

한국경제의 새로운 균형점

경제성장, 잠재성장률, 중립금리 그리고 원화 재평가

Economist 최제민

02-3787-2191

jmchoi@hmsec.com

RA 김백중

02-6106-2732

bjbj210@hmsec.com

Executive Summary: 반도체 호황을 넘어 성장과 금리의 새로운 균형점으로

2026년 성장을 3.6%로 상향: 성장 중심은 반도체 수출과 투자

한국경제는 단순한 반도체발 경기회복을 넘어 **성장률·잠재성장률·중립금리**의 균형점이 함께 높아질 가능성을 시험할 것이다. 당사는 2026년 실질 경제성장률을 한국은행 전망 3.3%보다 높은 **3.6%**, 2027년은 **2.8%**로 전망한다(현재 26Q3 나우캐스팅 추정치 QoQ +1.0% 등 반영). 반도체가 정상적인 경기경로를 따랐다면 성장률은 각각 약 **2.4%**, **1.9%**에 그쳤을 것으로 추정되며, 현재 반도체 호황은 두 해의 성장률을 각각 약 **0.9%p**, **1.0%p** 높이는 것으로 판단한다(한국은행 8월 성장률 전망 기준). 이번 사이클의 차별점은 수출 증가가 기업이익에 그치지 않고 전례 없는 규모의 설비투자과 자본축적으로 이어지고 있다는 점이다.

반도체 호황에서 새로운 잠재성장률로: 자본스톡 + 총요소생산성(TFP) 개선 폭이 좌우

이러한 변화는 잠재성장률의 하락경로도 바꿀 수 있다. **AI의 추가 생산성 효과가 없다면** 2030년 잠재성장률은 약 **1.6%**까지 낮아질 것으로 예상되지만, **AI가 점진적으로 생산성에 반영될 경우(AI-Base)** 잠재성장률은 **1.8%**로 올라가는 것으로 추정된다. **AI발 생산성 향상이 제조·금융·물류·서비스 등 산업 전반으로 확산될 경우(AI-Bull)**에는 **2.1%** 수준까지 유지될 수 있다. 즉 이번 변화의 의미는 잠재성장률이 다시 빠르게 상승한다기보다, 2020년대 후반 한국 경제의 고령화와 노동공급 감소에 따른 **기존 잠재성장률 하락을 (1%대 중반) AI를 통해 1%대 후반~2% 안팎에서 방어할 가능성이 생겼다**는 것이다.

중립금리도 지금보다 높은 곳에서 새로운 균형점 모색

중립금리 역시 같은 방향으로 재평가될 수 있다. 현재까지의 데이터를 이용한 당사의 계량모형(Lubik-Matthes 모형 기반 Bayesian TVP-BEXVAR-SV로 추정)은 한국의 명목 중립금리를 **중심값 약 2.5%**, 모형 간 종합 범위 **2.45~2.71%**로 추정한다. 높은 AI 설비투자과 투자수요가 지속되고 생산성이 점진적으로 개선되는 환경에서는 중기 명목 중립금리가 **2.5~2.9%**, 전 산업으로 강한 생산성 확산이 나타나는 경우에는 **2.8~3.1%** 수준까지 높아질 수 있다. 이는 최근 한국은행의 금리인상 고점뿐 아니라 향후 경기둔화 시 **기준금리가 다시 어디까지 내려갈 수 있는지에 대한 시장의 판단 자체가 달라질 수 있음**을 의미한다. 더욱이 우리가 추정한 중립금리는 금융안정을 모형에 반영하지 않았으므로 금융안정 문제가 결부되면 중립금리 수준이 더 높아질 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

한은 최종금리 전망치 3.5%로 상향

이러한 성장·중립금리 재평가, 최근 유가 재급등과 전쟁 장기화 리스크를 반영해 당사는 이번 **금리인상 사이클의 최종 기준금리 전망을 기존 3.25%에서 3.5%로 상향**한다. 당사는 2026년 성장을 3.6%, CPI 2.8%, 근원물가 2.6%를 전망하며 기준금리는 11월 25bp 인상을 통해 연말 3.25%까지 도달할 것으로 본다. 2027년에는 성장률과 헤드라인 물가가 각각 2.8%, 2.4%로 둔화되더라도 근원물가가 2.5% 수준에 머물고 중립금리의 상향 재평가가 이어지면서, 한 차례 추가 인상을 통해 최종금리가 3.50%에 도달할 것으로 예상한다. 다만 3.50%는 새로운 중립금리 자체가 아니라, 현재의 높은 성장률과 물가압력·금융안정 리스크를 제어하기 위해 중립금리보다 일정 수준 높은 긴축영역까지 기준금리를 올리는 경로임을 주지할 필요가 있다.

자산시장 시사점: 주식과 원화에 우호적. 단, 채권시장은 엇갈림

새로운 균형은 자산시장에서는 **주식과 원화에 구조적으로 우호적**이고, 채권에는 **단기와 중장기의 시사점이 엇갈린다**. 주식은 성장률과 기업이익 전망 상황이 긍정적이지만 중립금리와 시장금리 상승은 밸류에이션의 상단을 제약한다. 따라서 단순한 유동성 장세보다는 **이익 증가가 할인을 상승을 넘어설 수 있는 업종이 주도하는 실적 중심 장세**가 예상된다. 원화는 반도체 수출, 경상수지, 성장률, 금리의 동반 개선에 힘입어 중기적인 강세 방향을 예상한다. 반면 채권은 물가와 유가가 안정될 경우 현재 수준에서 금리가 하락할 수 있으나, 새로운 중립금리 환경에서는 과거 저금리 수준으로의 완전한 복귀는 제한될 가능성이 높다.

새로운 균형점 도달 위한 관전 포인트 3가지

다만 새로운 균형점은 아직 확정된 결과가 아니라 진행 중인 변화다. 반도체 기업의 높은 이익이 가계소비로 확산되는 효과는 한국경제의 소득분배 구조와 낮은 고용유발효과 때문에 상대적으로 제한적이며, 고금리·고물가에 노출된 가계와 자영업자의 소비여력도 강하지 않다. 따라서 향후 핵심은 반도체 수출 증가가 지속되는지보다 ① **높은 설비투자가 실제 자본스톡 증가로 이어지는지**, ② **AI 도입이 경제 전반의 총요소생산성을 끌어올리는지**, ③ **수출·기업이익 개선이 고용과 가계소득으로 확산되는지**다. 이 세 가지가 확인될 경우 이번 국면은 단순한 반도체 호황이 아니라 한국경제의 성장률·중립금리·자산가격의 균형점을 높이는 구조적 변화로 평가할 수 있을 것이다.

결론: 이번 국면의 핵심은 성장률·최종금리 전망 변화 보다 균형점의 이동

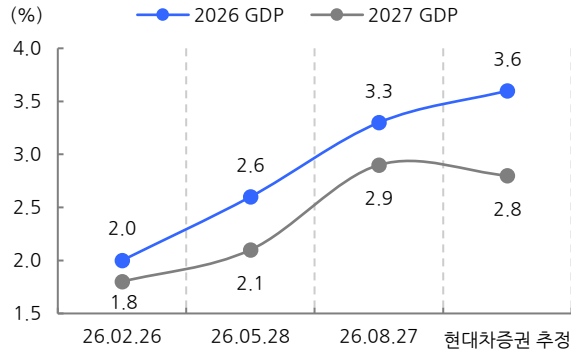
결국 이번 사이클의 핵심은 2026년 성장률 3.6%나 최종금리 3.5%라는 단기 숫자에 있지 않다. 더 중요한 변화는 반도체·AI 호황이 일시적인 수출 호조를 넘어 기업이익과 설비투자, 자본축적, 생산성 향상으로 이어지면서 한국경제의 장기 균형 자체를 바꿀 수 있다는 점이다.

이 경로가 현실화되면 한국경제는 과거처럼 잠재성장률이 빠르게 1%대 중반으로 내려가고, 중립금리도 낮아지는 구조에서 벗어나 **잠재성장률은 1%대 후반~2% 안팎, 명목 중립금리는 2%대 후반~3% 안팎으로 재평가되는 새로운 구간**에 진입할 수 있다. 이는 통화정책의 의미도 바꾼다. 3.5%의 최종금리는 단순한 경기과열 대응의 고점 이 아니라, 향후 물가가 안정된 뒤에도 정책금리의 하단이 과거보다 높게 형성될 수 있음을 시사한다.

자산시장 역시 같은 방향의 재평가가 필요하다. 채권은 현재의 높은 금리에서 하락 여지가 존재하지만 과거 저금리 체제로의 완전한 복귀는 제한될 수 있고, 주식은 낮은 금리에 의존하는 밸류에이션 장세보다 이익 증가가 할인을 상승을 이기는 실적 중심 장세가 중요해지며, 원화는 수출·경상수지·성장·금리의 동반 개선을 반영해 중기적으로 더 강세를 보일 여지가 있다.

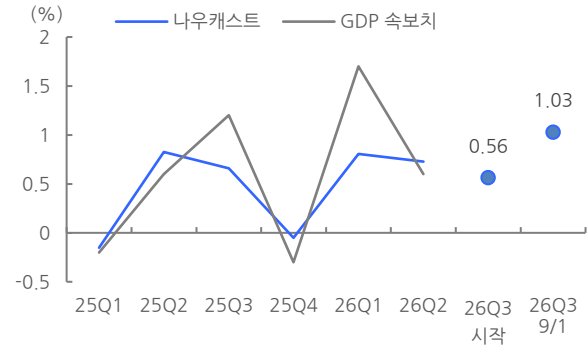
결국 앞으로 확인해야 할 것은 반도체 호황이 얼마나 오래가는지보다는, **그 과정에서 축적된 자본과 AI가 한국경제의 생산성과 투자수익률을 얼마나 영구적으로 끌어올리느냐**이며, 바로 그 지점이 이번 사이클을 단순한 업황 호조와 '새로운 균형점'으로 가르는 분기점이 될 것이다.

〈그림 1〉 한국 성장률 전망, 연이은 상향 조정



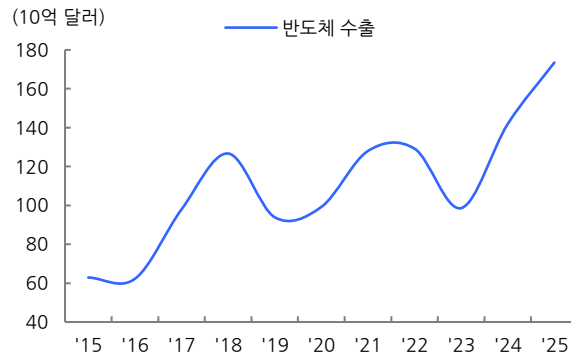
주: 추정치는 당사 전망 기준. 2월, 5월, 8월은 한은 경제전망 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 2〉 최근 8분기 나우캐스트 및 GDP 속보치



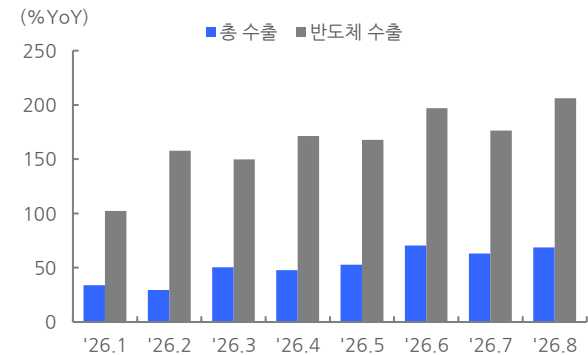
자료: 현대차증권 추정

〈그림 3〉 반도체 수출액 (2015년~2025년)



자료: 산업통상부, 현대차증권

〈그림 4〉 반도체 수출 증가율, 전체 수출을 크게 상회



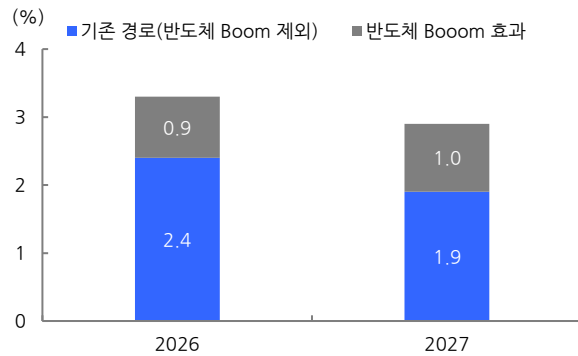
자료: 산업통상부, 현대차증권

〈표 1〉 AI 확산 시나리오별 잠재성장률과 중립금리

	현재 계량추정	AI 점진 확산	AI 광범위 확산
2030 잠재성장률	—	1.80%	2.08%
2026~30 잠재성장률 평균	—	1.98%	2.12%
실질 중립금리	0.45~0.71%	0.5~0.9%	0.8~1.1%
명목 중립금리	2.45~2.71%	2.5~2.9%	2.8~3.1%

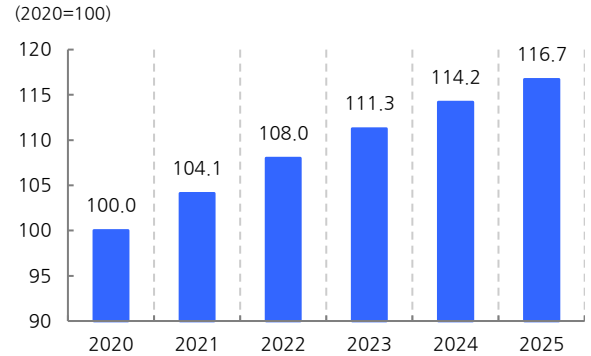
자료: 현대차증권

〈그림 5〉 반도체 붐 효과 제외 시 성장률 2%대 초반



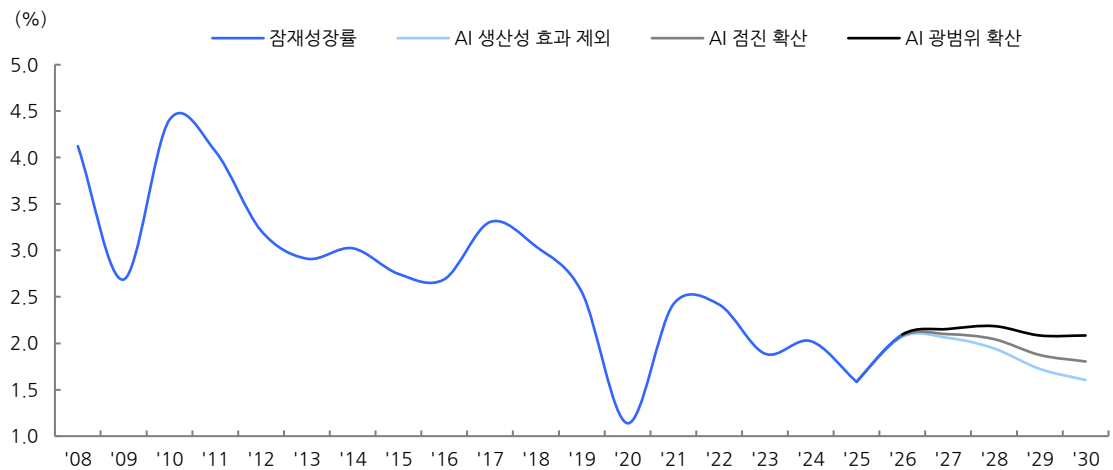
자료: 현대차증권 추정

〈그림 6〉 자본서비스 지수 추이



자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 7〉 잠재성장률 추이 및 AI 반영 추정 경로



주: '26년~'30년은 당사 추정치

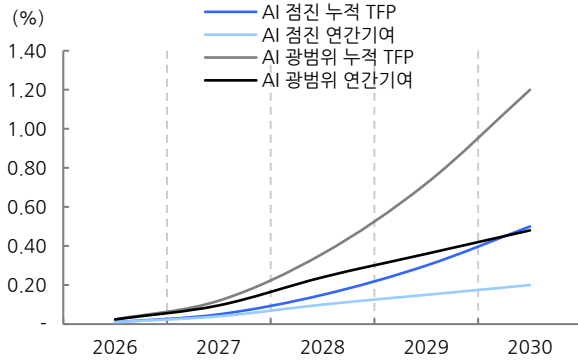
자료: 현대차증권 추정

〈표 2〉 AI 확산 시나리오별 생산성 및 잠재성장률 효과

	AI 생산성 효과 없음	AI 점진 확산	AI 광범위 확산
2030 누적 TFP 수준효과	0	0.50%	1.20%
2026 AI TFP 성장기여	0	+0.01%p	+0.024%p
2028	0	+0.10%p	+0.24%p
2030	0	+0.20%p	+0.48%p
2030 잠재성장률	1.60%	1.80%	2.08%

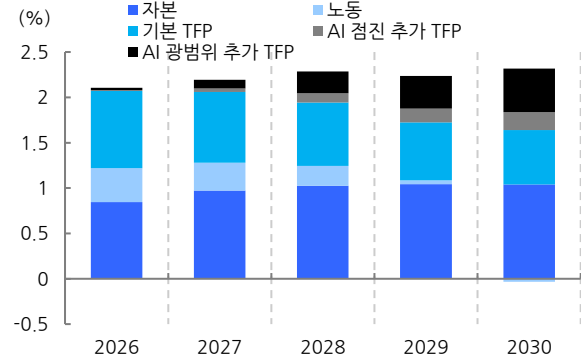
자료: 현대차증권

〈그림 8〉 AI 생산성 J-Curve



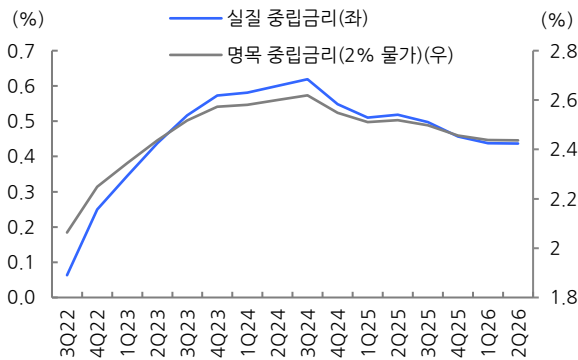
자료: 현대차증권 추정

〈그림 9〉 자본·노동·TFP 기여도



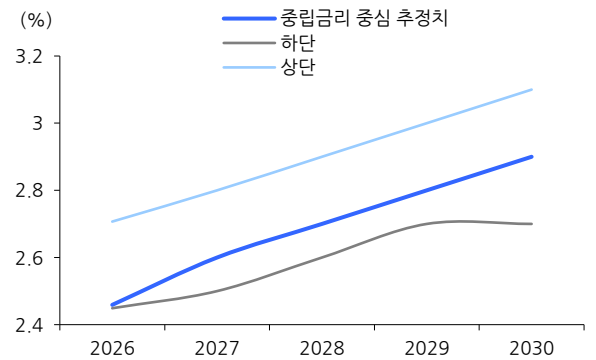
자료: 현대차증권 추정

〈그림 10〉 실질 중립금리 및 명목 중립금리



자료: 현대차증권 추정

〈그림 11〉 중립금리 추정치 및 상하단



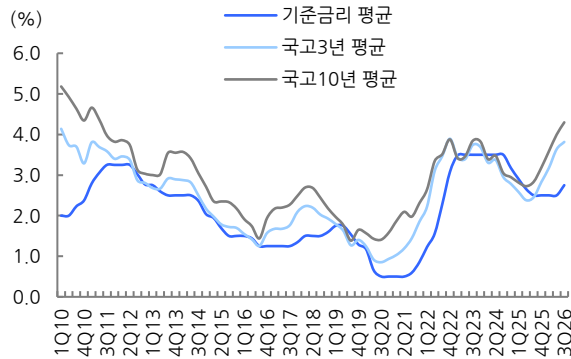
주: TVP-BEXVAR-SV 및 Static BEXVAR 모형 추정치
자료: 현대차증권 추정

〈표 3〉 AI 확산 시나리오별 중립금리 추정

구분	실질 중립금리	명목 중립금리	성격
Bayesian 중심값	0.46%	2.46%	현재 실제 추정
Bayesian prior 강건성	0.449%~0.530%	2.449%~2.530%	현재 실제 추정
현재 모형 종합범위	0.449%~0.707%	2.449%~2.707%	현재 실제 추정
AI 점진 확산	0.5%~0.9%	2.5%~2.9%	조건부 중기 시나리오
AI 광범위 확산	0.8%~1.1%	2.8%~3.1%	조건부 상방 시나리오

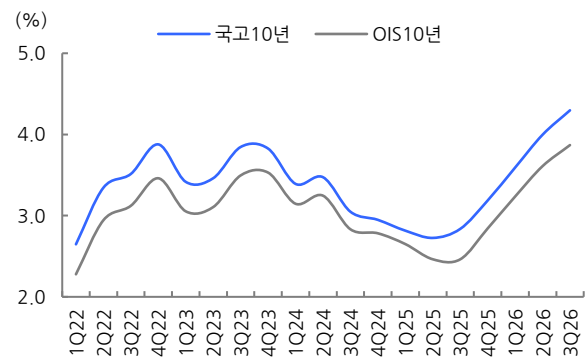
자료: 현대차증권

〈그림 12〉 기준금리·국고 3년·10년(분기평균)



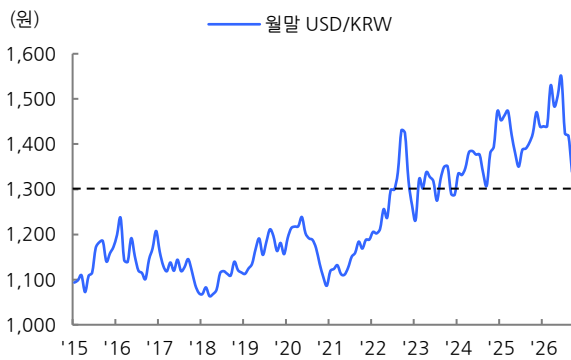
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 13〉 국고 10년물·OIS 10년물(분기평균)



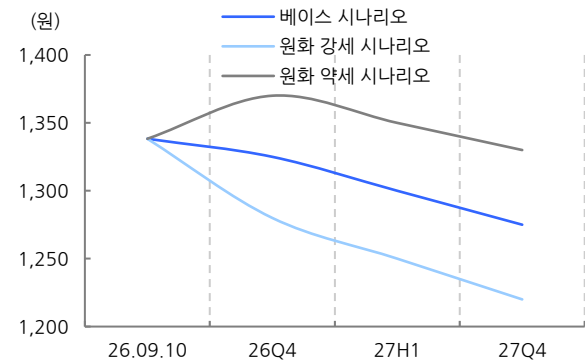
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 14〉 월말 기준 원/달러 환율 추이



자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 15〉 시나리오별 원/달러 환율 전망



자료: 현대차증권 추정

〈표 4〉 AI/반도체 투자 및 정책지원 규모

항목	금액(조원)	발표일	성격
국민성장펀드 총 규모	150	2025.09.10	향후 5 년간 조성 · 공급 계획
삼성전자 2025 시설투자 실적	52.7	2026.01.29	2025 년 연간 CAPEX 실적
삼성전자 2026 투자계획	110	2026.03.19	2026 년 시설투자+R&D 계획
SK 하이닉스 2026 투자계획	40	2026.07.29	2026 년 투자 전망
국민성장펀드 2026 운용규모	30.6	2026.09.08	2026 년 민관합동자금 운용계획

자료: 언론 취합, 현대차증권

▶ Compliance Notice

-
- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최제민의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-