP의 15~20%까지 확대될 것으로 예상하기 때문이다(명목 GDP 성장률은 각각 18.1%와 9.3%로 전망). 이처럼 주력 수출품의 가격 급등으로 GDI가 GDP를 큰 폭으로 상회하는 경우는 '53년 국민소득 발표가 시작된 이후 처음이다. 즉, 향후 2년간 한국 경제는 대규모의 긍정적인 교역 조건 충격(positive terms of trade shock)이 현실화되는 국면을 지날 것이다.

반도체 수출 급증의 영향은 시차를 두고 경제 전반으로 파급될 것

당사는 대규모의 소득 증가의 혜택이 초기에는 반도체 등 산업에 집중되나, 시차를 두고 경제 전반으로 파급되어 경기 회복세는 점차 확대될 것으로 전망한다. 현재 시점에서 크게 증가할 기업 소득(영업 잉여)이 경제 전반으로 확산되는 주요 경로는 재정이다. 당사는 금융시장의 순이익 전망과 과거 법인 세수 추이를 감안하여, '25년 85조 원이던 법인세 수입이 '26년 130조, '27년 220조 원에 달할 것으로 추정한다. 이미 양대 반도체 기업은 1Q 법인세 비용을 10조 원씩 계상했다. 아울러, 증권거래세, 근로 소득세, 부가가치세 등의 증가까지 감안하면, '27년 국세 수입은 565조 원으로 불과 2년 만에 180조 원 증가하게 된다. 당사는 늘어난 재정 수입의 1/3이 지출될 것으로 가정하여, '27년 정부 지출 증가율을 7%로 예상한다. 아울러, 명목 임금 상승에 따른 가처분 소득의 증가, 주식 자산의 부의 효과, 반도체 설비 및 건설 투자의 증대에 따른 고용 증가 등까지 감안하면, '26년 하반기 이후 한국의 민간 소비는 GDP 증가를 상회하여 '27년에는 3.1%에 달할 전망이다.

잠재 수준을 상회하는 성장으로 물가 압력 증가; 한은 향후 4차례 인상 전망

이처럼 한국 경제가 잠재 수준을 상회하는 성장률을 기록하면서, 물가 상승 압력도 그만큼 높아져 '26년과 '27년 소비자 물가는 2.7%와 2.3%로 전망된다. 물론, '26년 하반기에는 국제 유가가 하향 되겠지만, 최고가격제를 통해 유가 상승에 따른 물가 압력을 상당 부분 재정과 기업 부문에서 흡수하여, 물가 안정 효과는 크지 않을 것이다. 반면, '26년 하반기 이후 민간 소비의 회복세가 확대되면서 물가 압력은 점차 상승할 것이다. 물론 가처분 소득의 증가가 일부 산업과 기업에 집중되고, 부의 효과도 주식의 소유 분포를 감안하면 일부에 집중된다는 점은 소비 확대에 따른 물가 상승을 다소 낮추는 요인이나, 임금 상승과 주식 자산의 증가가 유례없이 크기 때문이다. 그에 따라 당사는 한국은행이 '26년 7월부터 '27년 2Q까지 총 네 차례 금리를 인상할 것으로 전망한다.

IV-1. 한국 GDP '26년 3.4%, '27년 2.8% 성장 전망

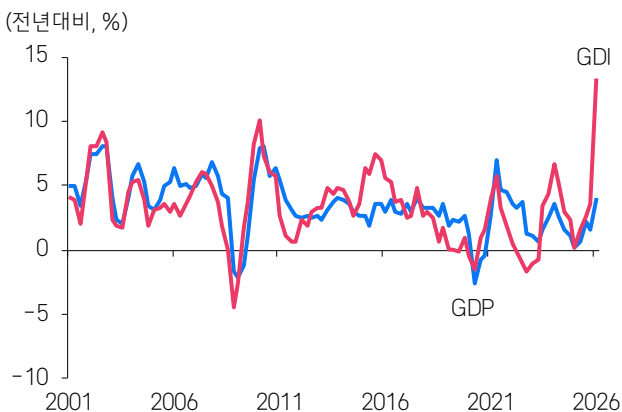
반도체 수출 가격 급등으로 교역 조건 급격하게 개선; 제조업 제품에서는 이례적인 현상

당사는 '26년과 '27년 한국 성장률을 각각 3.4%와 2.8%로, 경상 수지 흑자는 각각 3.3천억 달러와 3.5천억 달러로 전망한다. 이러한 전망은 글로벌 AI 인프라 투자 확대로 인해 반도체 수요 및 수출이 급증한 결과이다. '26년 한국 수출(통관 기준)은 반도체 수출 증가로 '25년에 비해 60% 증가한 1.1조 달러에 달하고, '27년에도 15% 증가할 전망이다. 반면, 반도체 생산 물량의 증가는 연간 20%에 머무르며 '26년 반도체 수출 증가의 5/6이 가격 상승에서 비롯될 것으로 추정된다. 이처럼 수출의 절반을 차지하는 반도체 가격이 급등하면서 교역 조건의 변화를 감안한 '26년 1Q 실질 국내총소득(GDI)은 전년 대비 13.2%로 GDP 성장률인 3.8%를 크게 상회했다. 이러한 추세를 감안할 때, '26년 명목 성장률은 18.1%, '27년에도 9.4%로 전망된다(실질 GDI는 각각 13.4%와 4.2%).

이처럼 일부 품목의 수출 가격 급등에 따른 수출 증가, 경상 수지의 급격한 개선 등은 긍정적인 교역 조건 충격(positive terms of trade shock)의 전형적인 모습이다. 다만, 역사적으로 볼 때 긍정적인 교역 조건의 충격은 대체로 구리, 커피, 원유 등 주로 원자재에서 발생했다는 점에서, 첨단 제조업 제품에서 발생하고 있는 현재의 한국과는 다르다. 예를 들어, '00년대 중반부터 '10년까지 오스트레일리아 경제는 원자재 수요가 급증하면서 교역 조건이 크게 상승했다. 그 결과 실질 소득과 투자가 증가하여 성장과 물가가 상승했고, 동시에 통화 가치는 강세를 지속한 바 있다. 같은 기간 칠레, 베네수엘라 등도 유사한 거시 경제적 변화를 겪었다.

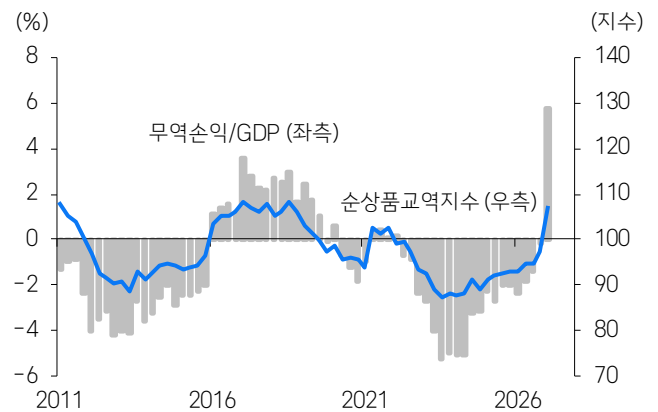
'80년 이후 한국 경제를 보더라도 이번과 같은 긍정적 무역 조건 충격의 사례는 드물다. 대체로 한국의 경우 긍정적 교역 조건 충격은 주로 유가의 급락에서 발생했다. '80년 이후 GDI 증가율이 GDP를 크게 상회한 사례는 '86~'88년과 '14~'16년 두 차례였으며, 공통적으로 유가가 급락한 결과였다. 반면, '25년 하반기부터 나타나고 있는 현상은 주요 수출품(반도체) 가격의 급등에서 비롯되었다. 연구 결과에 따르면, 수입 물가의 하락에 의한 교역 조건 충격에 비해 수출 물가의 상승에 의한 충격은 국내 경제에 미치는 영향이 훨씬 크고 지속적이다(Di Pace, Juvenal and Petrella, 2021). 수입 물가의 하락의 영향이 크지 않은 이유는 충격이 경제 주체 전반에 분산되고, 임금과 물가는 하방 경직성이 있기 때문이다. 반면, 수출 물가 상승은 투자 확대, 실질 소득의 증가, 조세 수입의 증가 등을 동반하여 지속성과 영향력이 높다.

한국의 GDP와 GDI 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

교역 조건 개선으로 무역 손익/GDP (+) 전환



자료: 한국은행, 삼성증권

'26~'27년 GDI가 GDP를 상회; 반도체 수출 급증은 조세, 임금, 투자 등을 통해 경제 전반으로 파급

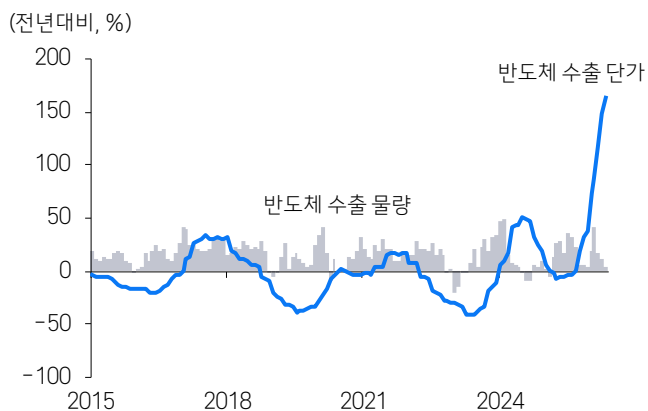
주요 수출의 가격이 급격하게 상승하는 국면에서는 생산 물량을 측정하는 GDP보다는 소득을 측정하는 GDI(Gross Domestic Income)가 경제 상황을 판단하는 데 더욱 적합할 수 있다. 당사는 '26년 GDI 증가율을 GDP 성장률인 3.4%를 크게 상회하는 14.2%로, '27년은 4.2%(GDP 성장률은 2.8%)로 전망한다. 다만, 수출 가격 상승 효과의 경우 초기에는 경제 전반에 파급되기보다는 일부 산업에 집중될 것으로 보여, 수출 증가에 따른 소득(GDI) 증가가 경제 전반에 파급되는 경로가 중요하다.

증가한 소득이 국민 경제 전반에 파급되는 경로는 재정, 임금, 투자 등 세 가지이다. 첫 번째 경로는 기업 소득에 대한 법인세가 대표적이다. 당사는 '26년과 '27년 법인세 세입 규모가 각각 130조 원과 220조 원에 달할 것으로 추정한다. '25년 법인세 세입규모가 85조 원이었다는 점에서 증가한 규모는 45조 원과 125조 원에 달할 전망이다('26~'27년 법인세 등 세입 추정은 다음 페이지 참조). 물론 이후의 파급 효과는 정부의 재정 지출 계획에 따라 결정되나, 당사는 적어도 증가한 세입의 1/3 정도는 지출될 것으로 가정한다. 또한, 일반적으로 정부 지출의 증가는 구축 효과(crowding-out effect)를 동반하지만, 이번의 경우 증가한 이익의 상당 부분이 현금이나 금융 자산의 형태로 축적될 가능성이 높아 투자를 제약하는 구축 효과는 크지 않을 것이다.

두 번째 경로는 피용자 보수(임금)의 증가이다. 당사는 양대 반도체 기업에서만 늘어날 피용자 보수가 '26년 대비 '27년 55조 원, '28년 88조 원에 달하며, 소득세와 각 기업의 지급 형태를 감안할 때 한국의 실질 가처분 소득은 '25년 대비 '26년은 0.5%pts, '27년은 1.0%pts, '28년 1.5%pts 높일 것으로 추정한다. 다만, 해당 소득 증가는 일부만 소비로 전환될 가능성이 높다. 반면, 소득의 증가로 인해 근로 소득세 수입도 '26년 대비 '27년 25조 원, '28년에는 40조 원 내외 증가할 전망이다.

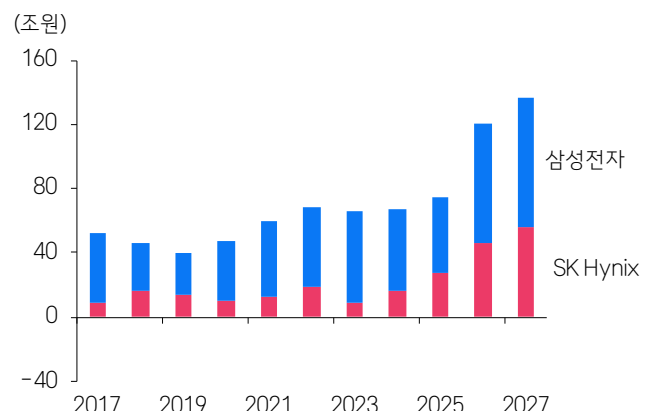
마지막 경로는 투자의 증가이다. 양대 반도체 기업은 수요가 공급을 초과하면서 기반 시설 및 설비 투자를 지속적으로 확대하고 있다. Bloomberg의 집계에 따르면 두 기업의 설비 투자(capital expenditure) 규모는 '25년 75조 원에서 '26년에는 105조 원, '27년에는 130조 원에 이를 전망이다. 물론 해당 투자가 전부 국내에서만 이루어지지 않겠지만, 메모리 산업의 특성을 감안할 때 국내 투자 비중은 80~90% 내외로 추정된다. 이미 지난 '26년 1Q GDP에서는 반도체 부문 투자 확대의 효과가 확인되었다. 1Q의 설비 투자는 전기 대비 4.8%를 기록한 가운데, 큰 폭으로 감소하던 건설 투자도 반도체 기반 시설 확대 덕분에 2.8%를 기록한 바 있다.

반도체 수출 증가는 주로 단가 상승의 영향



자료: 한국은행, 삼성증권

한국 반도체 기업의 Capex 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

IV-2. 한국 재정 수지 전망

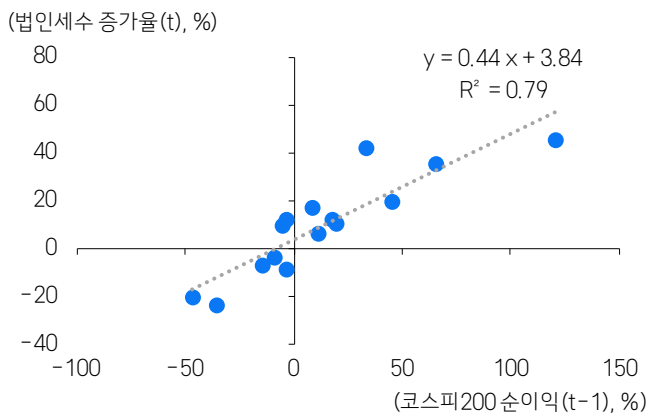
'26년 법인세 수입 130조 원, '27년에는 220조 원에 달할 전망

당사는 '26년 국세 수입 규모를 지난 3월 추경에서 정부가 추정한 407조 원을 크게 상회하는 450조 원 내외로 추정한다. 이는 본예산의 세입 규모인 380.2조 원보다 70조 원, 3월 추경보다는 43조 원 많은 수치이다. 세입 증가에서 가장 큰 부분을 차지할 것으로 전망되는 세목은 역시 법인세이다. 양대 반도체 기업들의 '25년 합산 순이익은 88.1조였으나, '26년 금융시장의 전망치는 524조 원, '27년은 723조 원에 달하며 시간이 지날수록 상향되고 있다(6월 초에는 각각 503조 원과 650조 원이었음). 그에 따라 본예산에서 법인세 수입 규모는 86.5조 원이었으나, 반도체 수출의 급증으로 실제 올해 법인세 수입은 130조 원 내외로 추정된다. '26년 1분기 분기 보고서에 따르면, 이미 두 기업은 20조 원 규모의 법인세를 비유으로 인식했다. 분기별 실적 추정치가 점차 상승하고 있다는 점에서 양대 반도체 기업이 인식할 법인세만 하더라도 '26년 하반기부터 '27년까지 분기마다 최소한 30조 원 이상으로 추정된다.

법인세 세입은 내년에는 더욱 확대될 전망이다. 당사는 '27년 법인세 수입이 '26년보다 90조 원 증가한 220조 원 내외로 추정하며, 이마저도 상향될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 1) '26년보다 '27년의 실적 전망치가 높으며, 2) 법인세는 기본적으로 직전 연도의 실적을 바탕으로 산출되기 때문이다. 법인세법에 따르면 일정한 조건을 만족하는 법인은 두 차례에 걸쳐 법인세를 납부해야 한다. 예를 들어, 회계연도가 1~12월인 기업은 8월에 법인세 중간 예납을 신고하고 납부하게 된다. 원칙적으로 법인세 중간 예납 세액은 해당 연도의 1~6개월의 영업 실적을 반영한 금액과 직전 연도 법인세 납부액의 절반 중에서, 기업이 유리한 쪽을 선택할 수 있다(법인세법 제63조 중간 예납 의무). 그에 따라 원칙적으로 올해 순이익이 크게 증가하더라도 올해 법인세 중간 예납은 늘어나지 않는다.

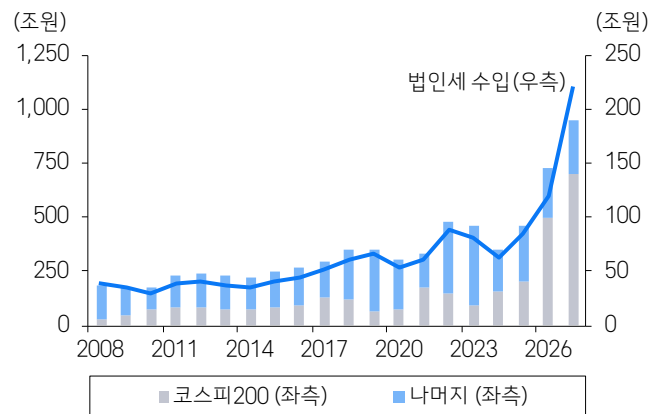
다만, '25년 10월 개정된 법인세법에 따르면, '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제31조 제1항에 따른 공시대상기업집단에 속하는 내국 법인(주로 대기업 계열)은 올해 상반기 영업 실적을 반영하여 법인세 중간 예납 세액을 산정하여 납부해야 한다. 즉, 해당 기업은 사실상 법인세하에서는 반기 결산이 의무인 셈이다. 그에 따라 '25년 법인세 납부 실적이 1조 원, '26년 상반기 실적을 반영한 법인세가 3조 원이었다면, 과거에는 0.5조 원만 중간 예납으로 납부할 수 있었지만, 법인세법 개정으로 인해 올해는 3조 원을 납부해야 한다(법인세법 제63조의 2).

법인 순이익 증가는 법인 세수 증가로 이어져



자료: Quantwise, 국세청, 삼성증권

한국 법인의 과세 표준과 법인세 수입 추이



자료: Quantwise, 국세청, 삼성증권

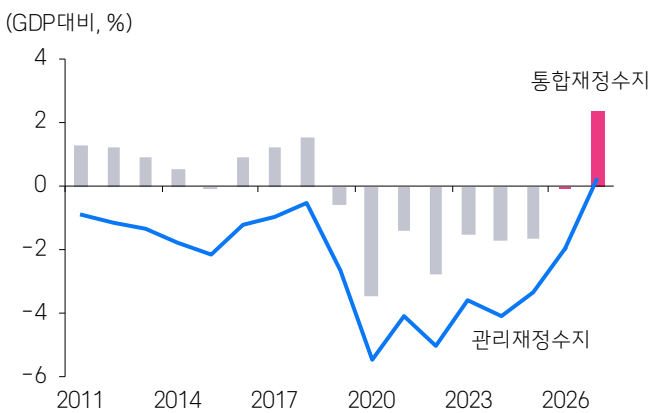
세입 급증으로 재정 수지 개선; '27년 말 국가 부채 비율 39%로 하락 전망

또한, 주의할 점은 금융시장에서의 순이익 추정치와 법인세법에 규정한 당기 순이익이나 과세표준이 큰 차이를 보인다는 사실이다. 금융시장에서는 주로 상위 200개 기업들을 대상으로 분석하지만, 법인세 신고 현황에서 자산 1천억 원 이상 기업의 합산 과세표준은 전체의 40% 내외에 그친다('24년 기준). 이러한 점을 감안할 때 '26년 기준 법인세 과세표준은 금융시장의 순이익 전망보다 많은 1,000조 원 내외로 추정되며, 그 결과 '26년 귀속법인세액('27년 법인세 실적에 반영)은 200조 원 내외이다. 다만, 이 중에서 1~6월 실적을 바탕으로 계산된 중간 예납은 '26년 세입으로 간주되어, 결과적으로 '26년에 납부할 법인세액은 130조 원 내외로 추산된다. 반면, '27년 법인세에는 '26년 하반기와 '27년 상반기의 실적이 반영된다는 점에서 '27년 법인세입 규모는 220조 원 내외에 이를 전망이다.

반도체 호황에 따른 세입 증가는 법인세에서 그치지 않는다. 지난 3월 추경에서 정부는 증권거래세가 당초보다 5조 원 증가할 것으로 추정했으나, 실제 규모는 더욱 늘어날 가능성이 높다. 아울러, 올해 한국의 명목 성장률은 18% 내외로 '26년 예산안의 가정(4.5% 내외)을 큰 폭으로 상회할 전망이다. 이는 소득세, 부가가치세 등 다양한 세목의 수입도 그만큼 늘어날 것이라는 의미이다. 보수적으로 3월 추경에서 정부가 추정한 법인세를 제외한 세입(11.9조 원)이 늘어나지 않는다고 가정하더라도, '26년 본예산 대비 증가할 세입 규모는 55.5조 원에 이른다. '27년의 경우 근로 소득세, 부가가치세 등까지 고려한다면, '26년 본예산의 세입 규모보다 190조 원 증가할 전망이다('27년 전체 세입 규모는 565조 원 내외).

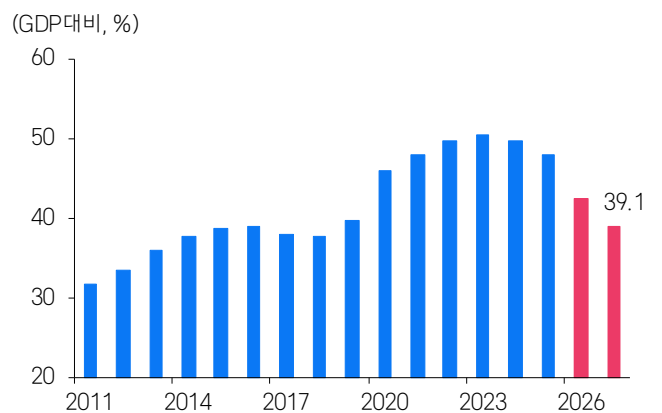
반도체 호황에 따른 세입 증가는 재정의 대응을 역력을 확대시킬 전망이다. 앞선 분석에 따르면, '26년 추경 예산안 대비 '26년과 '27년 법인세 세입 증가만 하더라도 30조 원과 120조 원에 달한다. 이는 '26년 GDP의 1.1%와 4.4%(전체 정부 지출 기준으로는 4.0%와 13.2%)로 예상치 못한 거시 경제적 충격을 충분히 완충할 수 있는 규모이다. 게다가 법인세 이외 세입 증가까지 감안할 경우, '26년 말 기준 GDP 대비 통합 재정 수지는 정부의 예상(-1.9%)보다 크게 개선된 -0.5%, '27년에는 2% 내외 흑자를 기록할 전망이다(관리 재정 수지 기준으로는 -2.8%와 0.0%). 또한, 국가 채무 비율의 하락으로 중기적인 대응 능력도 높아질 전망이다. 중장기 재정 전망에서의 지출 증가를 반영하면, 명목 성장률 상승과 세입 증가로 인해 '26년 말 GDP 대비 국가 부채 비율은 43% 내외, '27년 말에는 39% 내외로 낮아지게 된다.

세입 증가로 재정 수지 개선 예상



자료: 재정경제부, 삼성증권

명목 성장률 상승과 세입 증가로 국가 부채 비율 낮아질 전망



자료: 재정경제부, 삼성증권

한국 경제, 교역 조건 급격한 개선에 따른 부작용을 피할 수 있을 것으로 판단

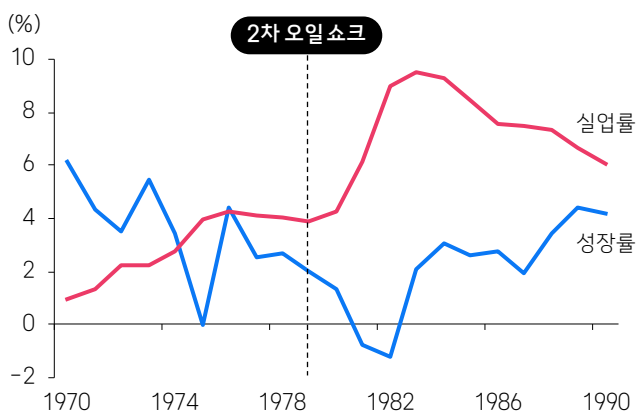
긍정적인 교역 조건 충격은 부작용도 동반한다. 대표적인 사례가 '70년 후반~80년대 초반의 네덜란드이다. '59년 네덜란드는 북해에서 막대한 규모의 천연가스를 발견한 후 수출이 크게 증가하고 재정 및 경상 수지가 개선되었으나, 반대 급부로 통화 가치(당시 네덜란드 길더화)가 급등하고 재정 지출 증가로 공공 부문이 크게 확대되었고 제조업의 경쟁력은 점차 낮아졌다. 이러한 상황에서 발생한 두 차례의 오일 쇼크는 제조업에 큰 타격을 입혔고 그 과정에서 실업률은 급증했다. 이러한 현상을 두고 '77년 Economist 紙는 '네덜란드 병(Dutch Disease)'로 명명한 바 있다.

당사는 다음의 세 가지 이유에서 단기간 내 한국 경제는 '네덜란드 병'에 빠지지 않을 것으로 판단한다. 첫째, 한국의 주력 수출품인 반도체는 다수의 공급자가 존재하는 원자재와 달리 공급자가 제한적이다. 이는 가격 상승에 따른 공급의 탄력성을 낮추는 효과가 있다. 게다가, 반도체의 경우 수요가 증가하더라도 공급이 확대되기까지 상당 기간의 시차가 존재한다. 당사와 금융시장에서는 현재 진행 중인 설비 투자가 완성되어 공급이 늘어나는 시점을 빨라도 '27년 하반기로 추정한다. 게다가 현재의 수요 전망을 감안하면, 수요가 공급을 초과하는 상황은 최소한 '28년까지 이어질 전망이다.

둘째, 내국인의 해외 포트폴리오 투자 확대가 지속되며, 막대한 경상 수지 흑자에 따른 통화 가치 상승이 현상이 나타나고 있지 않다. '25년 한국의 경상 수지 흑자 규모는 1,230.5억 달러였으며, '26년 1Q에도 772.6억 달러에 달했다. 그럼에도 한국의 원화는 실질 실효 환율 기준으로 오히려 약세를 기록했는데, 이는 국민연금, 개인 투자자 등의 해외 포트폴리오 투자가 크게 확대되었기 때문이다. 한국은행에 따르면, '25년 국내 투자자의 해외 주식 및 채권 투자 규모는 1,403억 달러였으며, '26년 1Q에도 261억 달러에 이르렀다.

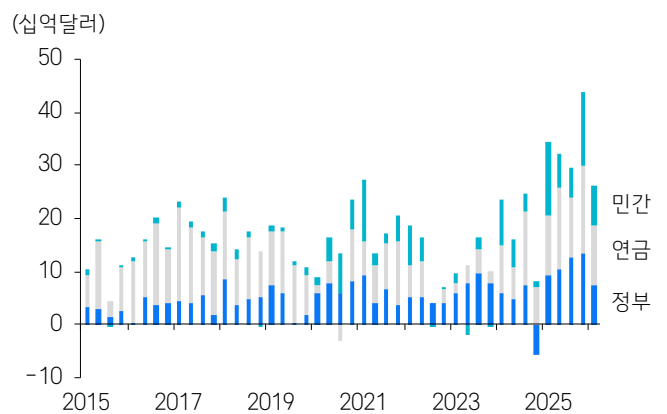
한국은행에 따르면, 내국인의 해외 투자 증가는 1) 인구 구조 변화에 따른 저축 수요 증가와 2) 해외 자산에 대한 수요 확대(포트폴리오 다변화에 따른 해외 자산 확대)라는 구조적인 요인에 의해 비롯되었다(한국은행, '우리나라 대외 부문의 구조적 변화가 환율에 미치는 영향, '26년 4월). 물론 올해 경상 수지 흑자 규모가 3.3천억 달러 내외에 이르면서, 원화 강세 압력이 높아질 전망이다. 다만, 증가한 경상 수지의 상당 부분이 투자, 세금, 임금, 배당 등을 제외하더라도 상당 부분 기업 내 유보될 전망이다라는 점도 감안할 필요가 있다. 이에 더해, 4월 이후에는 외국인 투자자가 한국 주식시장 급등에 따른 rebalancing으로 한국 주식을 대규모로 매각했으며, 이 또한 원화 절상 압력을 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

'70~90년대 네덜란드의 실업률과 성장률 추이



자료: World Bank, OECD, CBS, 삼성증권

국내 거주자 해외 투자는 '25년 이후 증가



자료: 한국은행, 삼성증권

셋째, 학습 효과이다. '70년대 이후 많은 국가들이 수출품 가격 급등으로 '네덜란드 병'을 겪은 바 있다. 이러한 현상은 대부분의 정부가 채굴권 배분과 별도 규정을 통해 원자재 판매 이익의 상당 부분을 전유하는 상황에서, 긍정적인 교역 조건 충격을 지속적이라고 오판하며 발생했다. 일례로 네덜란드 정부는 가스 판매에서 발생하는 순이익의 80%를 정부 재정에 귀속시켰으며, 그에 따라 가스 판매 수입의 재정 의존도는 '80년의 경우 GDP의 5%에 달한 바 있다. 통화 가치 상승으로 제조업의 경쟁력은 크게 약화된 상태에서, 80년 초반 국제 유가의 급락은 재정 수입의 감소로 이어지며 네덜란드 경제는 큰 타격을 입었다 ('82년 성장률 -1.3%, 실업률 6.5%, 재정적자/GDP -4.8%).

네덜란드 사례뿐만 아니라 다양한 사례를 통해서, 긍정적인 교역 조건 충격이 영속적이지 않으며 오히려 거시 경제적 취약성을 높일 수 있다는 점은 널리 알려져 있다. 한국의 경우에도, 반도체 산업은 여전히 cyclical이 아니라고 볼 수는 없다. 금융시장에서도 최근 언급되고 있는 장기 계약(LTA)이 반도체 사이클의 변동성을 완화시키는 수준 정도로 판단하고 있다. 이러한 향후 궤적에 대한 불확실성이 재정 규율에 영향을 미칠 전망이다.

한국 민간 소비, GDP를 웃도는 성장세 전망

당사는 '26년 하반기 이후 한국의 민간 소비 증가율이 성장률을 상회하는 국면을 예상한다. '26년 하반기 민간 소비 증가율은 3.0%, '27년에는 3.1%로 전망한다(GDP는 각각 3.3%와 2.8%). 대체로 지난 20년간 한국의 민간 소비 증가율은 '22년을 제외하고는 GDP와 비슷하거나 낮은 수준에 머물렀다. '22년 경우에도 '20년 당시 팬데믹으로 소비가 급감했던 영향이 컸다. 그럼에도 당사가 '26년 하반기 이후 한국의 높은 소비 증가율을 전망하는 근거는 1) 반도체 수출 급증에 따른 재정, 투자 등에서의 낙수효과, 2) 주식 시장 호황으로 인한 부의 효과, 3) 외국인 관광객 증가로 인한 소비 증대 등이다.

우선, 당사는 '26년 하반기 추경편성 가능성은 성장의 개선 흐름을 감안할 때 낮은 것으로 판단하지만, '27년 재정 지출 증가율은 실질 기준 7% 내외로 추정한다. 이는 '26년 대비 '27년 세입 증가의 1/3만 지출한다고 가정한 최소한의 수치이다. 만약, '26년 하반기 추경을 편성한다고 하더라도, 법인세 수입만으로도 추경 대비 25조 원 내외 증가하여, 국채발행 없는 추경이 가능하다. 재정 지출 증가와 함께 '26년 '27년 반도체의 생산(부가가치) 증가가 고용 및 소비에 미치는 영향까지 감안한다면, 민간 소비는 연간 1%pts 내외 높아질 것이다. 아울러, 피용자 보수의 증가는 앞서 살펴본 것처럼 실질 가처분 소득 증가율을 '25년 대비 '26년에는 0.5%pts, '27년은 1.0%pts 높일 것이다. 물론, 이러한 실질 소득 증가의 상당 부분이 일부에 집중되어, 소비 전반에 미치는 효과는 다소 제한적일 가능성이 높다.

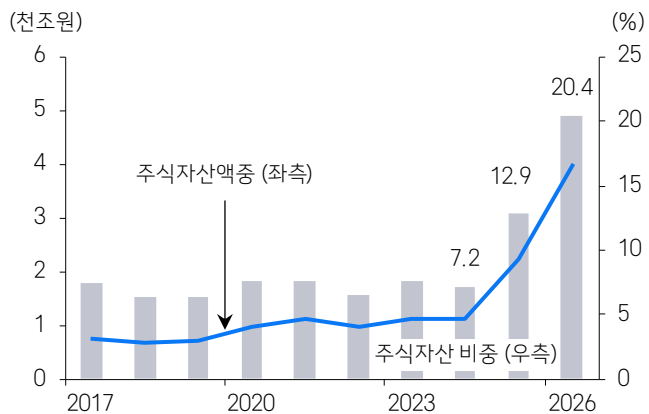
간접적인 경로로는 주식 자산 부의 효과도 있다. 한국에서 주식 자산 부의 효과는 낮은 편으로 알려져 있다. 한국은행에 따르면, 이는 가계 자산에서 주식이 차지하는 비중이 높지 않은 데다, 그마저도 소비 성향이 낮은 고소득층에 집중되어 있기 때문이다. 또한, 배당률도 높지 않고, 주식 투자를 통해 형성된 자산이 주택시장으로 흘러가는 경향도 영향을 미쳤다(한국은행, 우리나라 주식 자산 효과에 대한 평가, '26년 5월). 해당 연구를 그대로 수용한다고 하더라도, 6월 현재까지 올해만 한국의 가계가 보유한 주식의 보유 금액은 1,400조 원 증가하여 부의 효과는 18.2조 원, '25년 민간 소비의 1.2% 내외로 추정된다. 주식의 경우 부의 효과가 지속되는 기간이 1~2년이라는 점을 감안하면, 올해 하반기부터 대략 반기별로 민간 소비를 0.3~0.4%pts씩 높일 전망이다. 다만, 가계 부채 대책을 통해 대출을 통한 신규 주택 매입이 상당히 어려워졌다는 점까지 감안하면, 부의 효과는 소폭 더 높을 수도 있다.

마지막으로 외국인 관광객의 증가(In-bound)도 소비 증대에 기여할 전망이다. 한국을 방문하는 외국인 관광객 수는 '25년 1,909만 명으로 사상 최고치에 이르렀고, '26년 1~4월에도 전년 대비 18.2%를 기록했다. 현재 추세를 지속할 경우, '26년 외국인 관광객 수는 2,250만 명에 달할 전망이다. 외국인 관광객 수가 증가했을 뿐만 아니라 국적별 집중도도 완화되고 있다. 중국인 관광객의 비중은 '19년 34.7%에서 '26년 1Q에는 28.6%로 낮아졌다. 반면, 일본/중국 외 아시아는 30.4%에서 33.4%로 증가했고, 북미는 7.6%에서 10.0%, 유럽은 6.2%에서 6.8%로 증가했다. 또한 1인당 지출액은 '19년 1,239달러에서 '25년 1,802달러로 증가했다. 원/달러 환율과 물가 수준까지 감안한다면, 1인당 실질 지출은 '19년에 비해 60% 내외 증가할 것으로 추정된다.

이처럼 해외 관광객 숫자와 1인당 소비 증가로 국내 소비(domestic consumption)는 증가할 전망이다. 반면, 한국의 해외 관광객(out-bound) 증가율은 원화 약세의 영향으로 증가율이 점차 낮아지고 있으며, 1인당 지출도 조금씩 낮아지고 있다. 해외 관광객은 '25년 연간 2,950만 명에서 '26년에는 현재 추세를 지속할 경우 3,150만 명으로 추정된다. 다만, 관광 수지는 '24~'25년의 100억 적자에서 '26년에는 80~90억 달러로 낮아지나, 한국의 경제 규모를 감안할 때 성장률에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 추정된다.

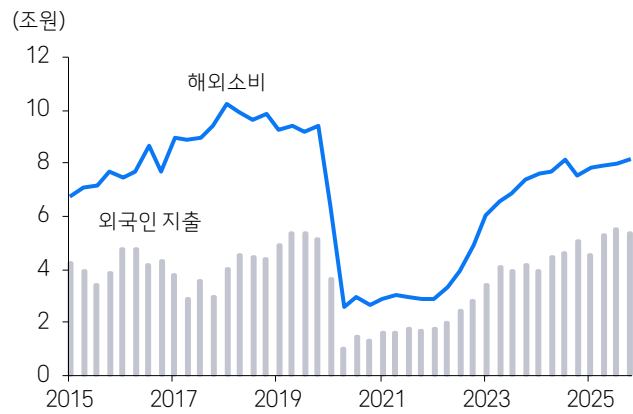
한편, 한국 민간 소비는 '26년 3Q 이후 점차 회복세가 확대되는 흐름을 예상한다. 이는 '26년 상반기에는 전쟁에 따른 고유가로 소비 회복이 주춤했으나, 하반기에는 종전 합의 이후의 유가 하락이 소비의 반등으로 이어지고, '27년부터는 반도체 수출의 확대의 파급 효과가 본격화될 것으로 예상하기 때문이다. 특히, '27년 민간 소비가 GDP 성장률을 상회할 것으로 전망하는 이유 중 하나는 증가한 소득은 '26년에 국민계정에 귀속되나, 실제 가처분 소득의 증가는 특별 급여의 지급 시기로 인해 '27년 1Q에 발생하는 영향도 있다. 이러한 시차(lagging) 효과는 국민계정에서 법인세 계상과 실제 법인세 지출 및 재정 지출의 차이에서도 나타난다.

가계의 주식 자산 규모 빠르게 증가



자료: 한국은행, 삼성증권

내국인과 해외 관광객 지출 추이



자료: 한국은행, 삼성증권

IV-3. 한국은행 통화정책 전망

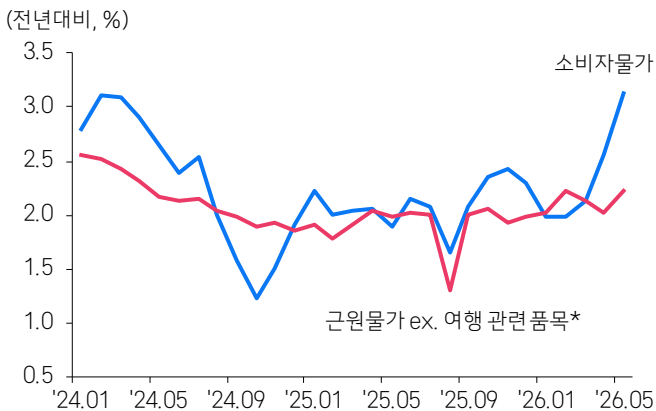
'27년에도 소비자 물가는 한은의 물가 목표 웃돌 것: 향후 1년간 기준 금리 4차례, 100bps 인상 전망

당사의 예상대로 한국의 소비가 '26년 하반기 이후 GDP 성장률을 상회할 경우, 물가의 상방 압력도 그만큼 높아지게 된다. 반면, 하반기 중 중동 지역의 지정학적 불안정이 완화되면 에너지, 항공 요금 등이 안정되며 물가 압력은 다소 낮아질 전망이다. 실제로 '26년 6월 소비자 물가는 전년 대비 3.2%를 기록했는데, 그중 1.1%pts는 석유류 가격 상승, 0.2%pts는 해외 항공료 및 단체 여행비 상승에서 비롯되었다. 그에 따라 유가 상승을 제외한 실질적인 물가 압력(식료품 및 에너지, 해외 항공료 및 단체 여행비 등을 제외한 물가)은 2.3% 내외로 추정된다. 다만, 한국의 경우 최고가격제를 통해 유가 상승에 따른 물가 압력을 상당 부분 재정과 기업 부문에서 흡수하여, 국제 유가가 안정되더라도 여타 국가에 비해 물가 안정 효과는 크지 않을 것이다.

반면, '26년 하반기 이후 민간 소비의 회복세가 확대되는 점은 물가 상승 요인이다. 다만, 가처분 소득의 증가가 일부 산업과 기업에 집중되고, 부의 효과도 주식의 소유 분포를 감안하면 일부에 집중된다는 점은 소비 확대에 따른 물가 상승을 다소 낮추는 요인이다. 반면, 임금 및 부의 효과가 유례없이 크다는 점은 예상보다 물가 상승 폭을 높일 수 있다. 아울러, 늘어난 조세 수입의 활용 방법에 따라 물가에 미치는 영향도 달라질 것이다. 이러한 점을 감안하여 당사는 '26년 소비자 물가는 2.7%, '27년은 2.3%로 전망하나, '27년 물가 전망은 상방 리스크가 다소 높다고 판단한다. 결국, '26~'27년 성장과 물가는 한국은행의 5월 기본 전망을 상회할 가능성이 높으며, 그에 따라 당사는 한국은행이 기준 금리를 '26년 하반기 두 차례(7월 10월)와 '27년 1Q와 2Q 두 차례 인상할 것으로 전망한다(현행 2.5%에서 3.5%로 인상).

한편, '26년 당사의 물가 전망은 금융시장과 크게 다르지 않으나, '27년은 0.2%pts 높은 수준이다. 이는 기본적으로 당사의 '27년 성장률 및 민간 소비 전망이 금융시장에 비해 높기 때문이다. Bloomberg의 6월 집계에 따르면, 금융시장의 '27년 한국 성장률 전망은 2.0%, 민간 소비는 1.9%이다. 반면, 당사는 각각 2.6%와 3.0%이다. 이러한 차이는 기본적으로 금융시장에서는 '27년 정부 소비 지출 증가율을 2.1%, GDP 대비 재정 수지를 -2.1%로 전망한 반면, 당사는 앞서 언급한 것처럼 정부 지출 증가율을 7% 내외(실질 기준), GDP 대비 재정 수지를 2.0%(흑자)로 전망하기 때문에 발생한다.

상반기 소비자 물가 상승은 국제 유가 상승 영향



참고: * 근원물가에서 해외 단체 여행과 해외 항공료를 제외한 지수
자료: 국가데이터처, 삼성증권

당사와 금융시장의 경제 전망 비교

	'26년		'27년	
	삼성증권	Bloomberg	삼성증권	Bloomberg
GDP	3.4%	2.6%	2.8%	2.0%
민간 소비	2.6%	2.1%	3.1%	1.9%
소비자 물가	2.7%	2.7%	2.3%	2.1%
정부 지출	3.2%	3.2%	7.0%	2.5%
재정 수지	-0.5%	-2.0%	2.0%	-2.1%

참고: 재정 수지는 GDP 대비, 나머지는 전년 대비 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA