

# 2026년 경제전망

## 大同小異



거시경제/글로벌 전략

김진성

02) 6742-3533

jskim@heungkuksec.co.kr

# 요약 – 2026년 경제전망

## ● 불확실성이 가득했던 2025년

- 지난해 작성된 2025년 경제전망들은 모두 트럼프 행정부 출범이 가져올 파장을 메인 이슈이자 글로벌 경제 최대의 불확실성으로 꼽았다. 미국의 관세인상, 이민정책과 감세정책의 영향, 그리고 미국과 중국을 중심으로 한 공급망 분절에 따른 글로벌 경제 충격 가능성, 고용 악화 등 미국의 경기침체 가능성, 인플레이션 지속 가능성, 연준의 금리인하 여부와 글로벌 통화정책의 향배에 대한 논의가 공통된 내용이었다. 산업 측면에서는 AI 투자와 연계된 반도체 수요 사이클에 대한 논쟁, 금융시장에서는 글로벌 주식시장의 고평가 가능성, 1,400원대로 올라선 원달러 환율의 향방이 관건이었다. 지정학적으로 러-우 전쟁, 이-팔 전쟁의 종전 가능성도 가정할 수 있는 전제로 다뤄졌다.
- 2025년 충격과 혼란이 있었지만 트럼프 2.0의 정책들은 대체로 공약한 대로 구체화되었다. 트럼프 행정부는 수입관세율을 높였으며, 이민규제를 강화하고, 대규모 감세 법안(OBBBA)을 통과시켰다. 그러나 그 결과와 영향에 대한 전망은 많은 부분에서 예상을 벗어났다. 미국의 관세인상은 4월 해방의 날(Liberation Day) 충격 이후 보편관세 수준에서 상당기간 유예되었다가 중국을 제외하면 미국에 대한 보복관세 없이 대부분 무역협상이 7월까지 마무리되었다. 이전의 우려보다 낮은 수준에서 관세율이 결정되었다. 이 과정에서 산업계는 상반기 중 선제적인 통관과 공급망 전환 등을 추진함에 따라 관세인상 충격을 분산할 수 있었다. 관세율이 경제에 미치는 예상 영향 경로가 크게 다르지 않았으나 관세인상의 영향은 25년 중 일부만 반영되었다. 그 결과 2026년 상반기 미국, 중국 등 주요국 경제는 예상을 상회하는 성장을 기록할 수 있었다.

# 요약 – 2026년 경제전망

## ● 25년과 대동소이한 26년 전망의 여건, 변동성은 다소 줄어들 듯

- 2025년 4분기 현재, 글로벌 경제여건은 1년 전과 크게 다르지 않다. 미국과 중국간 무역합의는 아직 완결되지 못했을 뿐 아니라 갈등이 다시 고조되고 있는 상황으로 무역불확실성은 여전히 진행 중이다. 관세인상으로 미국의 인플레이션 압력도 다시 높아지고 있으며, 상반기까지 견조했던 미국의 고용지표는 25년 3분기 이후 급격히 약화되어 리세션 경계 신호를 나타내고 있다. 연준의 금리인하 사이클이 재개되는 등 통화정책도 완화기조를 이어가고 있다. AI 투자와 반도체 사이클에 대한 전망도 확장적으로 연장되는 한편, 주가 상승과 고평가에 대한 부담도 함께 높아지고 있다. 러시아와 중동지역의 긴장도 완전히 해소되지 못한 채 지정학적으로 여전히 불안정한 상태이다.
- 2026년 경제전망의 환경은 2025년 전망에서 전제했던 상황과 유사하다. 다만, 정책변수 및 무역 불확실성, 그리고 관련 변동성은 2025년보다 다소 줄어들 것으로 보인다. 대신 2025년에 전개되었던 트럼프 2.0의 주요한 경제적 영향은 2026년에 본격적으로 반영될 것으로 본다. 과격했던 미국 무역/산업/이민 정책의 변화 영향은 2025년중 나타난 현상에 국한하여 평가할 수는 없다. 오히려 시차를 두고 2026년 이후로 그 결과가 본격적인 나타날 가능성이 크기 때문이다. 트럼프 2.0의 정책효과는 트럼프 이전(2024년) 대비 2025~26년의 평균적인 성과로 측정하는 것이 바람직해 보이며, 이러한 맥락 속에서 2026년의 경기흐름을 가늠해 볼 수 있을 것이다.

# 요약 - 2026년 경제전망

## ● 글로벌 성장/물가 격차 지속, 확장적 정책 동조화, 재정건전성이 변수

- 1) 2026년에도 불안정한 정치·경제여건이 이어지는 가운데 미국 우위의 성장률/물가 격차 유지될 전망
  - 미·중 갈등상황이 지속되는 가운데 무역불확실성이 높은 상황이 장기화될 가능성 잠재
  - 미국은 관세인상 영향으로 상대적 고물가가 지속되고, EU/일본 등은 재정확대가 인플레이션 압력으로 작용
- 2) 미국 관세인상 영향이 본격화되면서 글로벌 교역증가세 둔화가 불가피하여 내수여건에 따라 경기상황이 차별화
  - 관세 차이에 따른 상대가격 변화, 공급망 분절 및 위축 속에 산업별로 수요충격이 다양하게 나타날 가능성
- 3) 대외 여건 악화로 재정지출 부담이 늘어남에 따라 재정수지 악화 및 정부부채 증가에 대한 우려가 높아질 전망
  - 재정수지 악화 양상은 미국과 이외 지역간 상이할 수 있으나 누적된 정부 부채부담은 지속적으로 증대
- 4) 연준의 금리인하 이어지면서 글로벌 통화정책은 전반적으로 완화기조를 유지할 전망
  - 성장 둔화, 통화 완화는 단기금리 하락요인이거나 확장적 정책기조와 재정취약성 우려는 장기금리의 하락을 제약
  - 미 달러화는 추가 약세보다 횡보 후 강세전환 가능성이 높고, 원달러는 원화 저평가 영역 내에서 완만하게 하락
- 5) 미국 경제는 GDP성장률이 25년 2.0%에서 26년 1.8%로 소폭 둔화될 전망
  - 기업투자 사이클이 견조하나 고용이 본격 둔화됨에 따라 소비를 중심으로 내수 성장세는 약화될 가능성
- 6) 한국 경제는 26년 1.8%로 성장률이 높아질 전망이나 대외여건 변화에 민감하고 성장동력이 약해 하방 위험이 잠재
  - AI, 반도체 중심으로 수출, 생산, 투자 증가세가 유지되나 IT이외 산업의 성장은 부진을 지속
  - 소비의 완만한 증가를 중심으로 내수회복 기대되나 침체된 건설투자의 만회 여부가 관건

# 목차

---

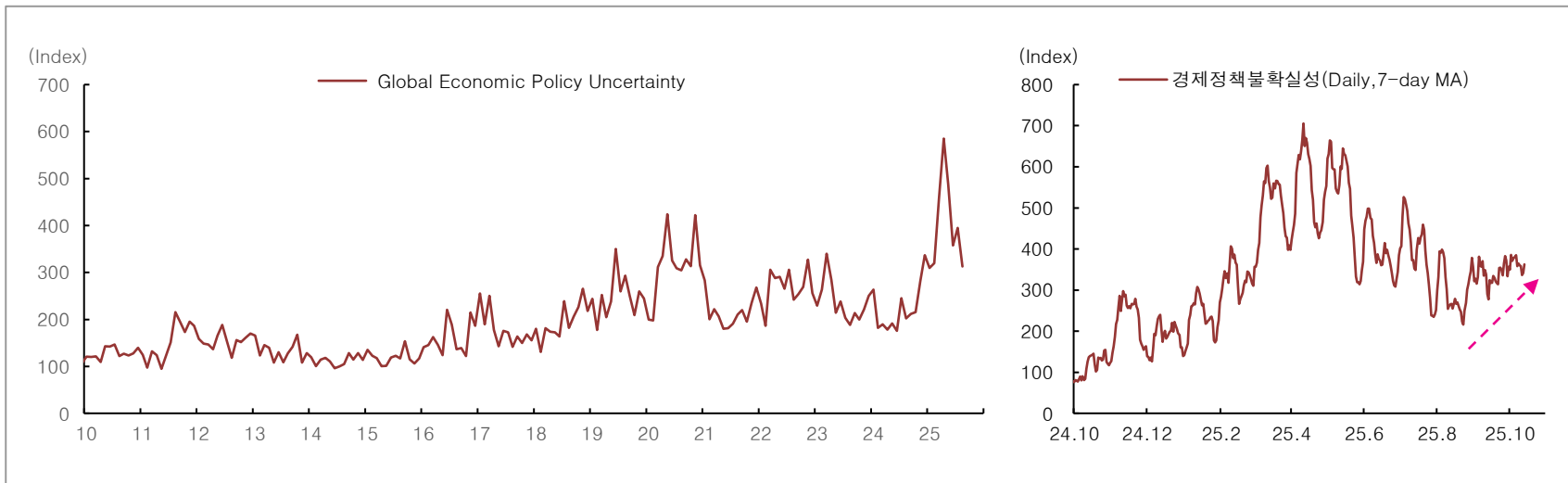
1. 2026년 글로벌 경제 개관 – P.6
  2. 미국 경제 전망 – P.14
  3. 한국 경제 전망 – P.22
  4. 통화정책 그리고 금리·환율 – P.29
- & HK Macro View – P.34

# 미·중을 중심으로 좁혀지고, 길어지는 무역불확실성

## 트럼프 행정부가 글로벌 갈등에 대한 공세 수위를 주도하는 불안정성이 지속

- 최대 교역국인 미·중 무역협상이 미결된 상태. 최종적인 타결보다는 변동성 높은 유예국면이 상당기간 연장될 가능성
  - AI 반도체, 희토류 등 첨단기술 및 공급망 패권과 관련하여 첨예하게 대립하고 있어 전향적인 합의가 쉽지 않은 상황
- 미국내 고용, 투자 등 경제여건 변화에 따라 품목별 관세 등 교역조건에 대한 일방적 조정 여지가 여전히 잠재
- 한국의 경우, 미·중 갈등 상황에 민감한 영향을 받을 수밖에 없는 입장이며 대미 무역 및 투자협상 외에도 방위비, 대북문제 포함 지정학적 구조, 환율 등 다각적인 문제가 연계될 가능성

글로벌 경제정책 불확실성 지수(월간) vs. 무역불확실성 지수(일간)

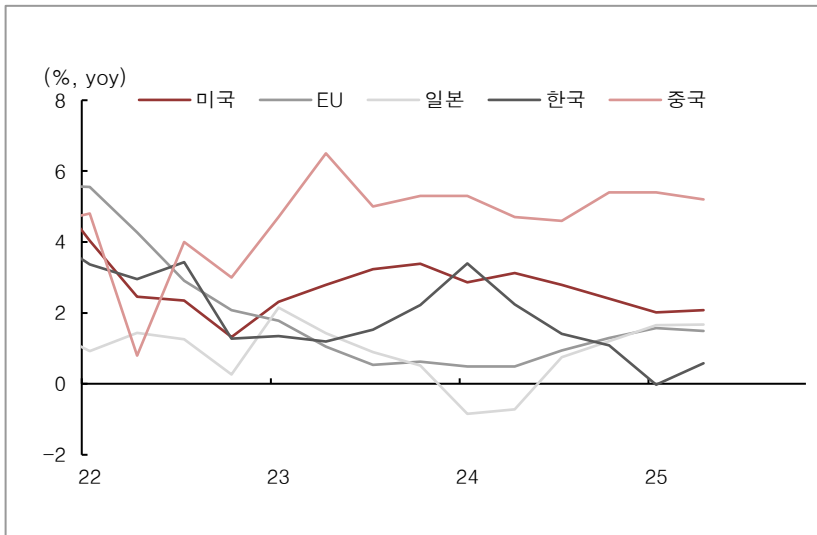


# 미국 우위의 글로벌 경제 판도는 지속

## 관세, 교역 분절 영향 본격화 속 전망의 위험은 하방이 우세

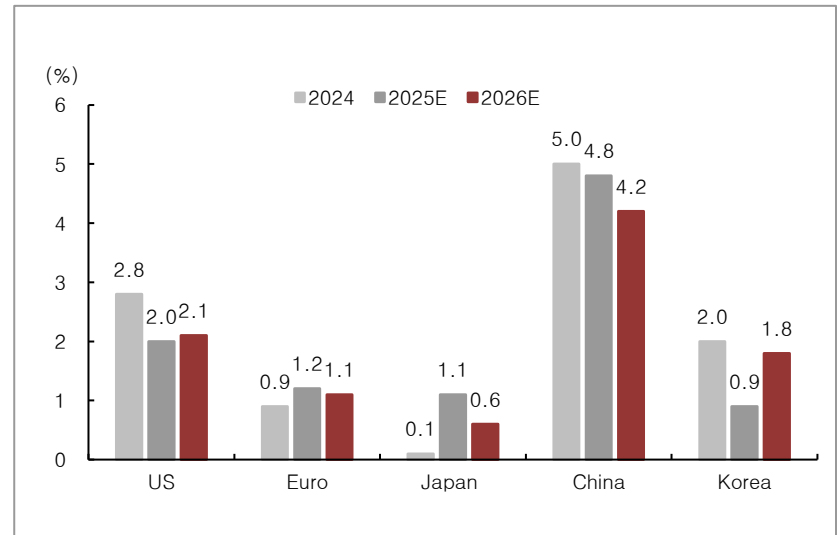
- 2026년에도 불안정한 정치·경제여건이 이어지는 가운데 지역간 성장률 격차도 유지될 것으로 예상
- 미국 관세인상 영향이 본격화되면서 글로벌 교역증가세가 위축되고 내수여건에 따라 경기상황이 차별화될 것으로 예상
  - IMF 세계교역증가율(상품 및 서비스): 24년 3.8% → 25년E 3.6% → 26년E 2.3%(25~26년 평균 2.9%)
  - 관세율에 따른 상대가격 변화, 공급망 분절, 교역 증가세 둔화 속에 산업별로 수요 영향이 차별화될 전망
  - 경제의 (대미)수출의존도가 높을수록, 예상보다 25년 성과가 양호할수록 26년 성장의 변동폭이 상대적으로 클 가능성

주요국 GDP성장률 추이(전년동기대비)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 GDP성장률 전망(IMF WEO 25.10)



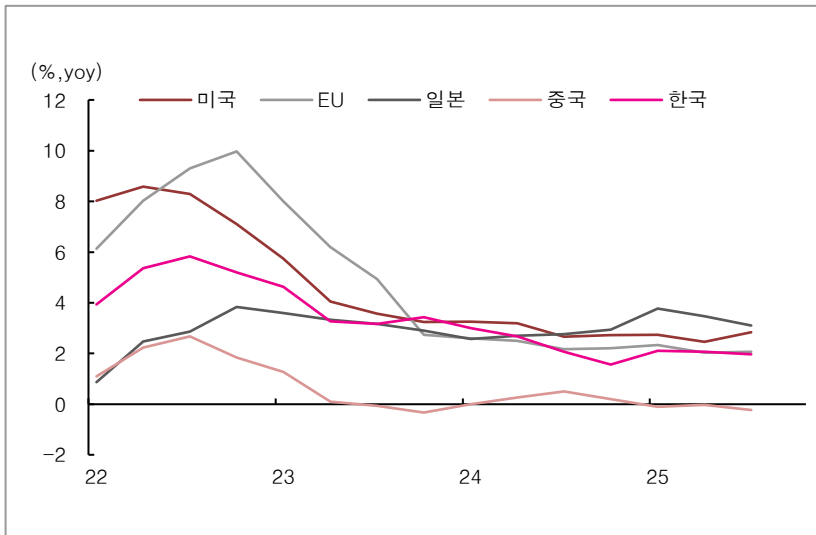
자료: IMF, 흥국증권 리서치센터

# 미국 이외 지역의 인플레이션은 안정세

## 미국은 수입물가, 이외 지역은 재정확대가 주요한 물가압력(상방 위험 잠재)

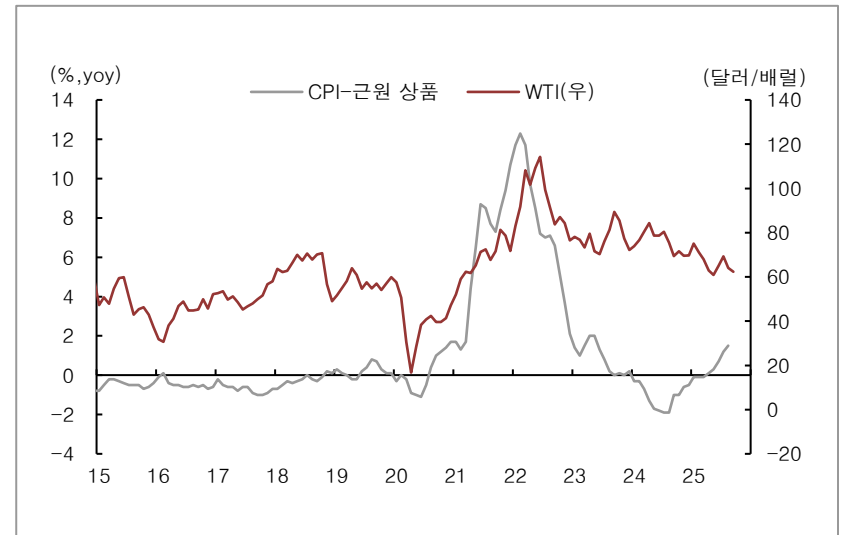
- 인플레이션 양상이 차별화되는 가운데 글로벌 유동성 증대, 자산효과, 미국내 인플레이션 압력 등은 물가전망의 상방위험
- 미국은 관세인상분이 소비자 전가되면서 상품물가 상승압력이 점증, 서비스물가 안정을 전제로 CPI 2.8~3.1% 수준 예상
- 미국 이외 지역은 경제성장이 정체된 가운데 재정지출 확대 등에 따라 제한적인 수요 측 인플레이션 압력
- 교역둔화에 따른 저가수출 확대, 글로벌 수요증가세 둔화에 따른 유가 등 국제상품가격 하락가능성은 인플레이션 안정요인

주요국 CPI상승률 추이(전년동기대비)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

유가와 미국 상품물가 상승률



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 재정의 역할이 커지는 세계경제

## 누적된 정부 부채부담이 높아지는 현상은 만국 공통

- 대외 여건 악화에 따라 재정지출 증가에 대한 요구가 높아져 재정수지 악화 및 정부부채 증가에 따른 부담이 커질 것
  - 미국은 재정수지의 일부 개선( ex. Non US 지역으로부터 관세수입, 투자요구를 통해 재정부담 경감, 연방정부 지출 구조조정 등)이 예상되나 큰 폭의 적자가 이어지고 정부부채 증가세는 지속
  - Non US 지역은 재정의 구조조정 노력에도 불구하고 재정수지가 악화(ex. 관세 피해업종 지원, 복지 지출, 방위비 증대 등) 예상.  
부진한 경제성장 대비 정부부채 부담이 가중되어 재정취약성 부각 및 국가신용등급 하향 위험도 잠재

GDP 대비 재정수지 비율

(%)	2019	2024	2025	2026	2027
EU	-0.5	-3.1	-3.2	-3.4	-3.6
프랑스	-2.4	-5.8	-5.4	-5.8	-6.2
독일	1.3	-2.7	-2.5	-3.4	-4.0
영국	-2.5	-5.7	-4.3	-3.6	-3.0
일본	-3.0	-1.5	-1.3	-2.0	-2.5
중국	-6.0	-7.3	-8.6	-8.5	-8.4
한국	0.4	-0.8	-1.5	-1.4	-1.4
미국	-5.8	-8.0	-7.4	-7.9	-8.0

자료: IMF Fiscal Monitor(25.10), 흥국증권 리서치센터

GDP 대비 정부부채 비율

(%)	2019	2024	2025	2026	2027
EU	83.6	87.2	87.8	88.9	89.7
프랑스	98.1	113.1	116.5	119.6	122.1
독일	58.7	63.5	64.4	66.0	67.8
영국	85.7	101.2	103.4	104.8	105.4
일본	236.4	236.1	229.6	226.8	224.5
중국	59.4	88.3	96.3	102.3	106.3
한국	39.7	49.8	53.4	56.7	58.9
미국	108.8	122.3	125.0	128.7	132.7

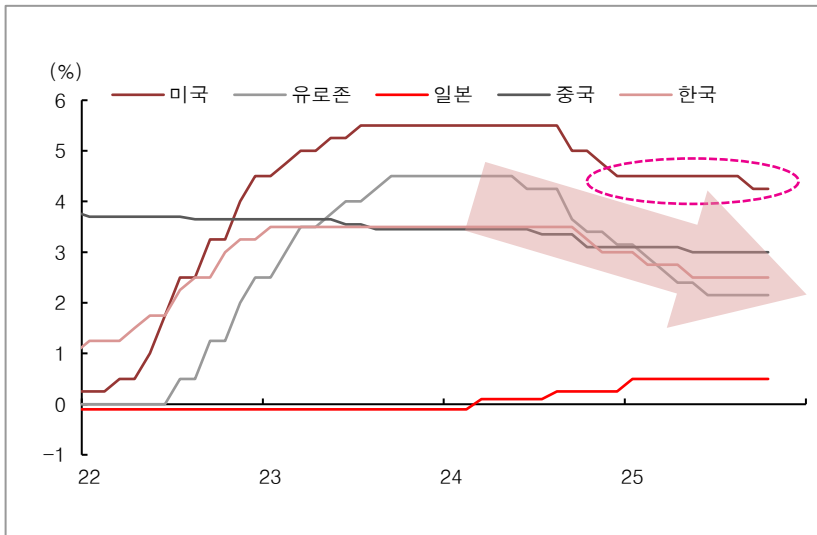
자료: IMF Fiscal Monitor(25.10), 흥국증권 리서치센터

# 통화완화기조 지속, 정부 영향력 확대

## 글로벌 통화정책의 기본 기조는 완화, 금리인하 바통은 연준으로

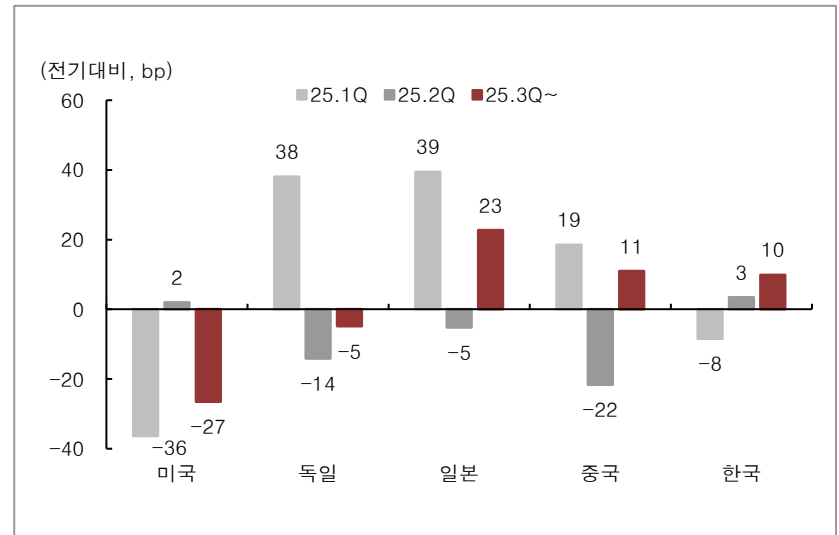
- 25년 상반기 ECB와 영란은행 금리인하는 마무리된 것으로 평가되나 중립금리 수준 완화기조는 유지
- 인플레이션을 경계하여 중단되었던 미 연준의 금리인하 사이클이 25.9월 재개되어 26년 중에도 이어질 전망
  - 무역불확실성이 낮아지는 가운데 고용 둔화 등 경기둔화 우려가 높아짐에 따라 통화정책의 제약정도를 완화할 필요성
- 주요국 정부가 중앙은행 통화정책에 대한 영향력 확장을 시도하는 과정에서 정부-중앙은행간 갈등 유발
  - 정부부채 부담 증가로 행정부는 저금리를 선호, 그러나 교역 비중과 재정악화 우려가 클수록 장기금리 하락폭은 제한적일 전망

주요국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 장기금리(국채10년물) 변동폭 비교



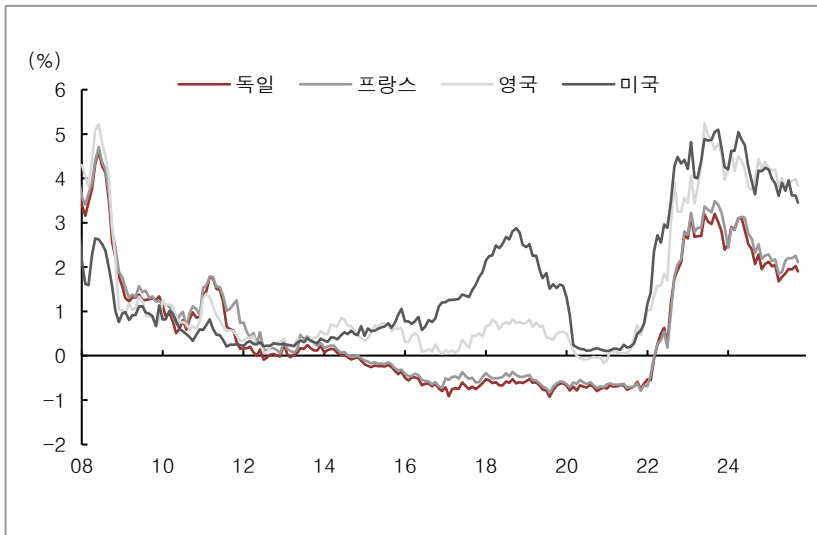
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 정책기조는 확장적, 정책효과는 불투명

## 높은 대외 불확실성, 재정취약성과 물가불안이 정책효과를 희석할 가능성

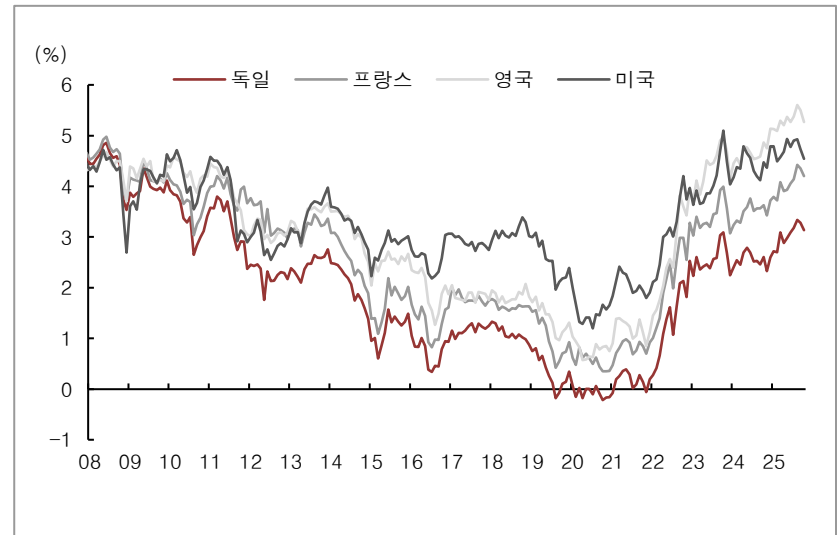
- 글로벌 통화/재정정책은 확장적일 것으로 예상되나 금융시장은 정책여력 및 재정취약성에 대한 우려도 동시에 반영
  - 완화적 통화정책 기조를 반영하여 단기국채 금리는 하향 안정세
  - 반면, 재정취약성에 대한 우려를 반영하는 척도로서 주요국(특히, 유럽) 초장기국채 금리는 글로벌 금융위기 수준으로 상승세
- 무역갈등 및 지정학적 긴장으로 대외 여건이 악화될 경우 재정부담이 증대, 또는 정책효과가 축소
  - 인플레이션 추이에 따라 통화 및 재정정책 강도도 악화될 가능성

주요국 단기국채(2년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 장기국채(30년) 금리 추이



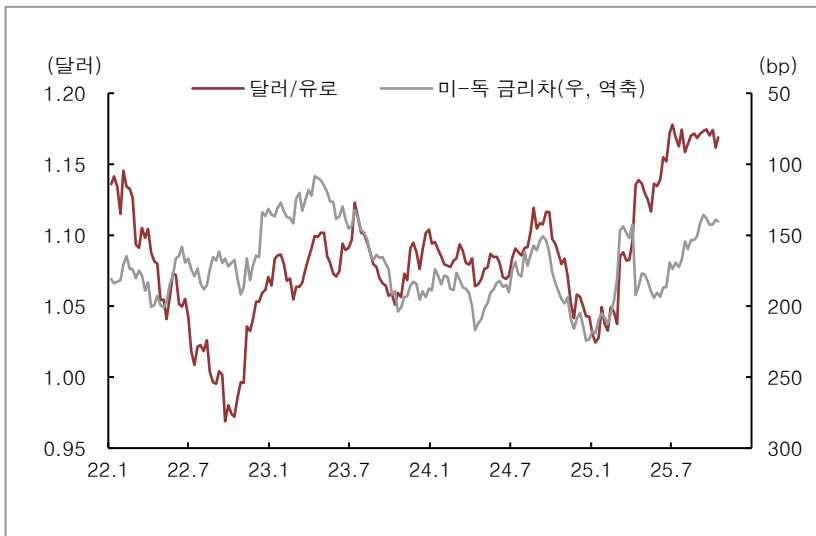
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 달러는 제한적 약세 후 반등, 주요 통화는 반사적 움직임

## 통화가치 변동이 대미 금리차 축소에서 경제 회복력과 재정건전성으로

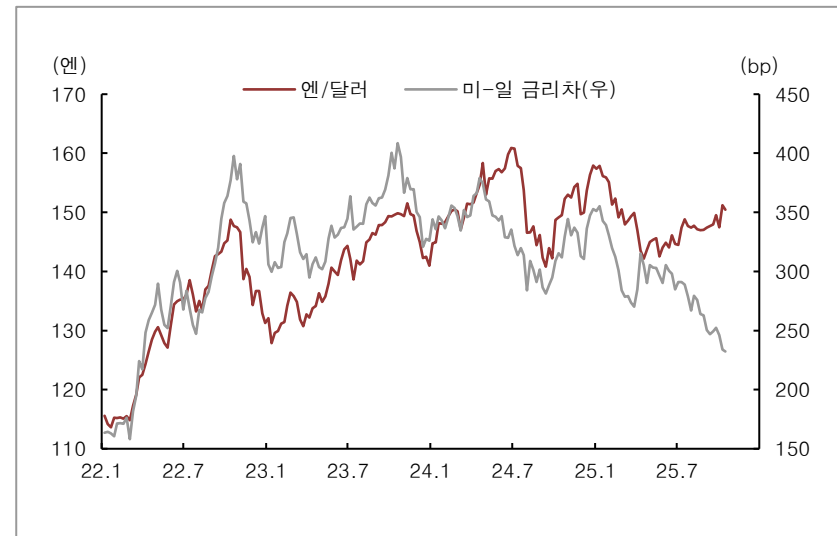
- 2026년 달러는 DXY 98~100선에서 횡보한 이후 강세 전환 가능성
  - 상반기에는 연준의 금리인하로 미국 - 유로존 금리차 축소, 달러약세/유로화 강세 흐름이 지속
  - 그러나 유로존 경제의 저조한 복원력으로 재정부담이 커질 경우 재정취약성이 정치 불안과 함께 유로화는 약세 전환 가능성
  - 일본 경제도 저성장 속 비용 측 물가압력이 높고 기조적인 인플레이 압력은 여전히 낮다는 평가되면서 금리인상 기대가 하락. 엔화는 저평가 상태로 평가되나 강세전환은 제한된 수준에 그칠 전망

달러/유로 환율과 대미 금리차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

엔/달러 환율과 대미 금리차



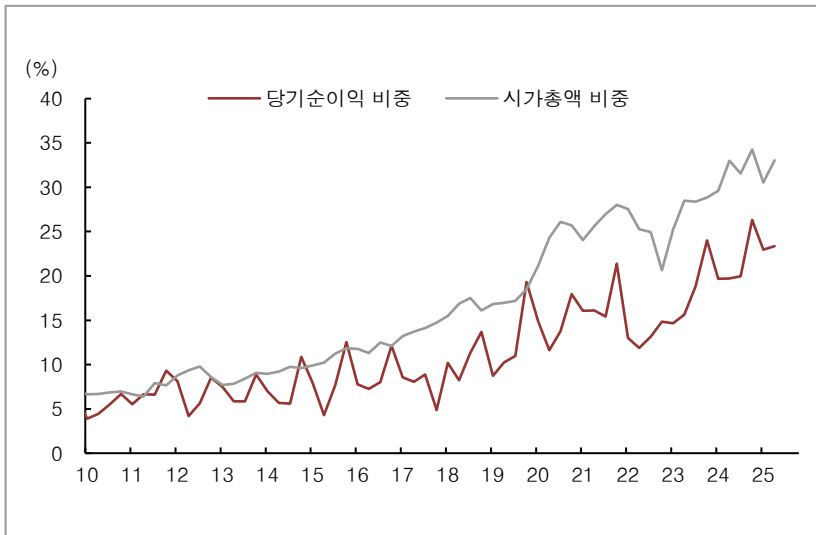
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 산업 트렌드와 거시경제적 변화

## AI 메가 트렌드에 대한 기대감과 경제적 성과 사이의 간극

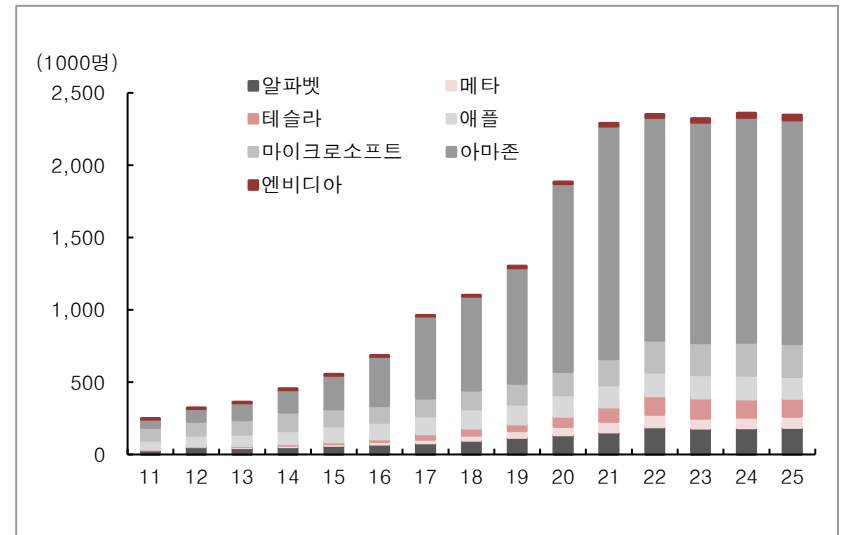
- Magnificent 7의 비약적인 성장, 확장 사이클 기대 유효하나 거시경제 성과에 미치는 영향은 제한적
  - M7 시가총액 비중은 2010년 6.8% → 2025년 33%, 당기순이익 비중은 5.1% → 23% 수준으로 급증
  - AI 관련 반도체 및 IT투자 확대 지속에도 M7 종업원수는 일부 구조조정과 더불어 2021년 이후 제자리
- AI 및 IT투자 확대는 산업 트렌드 및 경제의 구조적 변화를 선도할 핵심동력으로서 장기적으로 부가가치 증대/확산으로 이어질 가능성. 그러나 현재까지 기업이익과 일부 투자지표의 개선을 넘어 전체 경제성과에 미치는 영향은 제한적

S&P500 대비 M7 이익 및 시가총액 비중



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

M7기업의 종업원수 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

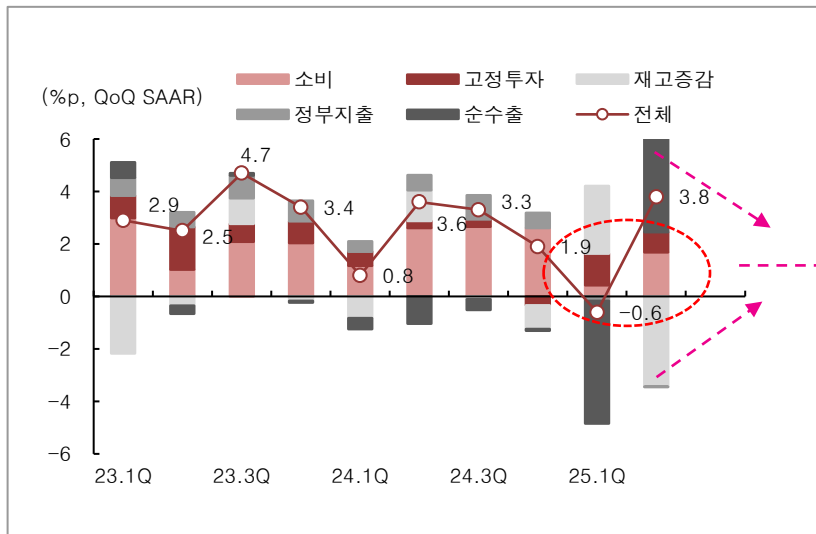
## 2. 미국 경제 전망

# 미국 GDP성장률, 25년 2.0% → 26년 1.8% 예상

## 대외거래, 기업투자가 성장에 기여하나 소비를 중심으로 내수성장세는 약화

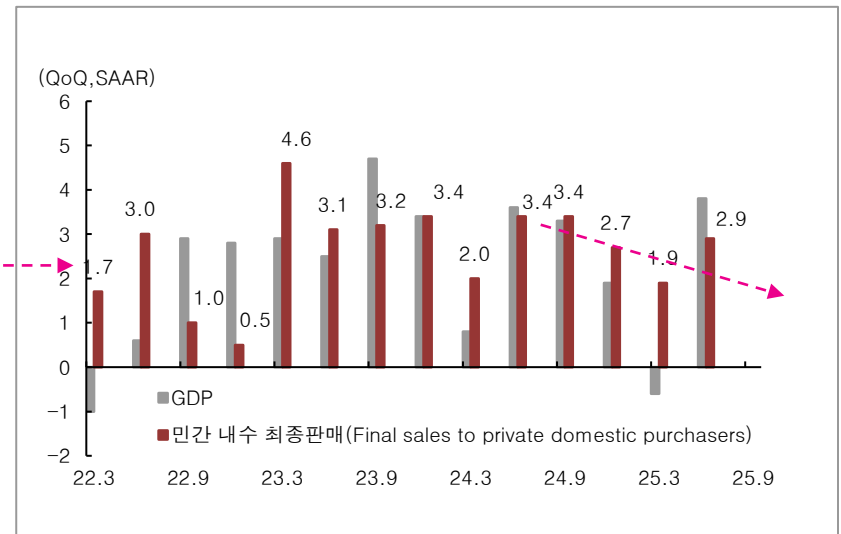
- 25년 중 소비와 기업투자가 견조한 증가세를 유지하여 무역 불확실성 속에서도 성장을 상회하는 경제성장을 실현
  - 상반기 관세 인상을 앞두고 선제수입 증가에 따라 [순수출+재고변동]의 등락폭 확대로 GDP성장률은 높은 변동성을 보임
- 26년 중 무역수지 적자 감소, 관세수입 증가 및 감세정책(OBBBA) 효과, AI투자 확대 등이 성장에 기여할 전망
  - 고용 및 소비 둔화, 인플레이션 지속으로 최종 내수성장세는 둔화흐름을 나타낼 것으로 예상

미국 GDP성장률에 대한 부문별 기여도



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

GDP성장률과 Core 내수 증가율



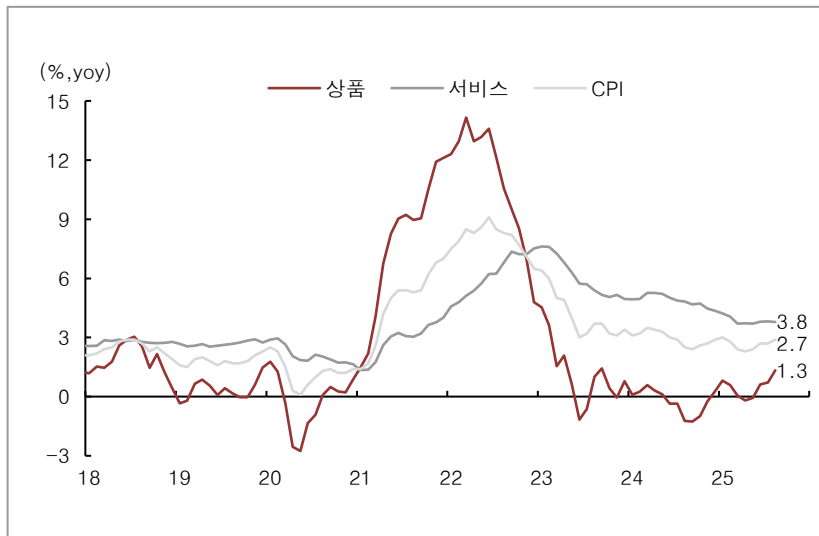
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 인플레이션은 정책목표를 장기간 상회할 전망

## 상품물가 상승 vs. 서비스물가 안정 속 CPI상승률 2.9% 내외 횡보 예상

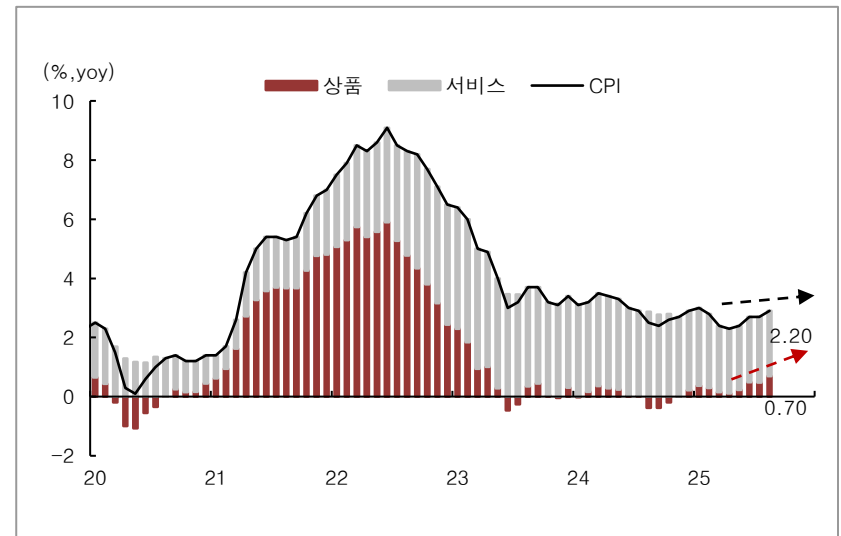
- 관세인상효과는 25년 4분기부터 (수입)상품물가를 중심으로 인플레이압력으로 본격 작용할 전망
  - 다만, 실효관세율 인상폭이 우려에 비해 낮고, 수요둔화 및 재고효과는 물가상승폭을 완화
  - 관세의 물가영향 10% 내외, 소비자 전가율 60% → 80%로 단계적 상승을 전제로 상품물가 1.0~1.3%p 제고
- 서비스물가는 임금, 주거비 등 오름세가 추세적으로 완만해지면서 전체 소비자물가상승률 오름폭을 제약
- PCE 물가 상승률 목표 2%를 장기간 상회할 것으로 예상

소비자물가상승률: 상품 vs. 서비스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

상품 및 서비스물가의 CPI상승 기여도



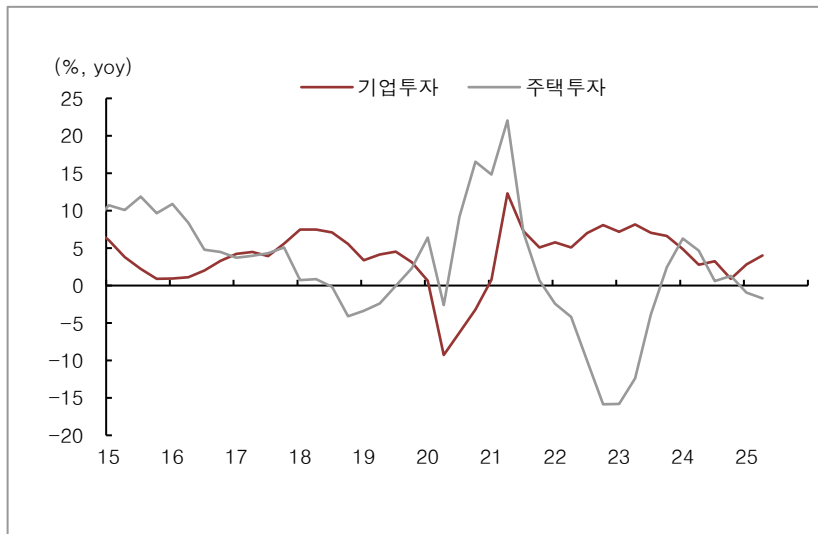
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 기업투자 대비 주택투자 부진 지속

## 기업투자는 증가세를 지속하나, 건설투자는 감소

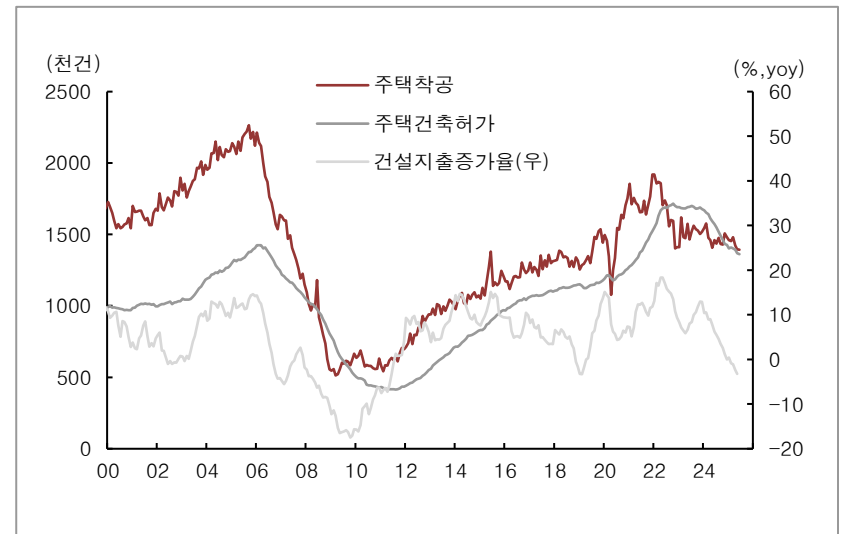
- 2022년 이후 활발한 기업투자 증가가 미국 경제의 예외적인 고성장세를 견인한데 반해, 금리인상 영향으로 주택투자 부진
- 주택시장은 수요 및 공급 동반 약세로 주택경기 저조한 가운데 건설지표 부진 지속
  - 높은 주택가격과 고금리 등 수요 측 제약이 컸고, 건축비 상승 등으로 공급도 동반 감소하는 악순환
- 금리인하 사이클 유지될 경우, 모기지 조달 여건이 개선되어 하반기 이후 주택시장 및 주택건설이 점진적으로 회복될 가능성
  - 가계소득 증가세 둔화, 주택가격 오름세, 금리수준의 점진적 하락을 감안하면 주택구입여력 개선폭은 크지 않을 전망

미국 기업투자과 주택투자 증가율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

건설투자 관련 지표



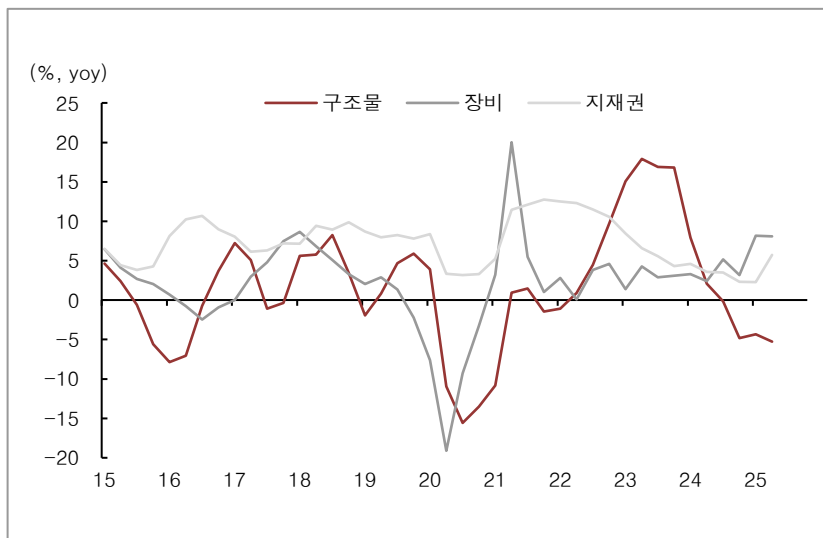
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 기업투자 확장 사이클에 대한 기대감 지속

## AI 등 신기술 투자, 제조업 기반 회복, 감세, 해외투자 유입 등은 우호적 투자여건

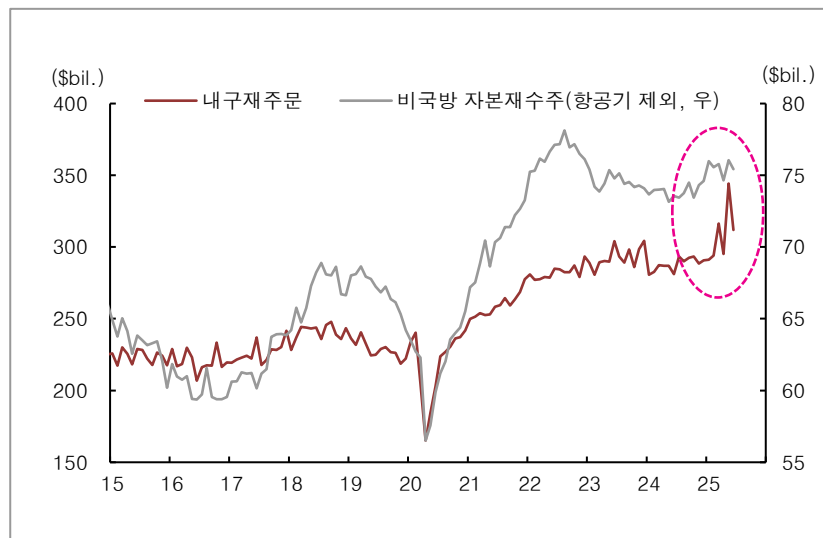
- 미국 기업투자는 구조물투자(비주거용) 감소에도 불구하고 장비투자, 무형자산 투자로 이어지는 선순환이 진행 중
  - 기업투자 선행지표로서 자본재 수주 등이 장기 정체상태를 벗어나 늘어나는 모습(관세 인상 이전 선 발주 영향도 포함)
  - 무역협상 및 법인에 인하 지연 등 투자를 제약했던 불확실성이 3분기중 상당 폭 해소됨에 따라 기업투자 확대여건이 조성
  - 해외투자, 리쇼어링 및 온쇼어링 등 신규투자 유인도 지속
- AI투자 사이클의 지속/확장 여부, 기업이익 및 경기신호에 연동되는 하방 위험은 잠재

미국 부문별 기업투자 증가율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

기업투자 선행지표



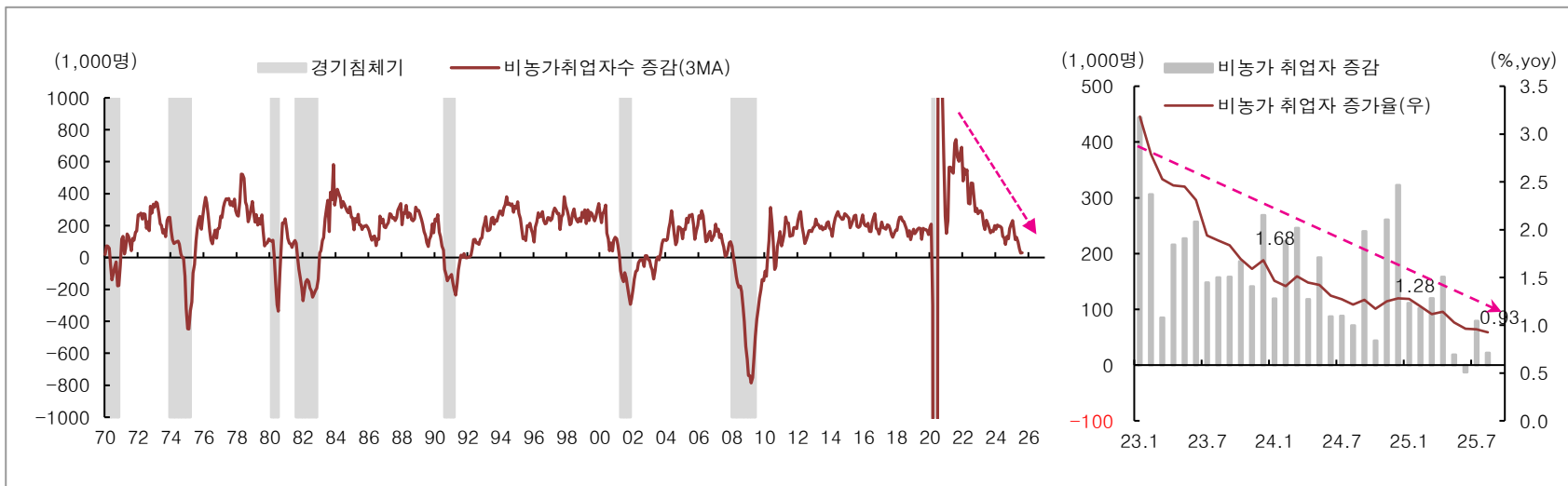
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 경기침체에 다가선 고용지표는 불편한 신호

## 고용-소비 동반 수축 가능성이 배제할 수 없는 상황

- 25년 상반기까지 예상보다 견조한 고용증가가 이어졌으나 하반기 들어 고용시장이 뚜렷한 둔화세로 전환
  - 6~8월 평균 비농가취업자 증가폭은 2.9만명 수준으로 팬데믹 이후 고용이 증가세로 전환된 이후 가장 낮은 수준
  - 생산직 및 서비스업 고용이 동반 둔화되어 전년대비 취업자 증가속도가 0.9%대로 하락
  - 팬데믹 기간 대규모 고용조정 이후 복원과정 일단락된 이후 고용증가 속도가 빠르게 약화된 성격도 내포
- 고용감소는 가장 분명한 경기침체 신호로 리세션 우려와 금리인하 기대를 동시에 자극하는 양면적 성격

미국 비농가취업자 증감과 전년대비 증가율 추이

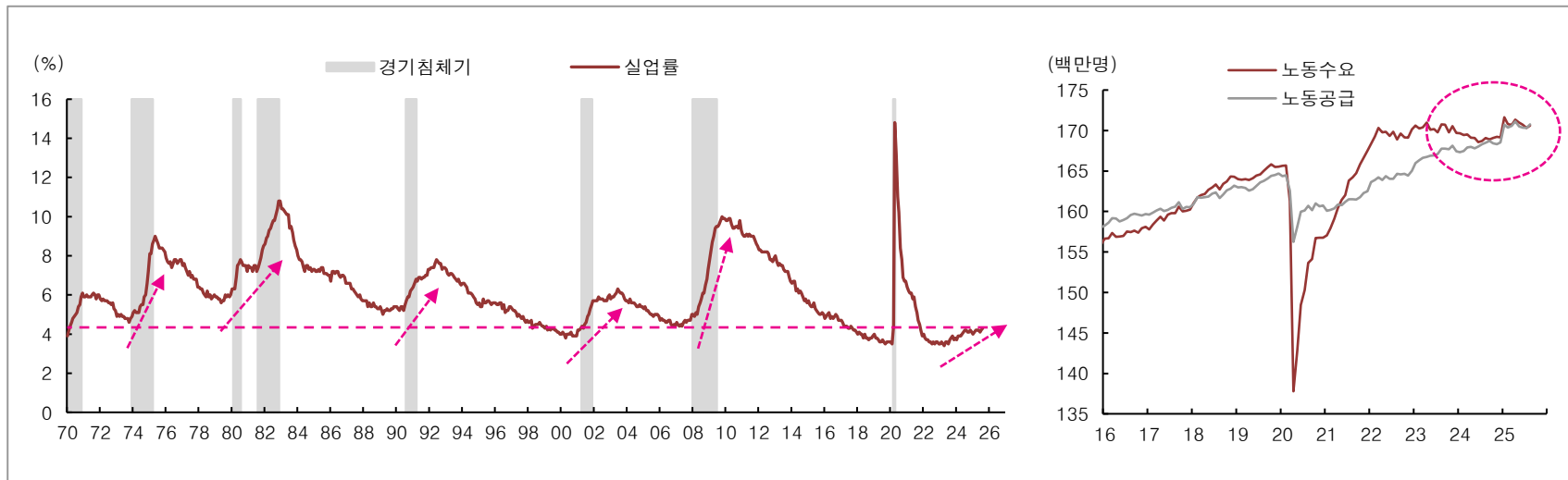


# 실업률은 완만한 상승세 지속

## 노동시장의 구조적 수급변화에 따라 실업률은 낮은 수준

- 취업자 증가폭 둔화 속도에 비해 실업률은 4.3%로 역사적으로 낮은 상태
  - 노동수급이 수요우위에서 균형수준으로 완화, 임금상승 및 인플레이션 압력 축소로 이어질 전망
  - 노동시장의 낮은 참가율, 외국인 노동력 감소 등 구조적 변화 영향도 존재
- 다만, 경기침체가 아닌 상황에서 실업률이 저점(23.4월 3.4%) 이후 장기간(28개월간~) 지속하여 약 1%p에 가깝게 높아진 것은 매우 이례적인 현상

### 미국 실업률과 노동수급 비교

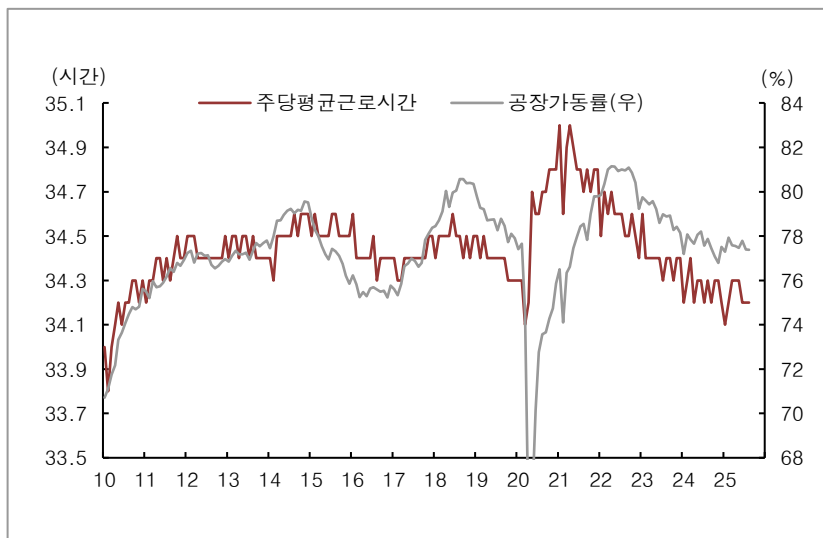


# 노동시장 강도(tightness)는 추세적으로 약화

## 노동수요 둔화로 임금상승률도 하락세를 이어갈 전망

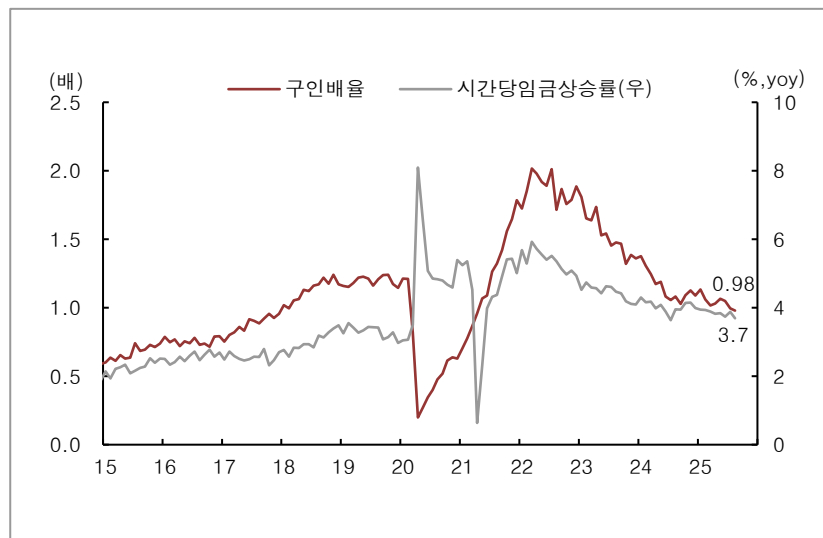
- 전반적인 산업활동이 정체되면서 제조업(생산직) 중심으로 노동력(사람 + 노동시간)에 대한 수요가 약화
  - ISM 고용지수 수축국면으로 하락: 제조업 1월 50.3 → 9월 45.3, 서비스업 1월 52.3 → 9월 47.2
  - 평균실업기간도 증가: 1월 22.0주 → 8월 24.5주 (27주 이상 실업인 경우 장기실업으로 정의)
- 노동 수급갭이 수요우위에서 균형수준으로 꾸준히 축소(구인배율 0.98 수준 하락)되고 시간당 임금상승률도 하락
  - 수요와 공급의 동반 감소로 균형 잡힌 위축 양상: 누적된 임금상승에 따른 수요 감소 vs. 이민 감소 등에 따른 공급 위축

공장가동률과 주당평균근로시간



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터


구인배율(구인건수/실업자)과 시간당임금상승률



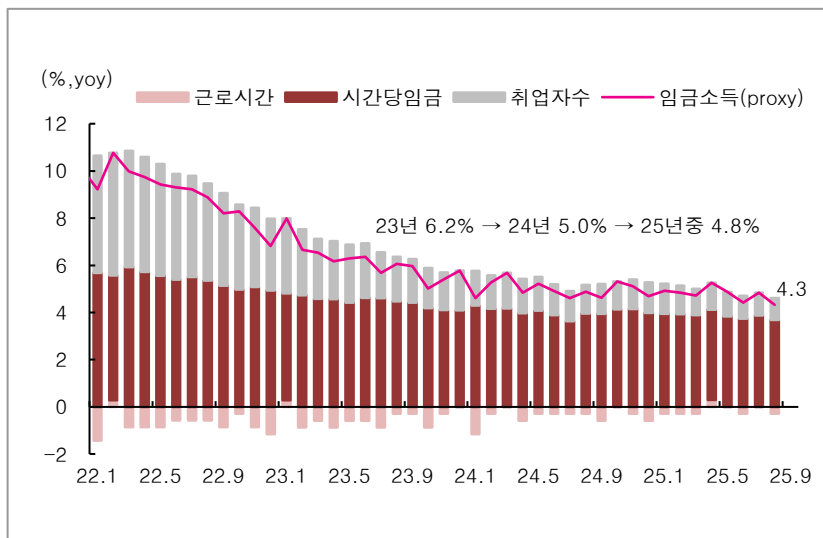
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 고용둔화/물가상승은 실질소득, 구매력 약화로 직결

인플레이션 상황에서 수축적인 사슬효과 뚜렷할 듯  소득은 고용의 함수, 소비는 소득의 함수

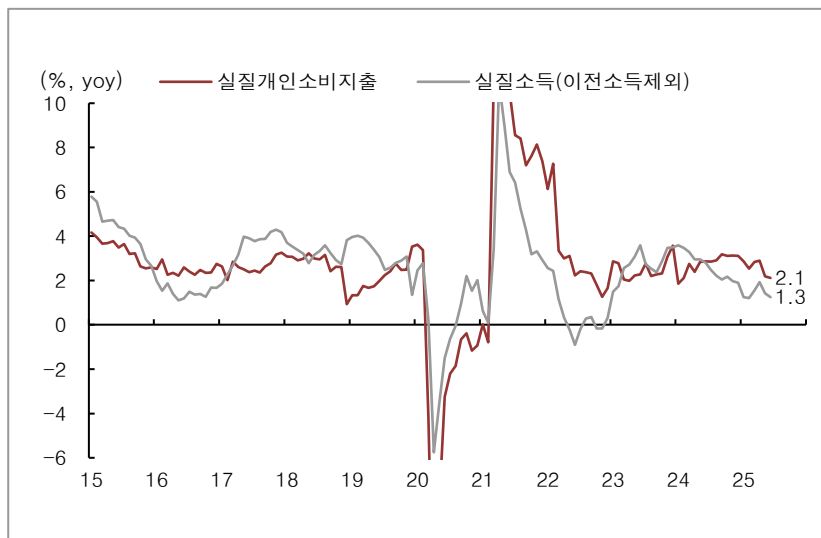
- [취업자 + 근로시간 + 시간당임금] 증가세가 정체와 하락을 반복하는 가운데 경상소득 증가세가 둔화
  - 고용 둔화 추세(0.8%yoy), 시간당임금상승률 하락(3.4%), 근로시간 축소(-0.2%)을 전제로 임금소득 증가율은 현재 5%수준에서 4.0%로 둔화 → 인플레이션 3% 수준 가정하면, 실질 소득은 1% 수준 증가에 그칠 전망
- 관세인상 등에 따라 인플레이션이 높은 수위를 유지할 경우 실질소득(이전소득 제외), 즉 구매력 증가를 제약
  - 미국 실질 개인소비지출은 이전소득을 제외한 실질소득의 98~99% 수준에 해당  소득 제약이 소비 둔화로 직결

임금소득(proxy) 증가율 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

실질 개인소득(이전소득 제외) 증가율과 개인소비증가율



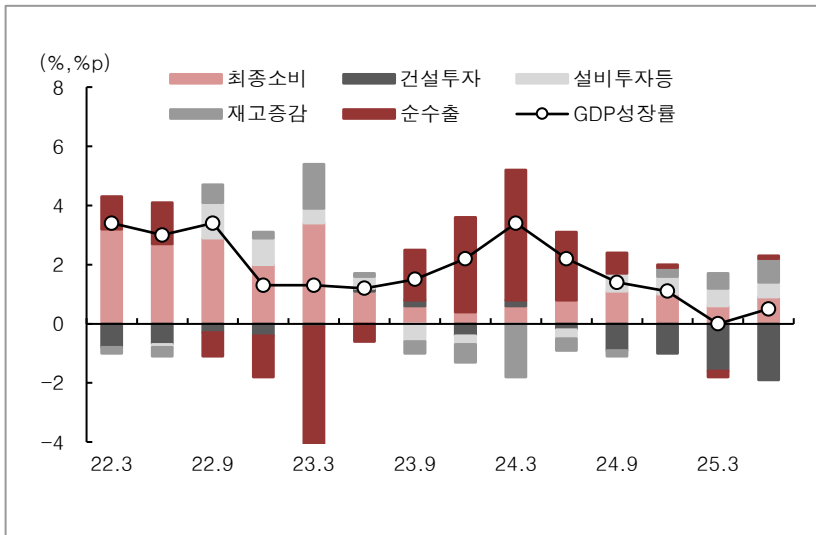
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 한국경제, 변수 많고 성장동력은 약해

## 국내GDP성장률 2025년 0.8% → 2026년 1.8%로 회복 예상

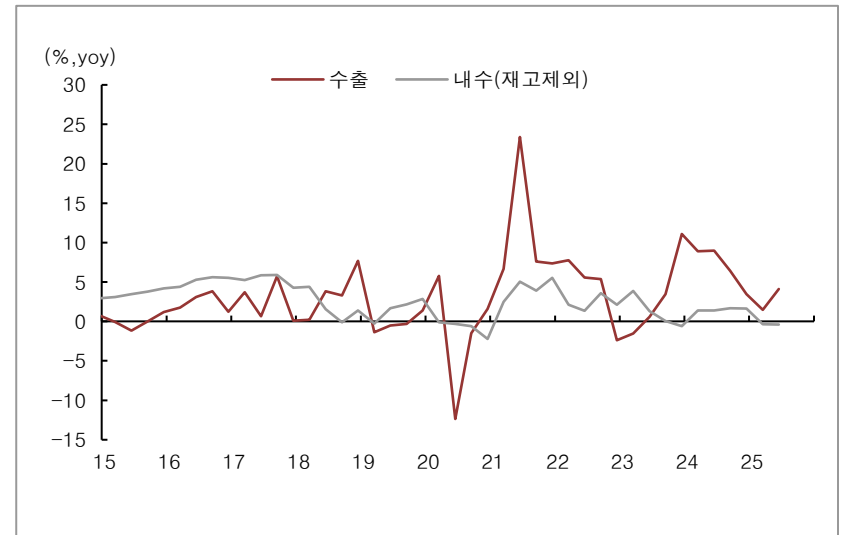
- 25년 GDP성장률은 하반기 반등에도 연간으로 0%대 저성장을 벗어나기 어려울 전망
  - 우려에 비해 수출이 견조하고 추경편성 등 정책 영향 부분적으로 나타나는 반면 건설투자 감소폭 확대
  - 내수와 수출의 동반 저성장이 이어지나 소비 중심으로 내수부진이 완화되면서 완만한 성장을 반등 예상
- 정부의 확장적인 정책기조는 경제심리 뿐 아니라 실제적으로 국내 경기흐름에 변곡점을 제공할 가능성
  - 25년 하반기 추경편성에 이어 26년 확대 재정 편성으로 정부지출 및 정부 주도 투자 확대를 통해 소비 및 기업투자 유인을 증대

한국 GDP성장률과 부문별 기여도



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

민간소비와 고정투자 증가율



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

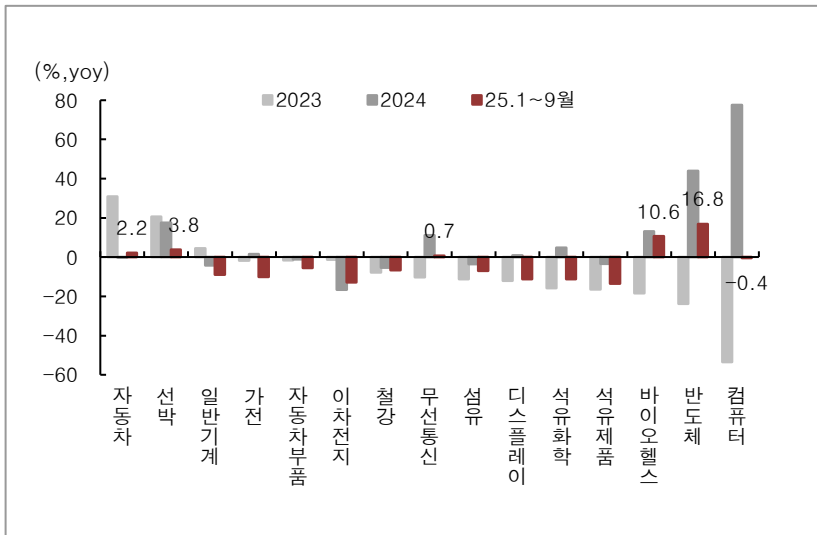
### 3. 한국 경제 전망

## 수출, 주력 품목 편중으로 낮은 증가세

### 글로벌 수요둔화 + 관세인상 + 경쟁력 하락 등 전반적 수출여건은 부정적

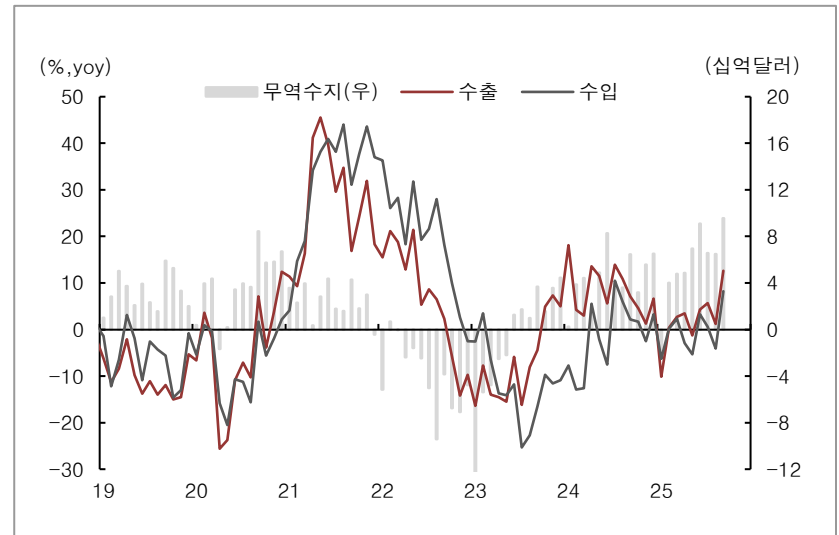
- 반도체 등 IT, 조선, 바이오헬스 등 일부 품목에 편중, 자동차, 화학 등 여타 전통 수출 주력품목은 부진
  - 수출증가 품목 및 증가 품목의 증가폭이 계속 축소. 내수 부진 영향으로 무역수지는 대폭 흑자
- 협의 관세율 수준이 우려보다 높지 않으나 주요 품목별 관세, 미국내 생산 요구 등 대미 수출에 상당한 불확실성이 잠재
- 글로벌 공급망 내 지위(미·중 중심, 자본재·중간재 공급) 변화 없고 경쟁력 우위 축소되는 등 구조적 수출부진요인도 지속
  - 약한 글로벌 수요성장, 공급망 분절, 보호주의 영향(대미, 우회수출)에 따라 생산 및 수출구조 변화 필요

한국의 주요 품목별 수출증가율: 2024년 vs. 2025년



자료: 산업통상부, 흥국증권 리서치센터

수출입 증가율과 무역수지



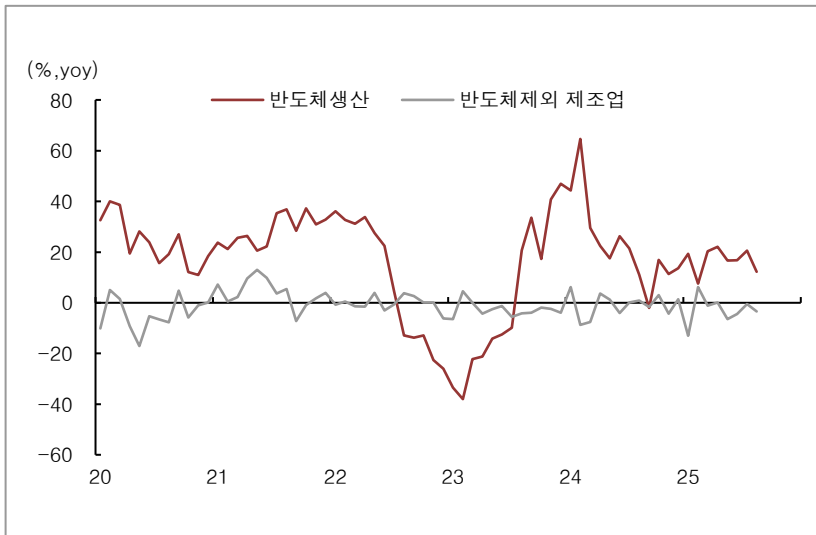
자료: 산업통상부, 흥국증권 리서치센터

# 반도체 수요증가가 생산, 수출, 투자의 버팀목

## AI 투자 사이클의 긍정적 영향 이어지나 높은 반도체 의존도는 한계

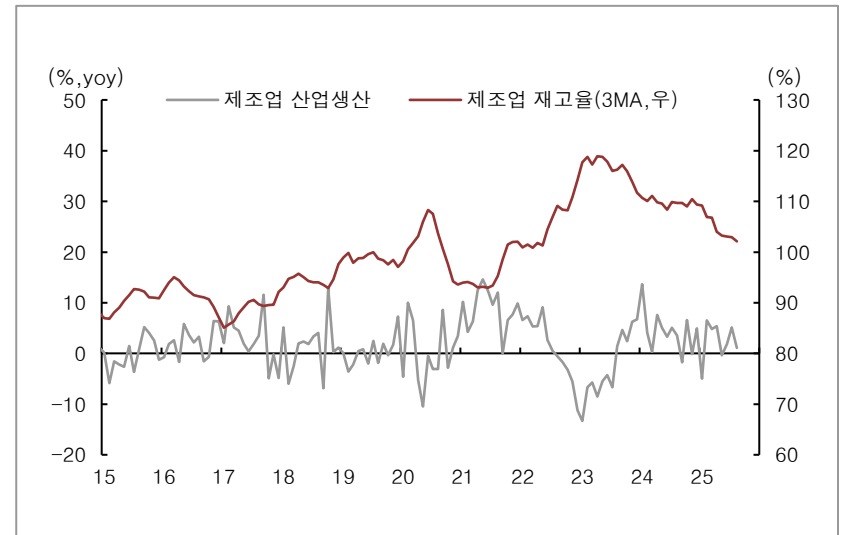
- 반도체는 강한 수요증가와 낮은 재고율을 바탕으로 견조한 증가세를 유지, 전체 제조업 경기를 견인하는 중
  - AI 사이클 확대 등 글로벌 수요는 반도체 업황에 우호적이나 미·중 갈등 심화, 품목관세 인상 등 국내 반도체 기업들에 대한 도전요인과 불확실성도 잠재
- 반면, 무역합의 이후 조선, 자동차 등 국내 비IT 주력산업의 업황 개선에 대한 기대도 조심스럽게 형성
  - 품목별 관세, 대미 투자 관련 변동요인 존재하나 불확실성은 점차 완화될 것으로 기대

반도체와 반도체 제외 제조업 생산증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

제조업 재고율과 제조업 생산증가율



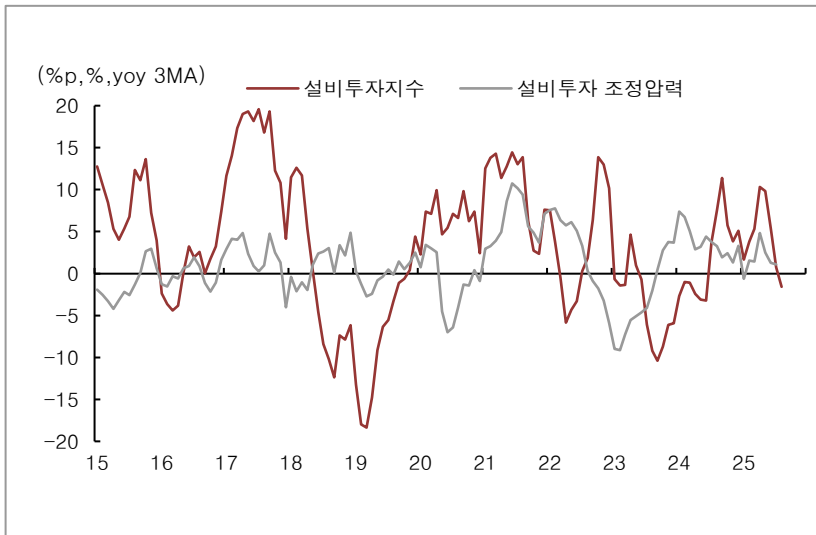
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

# 설비투자 강하지 않으나 완만한 증가세 기대

## 수출과 생산이 증가하는 일부 업종에서만 제한적으로 투자유인이 집중

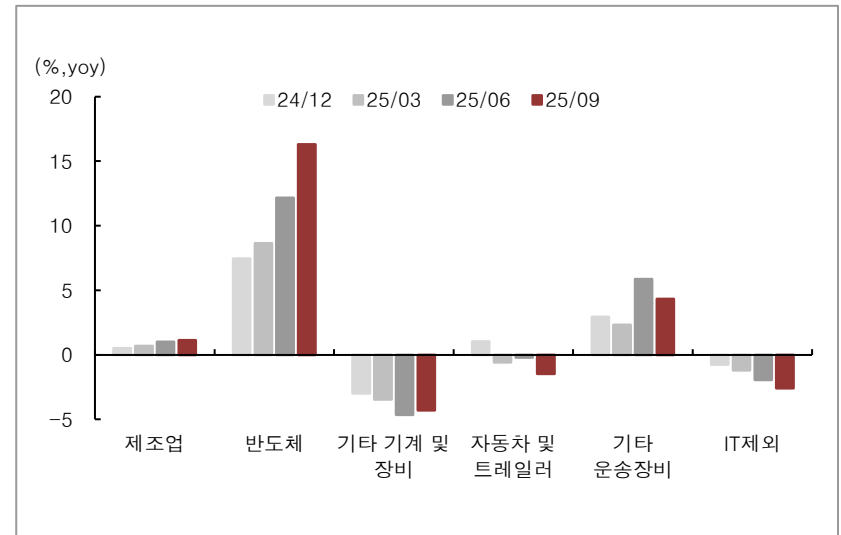
- 생산능력(capa) 확장을 위한 투자수요는 업황이 호조세에 있는 반도체, 조선 등 일부 산업으로 국한
  - 2024년 하반기 이후 설비투자 증가세 전환에도 불구하고 IT를 제외한 대부분의 업종에서 생산능력은 전년동기대비 감소
- AI 등 신성장동력 산업 육성정책에 기반하여 정부 주도로 투자가 늘어날 가능성
  - 생산과 생산능력 증가가 정체되고 대외 산업환경의 불확실성이 커 투자유인이 제한적일 수밖에 없는 상황
  - 국내 산업별 경쟁력 약화와 무역규제 관련된 해외투자 압력 증가는 국내 투자회복의 제약요인

설비투자 조정압력 추이와 설비투자 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

주요 업종별 생산능력 증가율 비교



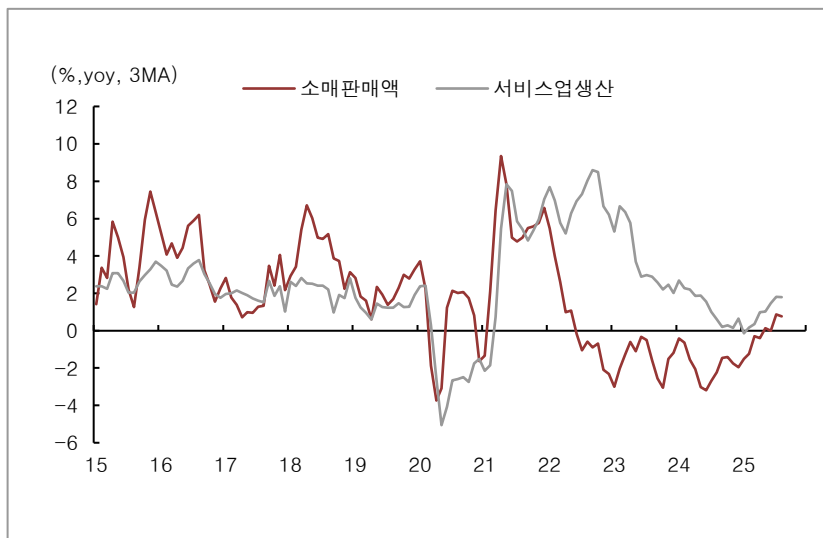
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

# 민간소비는 완만한 회복의 중심

## 소비심리 개선 중이나 '정책효과' 이상의 회복여부가 관건

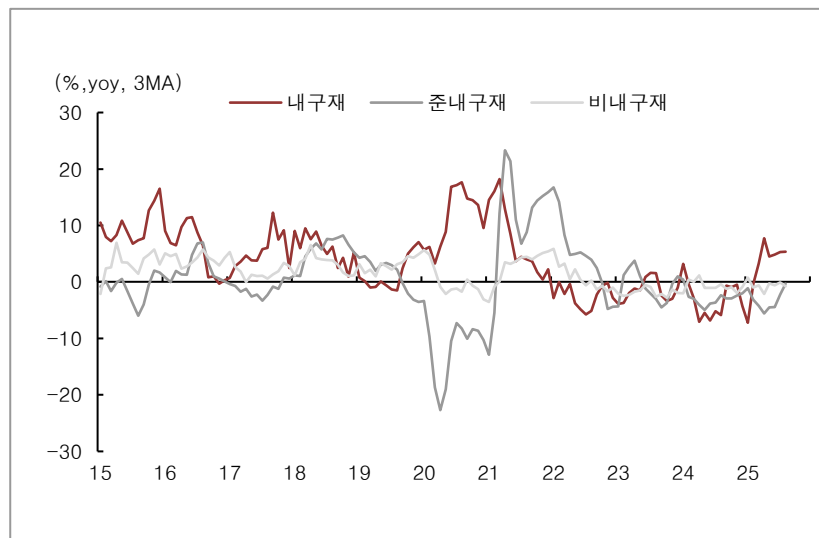
- 인플레이션이 안정화된 가운데 실질소득 증가, 소비 개선 가능성이 높아졌으나 누적된 물가상승은 구매력을 제약
  - 상품소비(내구소비재 중심), 서비스 소비가 동반하여 완만한 증가세에 있으나 정책효과가 상당 폭 기여
- 소비는 부양적인 정책 기조 하에 기대인플레 안정, 소비심리 개선을 바탕으로 내수회복 동력으로 전환될 것으로 기대
  - 소득 및 소비지원 확대에 따른 정책효과는 26년 중 소비증가에 지속적으로 기여할 전망
- 부동산, 주식 등 자산가격 동향도 (+)효과 기대되나 기본적으로 일자리, 물가안정 및 소득 증가에 대한 신뢰지속성이 필요

소매판매액과 서비스업생산 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

재별 소매판매 증가율



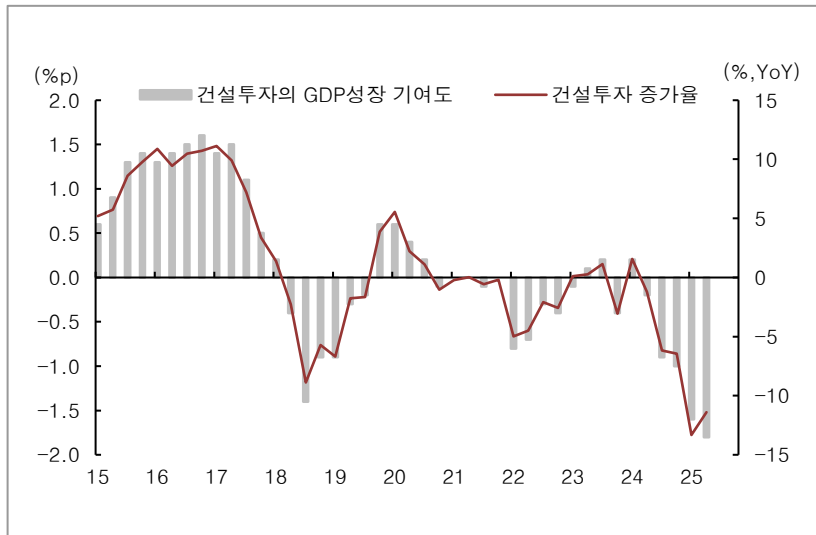
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

# 건설경기 동향이 중기적으로 성장률흐름을 좌우

## 내수부양을 위한 주요 정책 경로로 채용할 수밖에 없는 상황

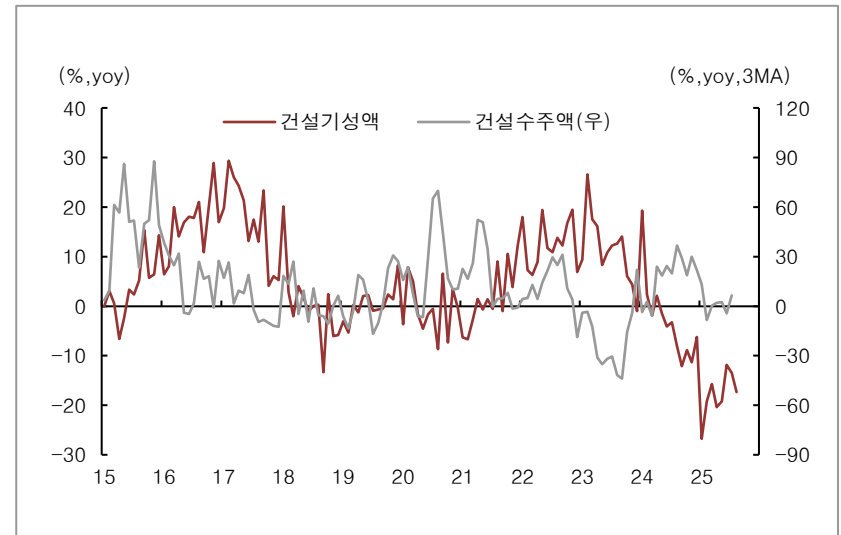
- 건설투자 급감이 내수침체 및 저성장의 주된 배경. 최근 4분기 연속 건설투자의 (-)성장기여도 -1%p를 하회/확대
  - PF시장 위축, 건설비 상승, 미분양 증가 등 수요/공급 요인이 중첩되어 민간/건설 중심으로 부진이 장기/심화
  - 특히, 주택시장은 지역간 불균형이 심화된 가운데 대출규제 등 수도권 수요 억제 대책 강화로 거래 위축 가능성
- 향후 건설경기 부양이 필수적인 정책과제로 채용될 수밖에 없는 상황이나 정상화에는 장기간 걸릴 듯
  - 주택공급 확대 정책, 개발계획에 따라 민간/건설, 공공/토목 공사 확대 기대되나 단기간 회복은 기대난

건설투자 증가율과 GDP성장 기여도



자료: 한국은행, 통계청, 흥국증권 리서치센터

건설수주액과 건설기성액(경상금액)



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

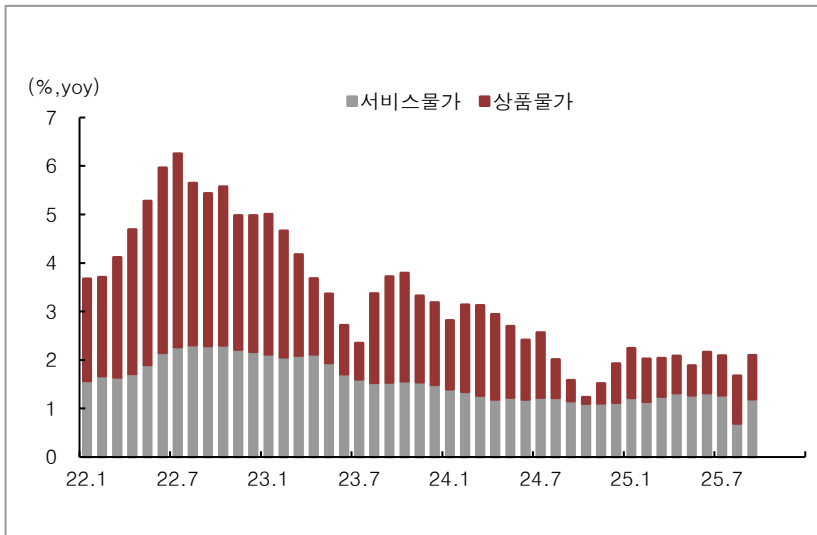
### 3. 한국 경제 전망

## 소비자물가상승률 2% 안팎 횡보 예상

### 수요 압력 크지 않은 가운데 서비스물가 및 공급측 물가압력 지속

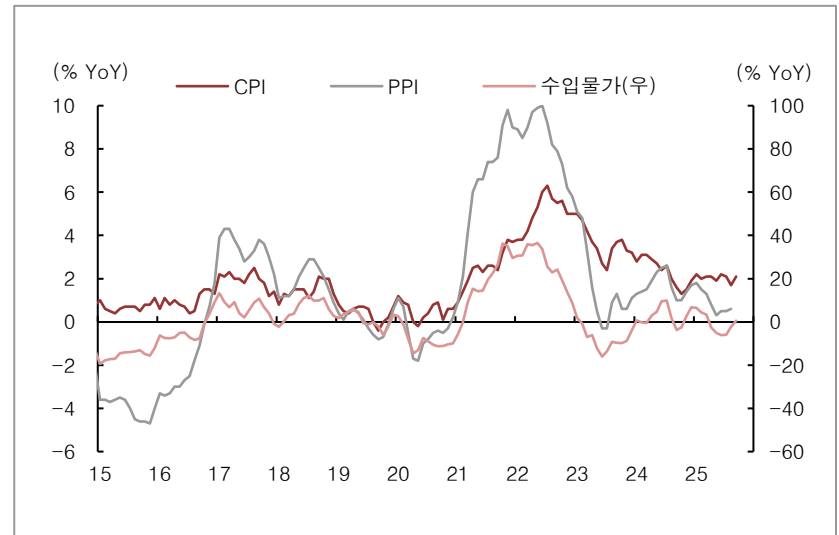
- CPI상승률이 25년 상반기 2.1% 수준에서 하반기 2.0%, 26년 1.9% 수준으로 안정된 흐름 예상
  - 서비스물가는 누적된 물가상승요인이 하방 경직적(1.2~1.3%p)으로 기여, 상품물가는 좁은 범위의 물가압력이 작용
  - 고령화 등 구조적 디플레요인으로 수요압력 크지 않으나 농축산품, 원유 등 국제상품가격, 환율변동에 의한 수입물가 영향은 지속
- 향후 통화 및 재정확대가 인플레이압력으로 나타날 수 있으나 상·하방 요인 균형된 가운데 변동성은 낮을 것으로 판단
  - 미국 관세인상은 글로벌 수요둔화 및 Non US 지역 공급과잉 등 국내 물가에 하방 요인으로 작용

한국 소비자물가 상승률: 상품물가 vs. 서비스물가



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

소비자물가, 생산자물가, 수입물가상승률 추이



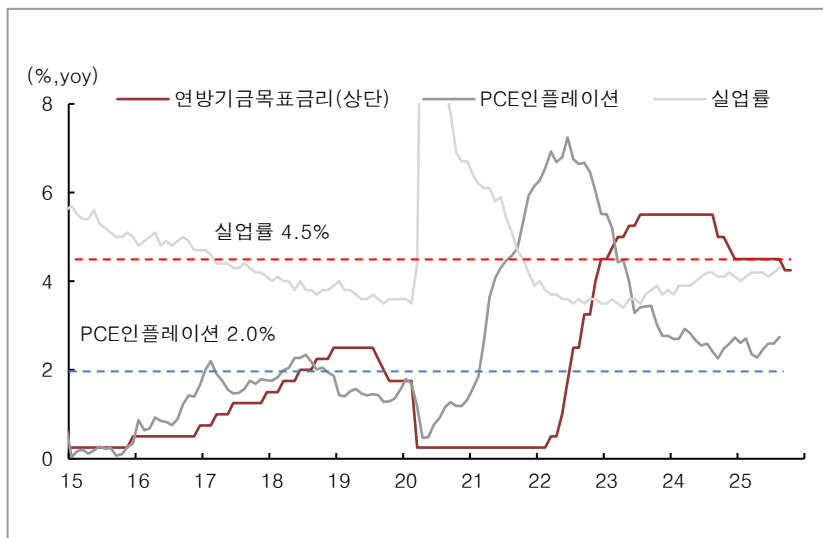
자료: 통계청, 한국은행, 흥국증권 리서치센터

# 연준 최종금리 3.25% 예상

## 실업률 낮고 인플레 높지만, TPU 완화와 고용둔화로 실질금리 조절 필요성

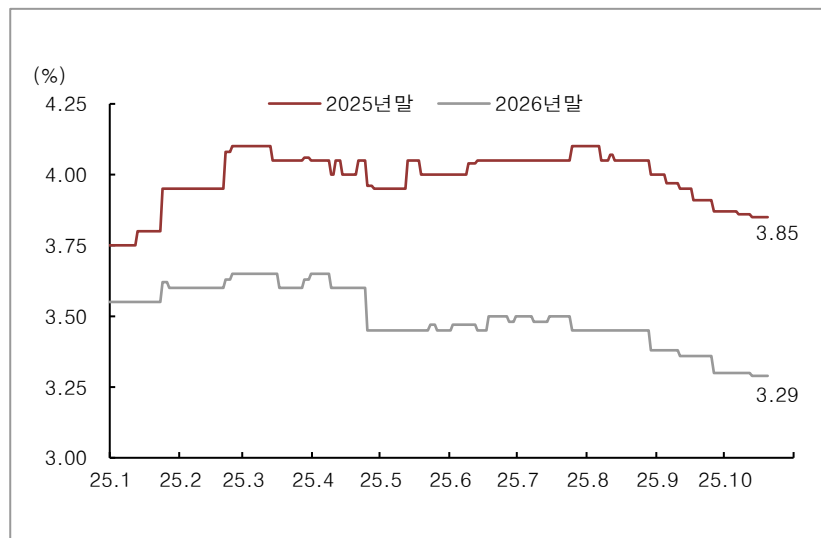
- 미국 경제의 견조한 성장, 관세정책 불확실성(인플레이션 우려)이 연준이 제약적 금리수준을 유지해온 명분
- 그러나 대부분 국가간 무역합의가 일단락되고 고용-소득-소비의 동반 둔화가 가능성이 확인됨에 따라 금리인하 사이클을 재개
- 인하속도는 물가 및 고용 시나리오에 연동되겠으나 제약적인 수위를 완화하는 속도의 금리인하 추세는 26년 중 이어질 전망
  - 최종금리(상단기준)는 2025년말 3.75%, 2026년말 3.25% 예상
- 트럼프 행정부의 금리인하 압박 지속되는 가운데 신임 연준의장과 이사회 구성이 통화정책의 성격에 변화를 가져올 가능성

미국 물가, 실업률과 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 기준금리(상단) 컨센서스 변화: 25년말 vs. 26년말



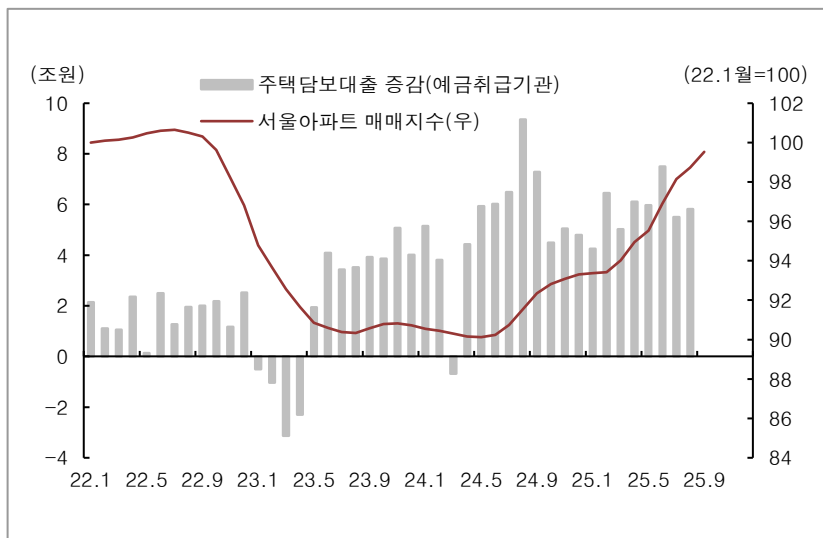
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 한은은 제한적인 완화기조 유지

## 재정확대를 지원하는 정책조합 필요하나 정책제약이 많은 상황

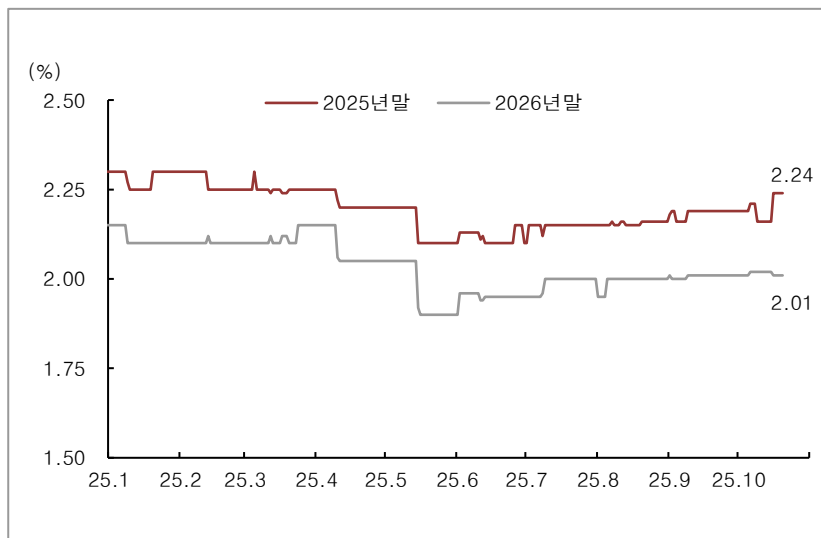
- 국내 경제여건은 민간 최종수요 증가세이 낮은 상황에서 통화완화 뿐 아니라 적극적인 재정정책이 요구되는 상황
- 재정 확대 및 점진적 통화완화 기조를 천명하고 있으나 내외금리차 확대, 금융불균형(부동산, 가계부채) 등이 제약요인
- 2025년말 한은기준금리 2.25%, 2026년까지 완화기조 유지(연말 2.00%) 예상
  - 예상되는 실물경기 및 물가 흐름은 2026년 연중 통화완화의 필요조건을 크게 벗어나지 않겠으나
  - 대출규제가 강화되고 있는 가운데 수도권 부동산 시장 안정 여부가 금리인하 속도와 한도 결정에 우선적인 고려사안

주택담보대출 증감과 주택매매가격



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

한은기준금리 컨센서스 변화: 25년말 vs. 26년말



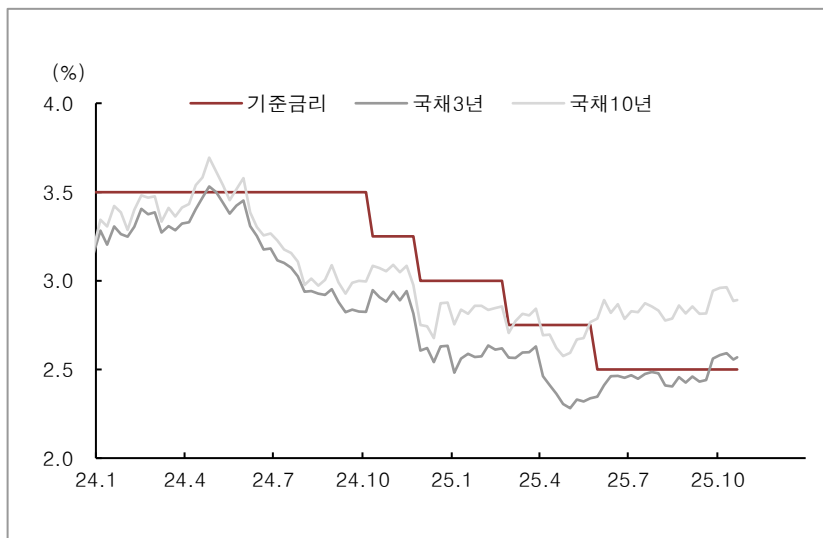
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 국내 장기금리는 좁은 범위 변동에 그칠 듯

## 2026년 중 금리 하락압력 약해지고 상승요인이 축적되는 흐름을 예상

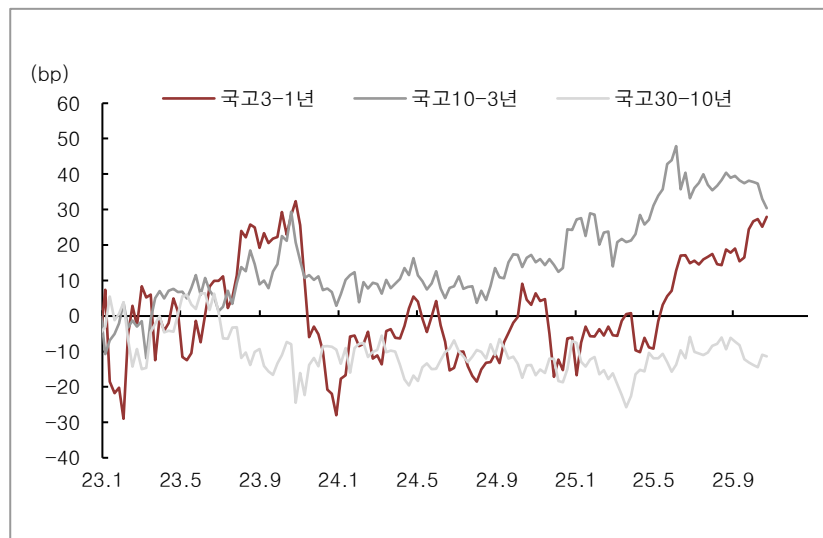
- 낮은 성장, 국내외 통화완화 방향은 상반기 금리하락요인으로 작용하나, 하락폭이 제한된 가운데 하반기 모멘텀 전환 가능성
- 한은의 제한적인 금리인하여력, 점진적 경기회복, 재정적자 및 국채 발행 증가 등 장기금리 중심 상승 압력이 점증
- WGBI 편입으로 외국인 장기채 수요 유입 가능성, 주택담보대출 규제에 따른 자금수요 둔화 등은 금리하락요인
  - 국고채 3년물 금리: 26년중 2.4~2.6% 좁은 범위 등락 예상
  - 국고채 10년물 금리: 26년중 2.6~2.9% 내외 등락. 10-3년 스프레드는 40bp → 25bp 수준까지 축소 예상

한은 기준금리와 국고채 수익률 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

장단기 국고채 금리차 추이



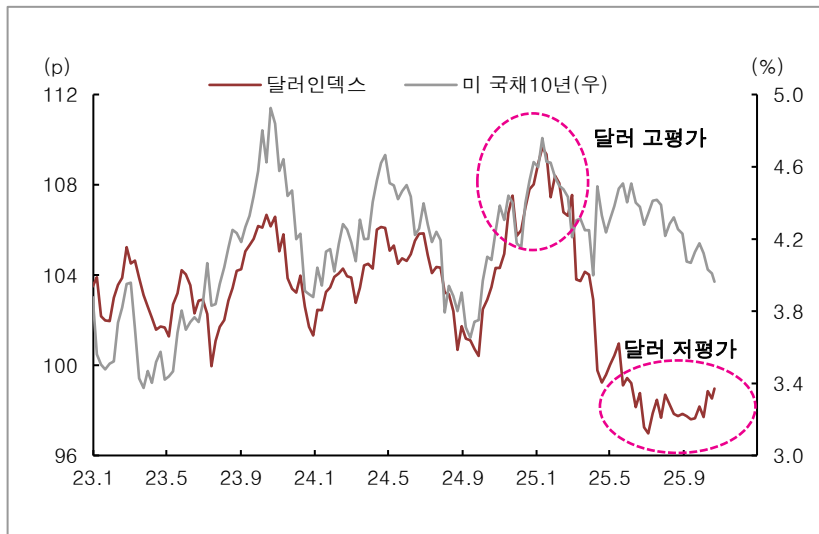
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 달러는 추가 하락보다 횡보 후 반등

## 대미 무역흑자국 통화 절상압력 이어지나 달러가치는 초과약세 영역에서 벗어날 전망

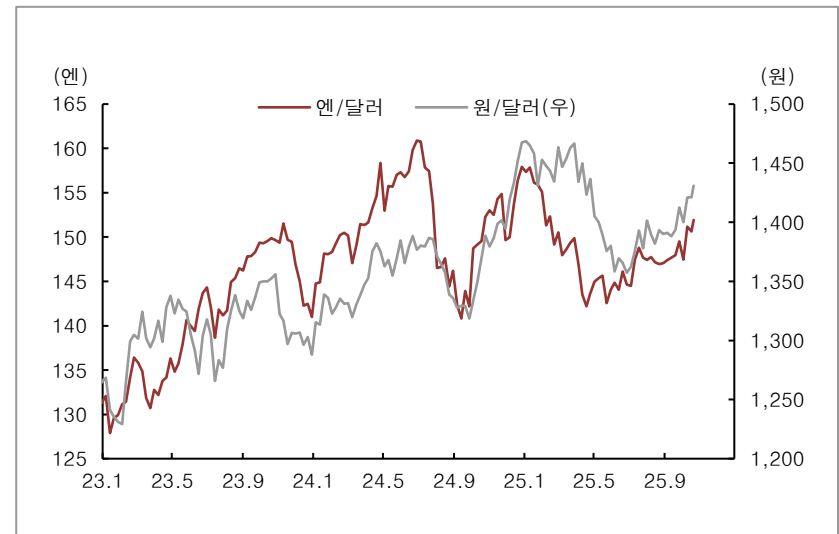
- 달러약세(금리인하/장기금리 하락), 유로 강세(금리인하 일단락/장기금리 상승), 엔화 약세(금리인상 유보) 변동요인이 혼재
  - 미국 경제의 상대적 우위, 유로존 재정불안 고조, 일본 아베노믹스 재연 가능성 등은 달러화 강세로 나타날 전망
  - 미국 장기금리와 달러가치의 디커플링 현상은 금리하락과 달러 반등이 전개되면서 재균형 예상(DXY 98~102)
- 대미 아시아 무역흑자국(일본, 대만, 한국, 중국 등)에 대한 통화 절상압력(저평가 해소압력)은 지속될 가능성
  - 향후 무역역조 시정 과정에서 현재의 무역불균형을 반영하는 통화가치 조정을 유도(ex. 환율조작국 지정 등)

미 국채수익률과 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

엔달러와 원달러



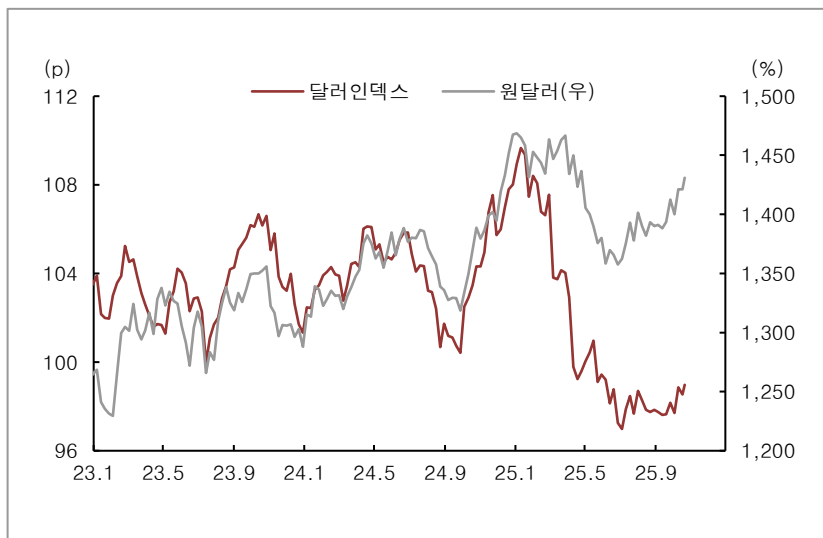
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# 원달러는 점진적 하락, 26년말 1,370원 예상

## 원화 저평가 영역 내에서 원달러는 제한적인 하락 가능성

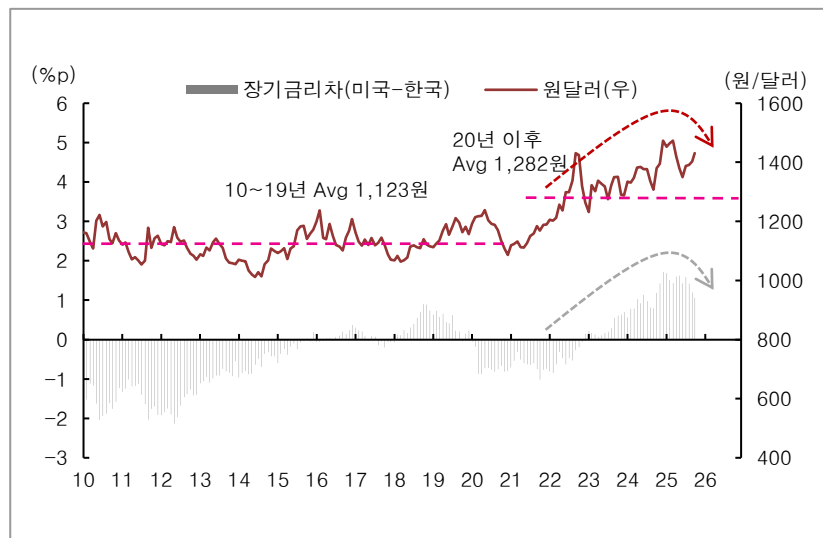
- 2020년 이후 한국 경제의 구조적 저성장, 저금리(저수익), 건전성 악화(부채증가) 등 내재적 원화 약세 지속
- 세계경제의 불안정성이 높아 글로벌 위험선호 하락, 비기축통화 약세 가능성이 우세한 상황
  - 대미 관세협상과 연계된 3500억 달러 대미투자 방식에 따른 불확실성, 해외증권투자 확대 등 달러수급도 원달러 상승요인
- 내외 금리차 축소, 점진적 불확실성 완화 기대, 국내 경기회복 전망 등은 원화 저평가 영역 내에서 부분적 강세요인
- 원달러 연평균(기말) 환율 전망: 25년 1,413원(1,400원) → 26년 1,386원(1,370원)

달러 인덱스와 원달러



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

원달러와 미-한 금리차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# HK Macro View(I) – 주요국 성장률 전망

국내 GDP성장률 전망 2026년 1.8%로 상향(기존 1.7%)

- 미국 GDP성장률은 25년 2.0%, 26년 1.8%로 상향
- 국내 소비자물가상승률은 25년 2.1% → 26년 1.9%로 하향 안정될 전망
- 통관기준 수출 증가율은 25년 2.4% → 26년 2.1%로 소폭 둔화

		24E	25E	26E	2024E				2025E				2026E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
경제지표	국내총생산(YoY,%)	2.0	0.8	1.8	3.4	2.2	1.4	1.1	0.0	0.6	1.0	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8
	최종소비	1.4	1.5	1.9	0.8	1.3	1.8	1.6	1.0	1.4	1.7	2.0	2.1	2.1	1.8	1.7
	민간소비	1.1	1.1	1.6	1.1	0.7	1.3	1.1	0.6	0.9	1.3	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4
	총고정자본형성	-0.8	-1.5	2.7	0.6	-1.2	-1.1	-1.2	-3.8	-4.1	-0.1	1.8	2.9	2.8	2.5	2.4
	건설투자	-3.3	-7.1	2.5	1.6	-1.2	-6.2	-6.4	-13.3	-11.4	-4.0	0.0	2.6	3.2	2.2	2.0
	설비투자	1.7	3.7	2.2	-2.2	-2.5	6.6	5.3	5.8	3.4	3.0	3.0	1.8	2.0	2.5	2.6
	총수출	6.8	2.7	1.9	8.9	9.0	6.4	3.5	1.5	4.5	3.0	2.0	1.8	1.4	2.0	2.2
	총수입	2.5	2.8	2.1	-0.7	3.3	4.6	2.9	2.1	4.5	2.5	2.0	2.0	1.5	2.2	2.5
주요국 성장률	미국(QoQ,연율,%)	2.8	2.0	1.8	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	3.0	1.8	1.0	1.8	1.2	2.0
	일본(QoQ,연율,%)	0.1	1.2	0.6	-0.9	1.9	2.3	2.1	0.3	2.2	-0.5	0.2	0.4	1.0	0.8	1.2
	유로존(QoQ,%)	0.8	1.2	0.8	0.3	0.2	0.4	0.4	0.6	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
	중국(YoY,%)	5.0	5.0	4.2	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2	4.8	4.4	4.4	4.2	4.0	4.2

주: 음영부분이 전망치(2025.10.20 현재)  
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터 전망

# HK Macro View(II) – 대외거래, 물가, 금융시장

		24	25E	26E	2024				2025E				2026E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
대외거래	수출(통관기준, 억달러)	6,836	7,001	7,150	1,633	1,715	1,736	1,751	1,595	1,752	1,850	1,804	1,640	1,783	1,876	1,851
	증감률(yoy,%)	8.1	2.4	2.1	8.0	10.1	10.5	4.2	-2.3	2.1	6.5	3.0	2.8	1.8	1.4	2.6
	수입(통관기준, 억달러)	6,318	6,344	6,512	1,548	1,570	1,600	1,599	1,526	1,543	1,624	1,650	1,566	1,589	1,660	1,697
	증감률(yoy,%)	-1.7	0.4	2.6	-10.9	-1.4	6.2	0.9	-1.4	-1.8	1.5	3.2	2.6	3.0	2.2	2.8
	무역수지(억달러)	518	657	638	85	145	136	152	69	209	226	154	74	194	216	154
	경상수지(억달러)	990	979	820	165	237	271	318	193	301	260	225	150	200	220	250
물가	소비자물가(YoY, %)	2.3	2.1	1.9	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0
금리	연방기금금리(% , 상단/기말)	4.50	3.75	3.25	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
	한은기준금리(% , 기말)	3.00	2.25	2.00	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00
	국고채(3년,%,기간평균)	3.11	2.49	2.50	3.31	3.38	2.97	2.78	2.59	2.39	2.45	2.52	2.50	2.45	2.50	2.55
	회사채(AA-,%,기간평균)	3.68	3.02	3.00	4.00	3.86	3.47	3.38	3.20	2.96	2.93	3.00	3.00	2.95	3.00	3.05
	미 국채 10년(%,기간평균)	4.21	4.27	3.83	4.15	4.45	3.95	4.28	4.45	4.36	4.25	4.00	3.90	3.80	3.75	3.85
	국고채 10년(%,기간평균)	3.22	2.81	2.76	3.39	3.48	3.07	2.95	2.82	2.73	2.84	2.85	2.80	2.70	2.75	2.80
환율	원/달러(원, 기간평균)	1,364	1,413	1,386	1,330	1,371	1,356	1,400	1,452	1,399	1,387	1,415	1,405	1,385	1,378	1,375
	원/달러(원, 기말)	1,477	1,400	1,370	1,347	1,377	1,315	1,477	1,474	1,354	1,404	1,400	1,390	1,380	1,375	1,370
	엔/달러(엔, 기간평균)	151.5	148.9	147.5	148.5	155.9	149.0	152.5	152.4	144.5	147.5	151.0	150.0	148.0	147.0	145.0
	달러/유로(달러, 기간평균)	1.08	1.13	1.16	1.09	1.08	1.10	1.07	1.05	1.13	1.17	1.17	1.17	1.16	1.15	1.14
	위안/달러(위안, 기간평균)	7.20	7.20	7.08	7.19	7.24	7.17	7.19	7.27	7.23	7.16	7.12	7.10	7.08	7.08	7.05
유가	국제유가(WTI, \$/bl, 평균)	75.8	64.8	60.0	76.9	80.7	75.3	70.3	71.4	63.7	65.0	59.0	58.0	60.0	60.0	62.0

주: 음영부분이 전망치(2025.10.20 현재)  
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터 전망

# Thank you

<http://www.heungkuksec.co.kr>

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.  
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소

(본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)  
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)

□ 전화번호

영업부 대표 02)6742-3600

□ 팩스

영업부 대표 02)6742-3629