

2025-11-04

2026년 경제/환율  
연간전망

# 취급주의 : 안전배송 부탁드립니다

Economist. 신윤정

FRAGILE





## 1 글로벌 경제: Fragile Line 속 제한적인 회복

7

자산시장과 실물경제의 괴리 확대: 실물 경제의 취약성에 따라 좌우될 변동성

## 2 미국: 실망감을 반영하는 구간 진입

20

급격한 경기 침체에 대한 우려는 이른 만큼 둔화 국면으로의 진입 전망이 유효. AI 투자 기조는 긍정적이나 변동성 확대 가능성 존재

## 3 한국: 쓸림 속 제한적인 속도의 개선 움직임

41

저점 이후 반도체를 중심으로 회복 국면에 진입했다는 점은 긍정적이지만, 경제 주체들의 지출 여력은 빠르게 상승하지 못해 저성장 전망

## 4 유로존: 우려 속 느린 회복

54

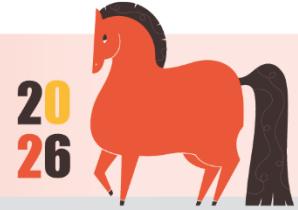
정부 재정의 지속가능성에 대한 부담은 이어질 것으로 보이지만 완만한 회복 경로 유지할 것으로 기대

## 5 FX: 약해지지 못하는 달러, 강해지지 못하는 원화

65

달러 레벨이 하방경직성이 형성된 만큼 그 외 통화들의 자체 절상 모멘텀 보유 여부에 따라 절상 폭 차별화 진행될 것

# Summary



## 경제: 자산시장과 실물 경제 괴리 확대

- 글로벌 자산 시장의 상승세 대비 실물 경제에는 불확실성이 확대되면서 괴리감이 커지는 모습. 이에 따라 리스크 요인 확인에 따른 변동성 확대 국면 진입에 대해서는 유의할 필요성 존재
- 2026년 글로벌 경제는 2025년과 같이 경기 회복 흐름을 이어갈 것으로 전망하지만 개선 정도는 크지 않은 만큼 저성장 기조를 유지할 것으로 판단. 불확실성이 여전히 존재하지만 리스크에 대한 경제 주체들의 부정적 인식이 완화되면서 변동성이 낮아졌다는 점, AI를 기반으로 정부 주도의 투자 활동이 이어질 것이라는 점 등이 경제에 하방경직성을 형성해 줄 것으로 기대. 다만, 반도체 등 일부 산업을 제외하면 기업의 생산 활동 개선 폭이 제한적이며 교역 회복으로 앞당겨졌던 수요 효과도 약화된 점을 고려해 볼 필요. 더욱이 가계의 실질 소득 제약과 고용 둔화 및 높은 체감 물가 지속 등으로 인해 가계가 소비 여력을 크게 확대할 요인이 낮은 모습

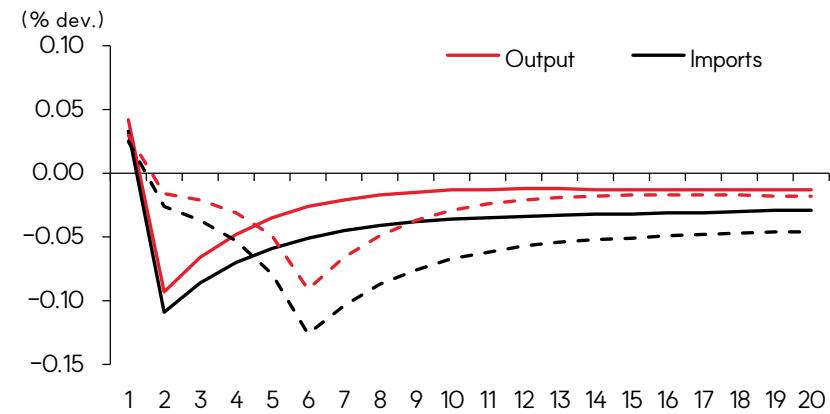
## FX: 강해질 이유가 있는 화폐 찾기

- 2026년 달러는 점진적인 약세를 보여줄 것으로 기대하지만 그 속도는 빠르지 못할 것으로 예상되면서 다른 화폐들의 자체 절상 모멘텀 보유 여부를 더욱 시험하게 될 것으로 예상
- 달러는 미국 경제 우려 요인들이 지표상으로 가시화되기 시작하고 글로벌 교역량 감소 및 환 해지 포지션 증가 등에 따라 둔화할 것으로 예상. 다만, 미국향 투자 움직임이 활발해지고 금리 인하 속도가 제한적인 만큼 절하 속도는 제한적
- 원화는 대내외 불확실성 감소는 긍정적이지만 자체의 강세 모멘텀이 크지 않은 만큼 달러 하락 및 엔화 강세 등에 연동하면서 제한적인 강세 움직임을 보일 것으로 전망

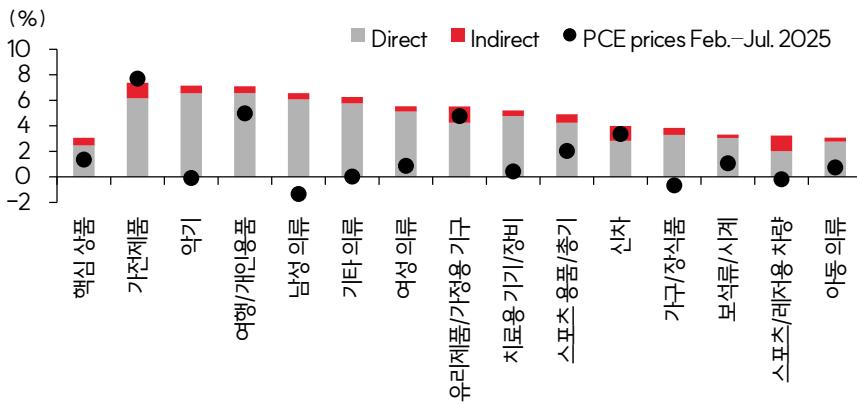


# Key Charts

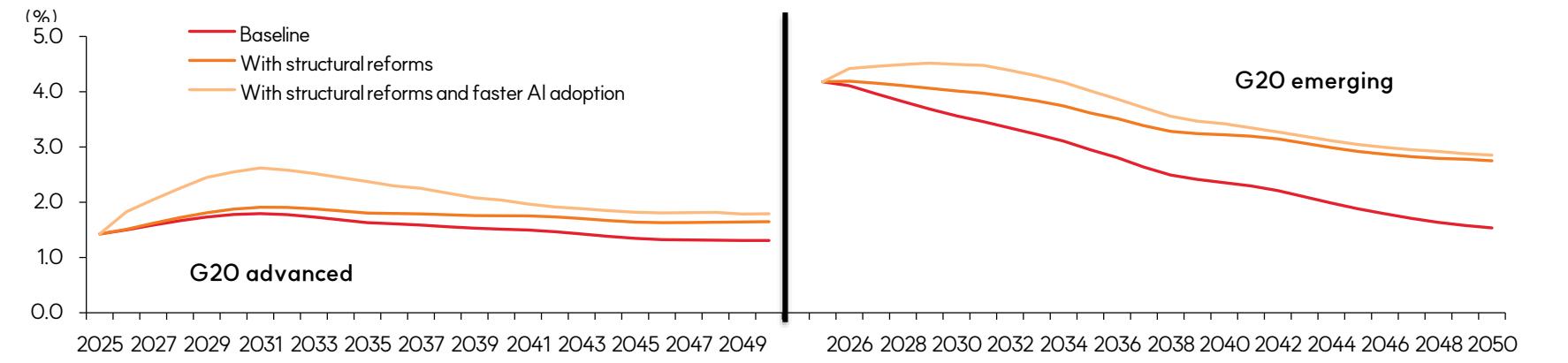
관세 불확실성 충격에 대한 충격 반응



글로벌 주요 상품별 관세에 따른 인플레이션 전가 정도



글로벌 잠재성장률 추이

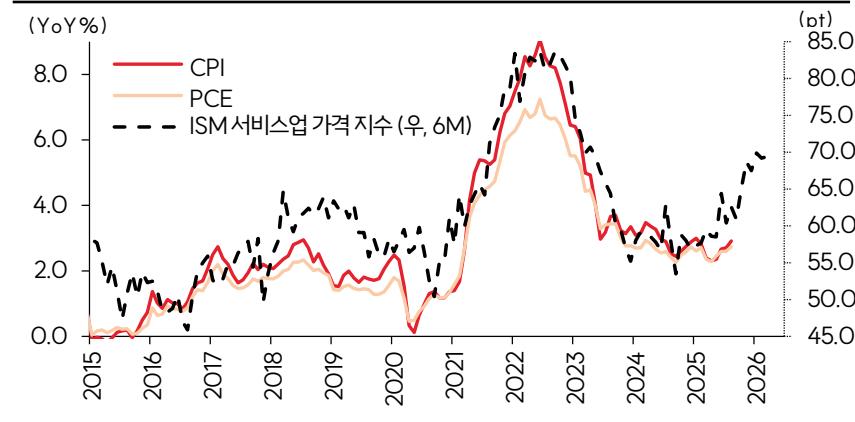


자료: OECD, SK증권



# Key Charts

미국 인플레이션 압력과 ISM 서비스업 가격 지수 추이

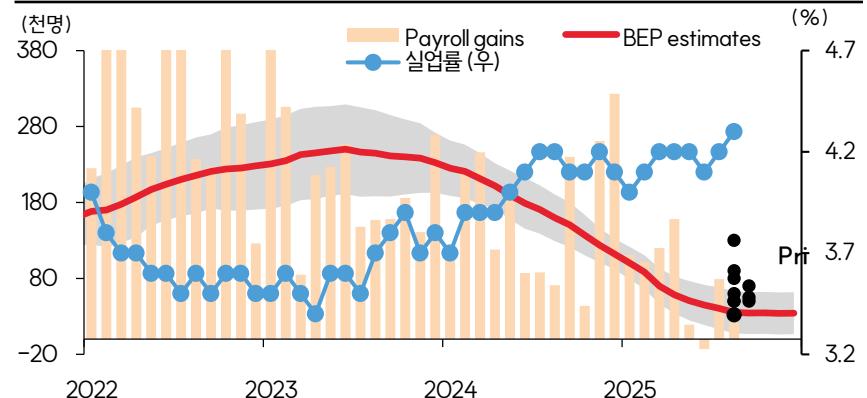


달러 인덱스와 경제 내 투자 비중 추이

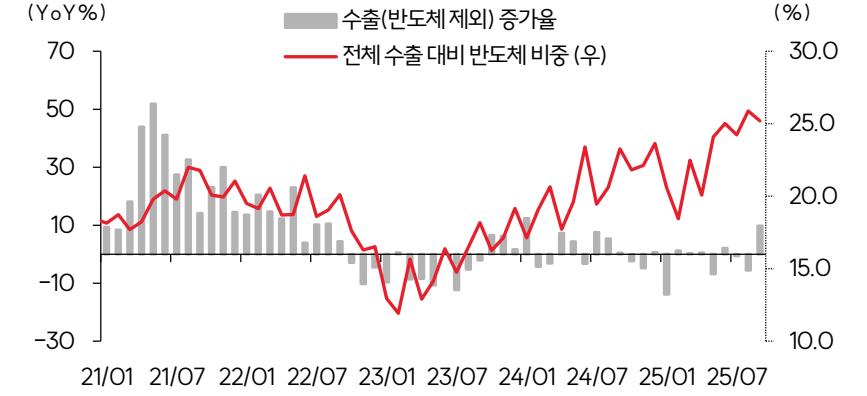


자료: CEIC, SK증권

미국 BEP 추정과 실업률 상승분



한국 전체 수출 대비 반도체 비중과 그 외 항목 수출 증가율



자료: Dallas Fed, CEIC, SK증권

# Table



		2025				2026				2024	2025	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간(E)	연간(E)
한국	GDP (%YoY)	0.0	0.6	1.7	1.8	2.2	2.0	1.7	1.5	2.0	1.0	1.9
	CPI	2.1	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0	2.3	2.0	1.9
미국	GDP (%QoQ saar)	-0.6	3.8	1.5	1.9	1.8	1.5	1.3	1.7	2.8	1.9	1.8
	CPI	2.7	2.4	2.9	3.1	3.0	3.1	2.7	2.5	3.0	2.8	2.8
달러 인덱스		106.8	99.7	98.0	98.5	97	96	95.5	95	104.2	101	95.8
원/달러 환율		1,452	1,399	1,387	1,412	1,400	1,385	1,375	1,370	1,364	1,412	1,385



## Ch.1 글로벌 경제: fragile line

FRAGILE

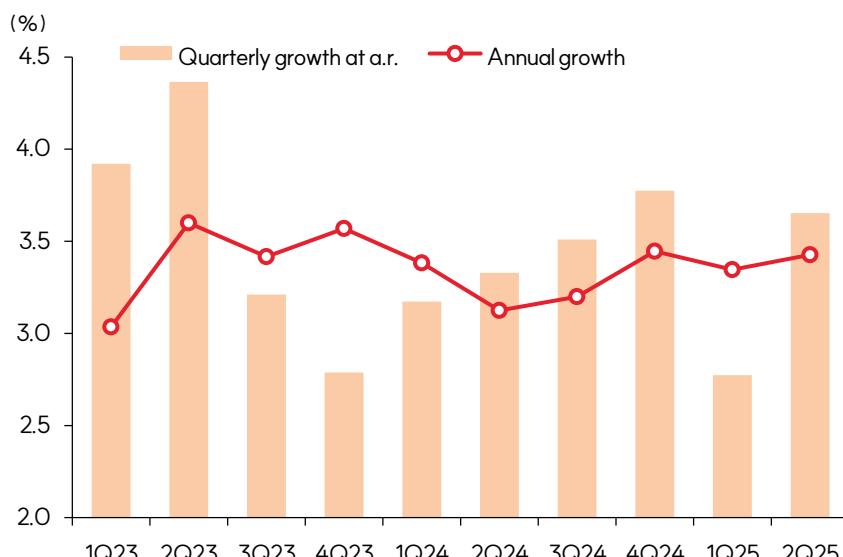


# [글로벌] 예상외 회복력을 보여주고 있는 글로벌 경제



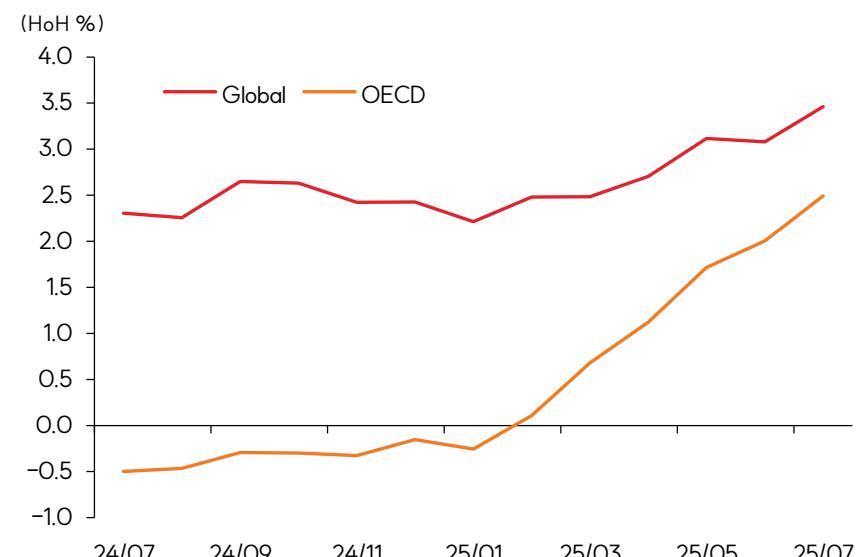
- 글로벌 경제는 우려 대비 견조한 회복세를 보여주고 있는 모습. 다만, 세부적으로 본다면 지속성 높은 성장보다는 일시적 요인과 특정 산업 중심의 확장에 기초한 양상이라는 한계 존재
- 미국의 관세 인상과 지정학적 리스크, 공급망 불안에 대응해 가계와 기업이 선제적인 소비와 통상 활동을 시행했다는 점이 경제 성장에 큰 기여를 하는 가운데 첨단 기술 및 반도체 분야를 중심으로 미국 및 일본의 민간 투자와 정부 지원이 크게 확대된 점 역시 긍정적인 영향
- 단기 회복세의 강도가 높은 모습이나, 성장의 지속 가능성 측면에서는 구조적 확산력이 제한된 국면이라는 판단

글로벌 GDP성장률 추이



자료: OECD, SK증권

글로벌 산업생산 증가율



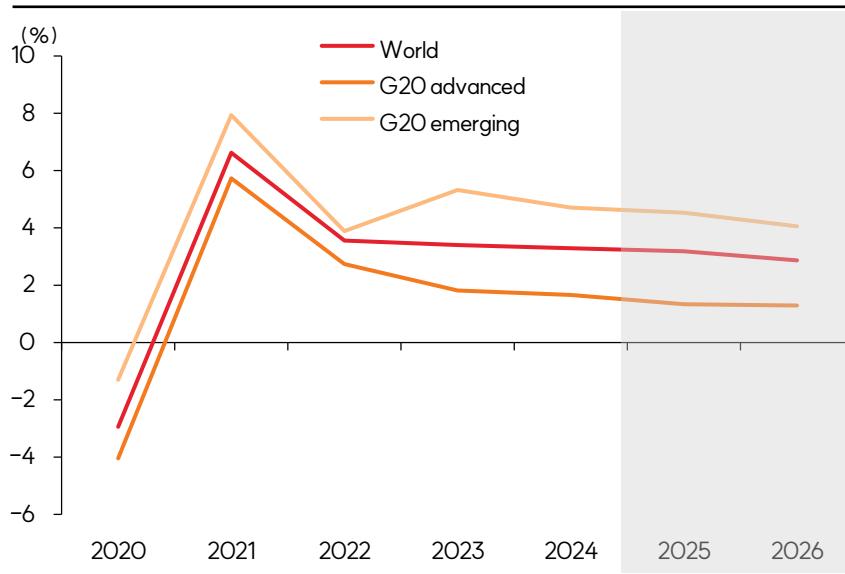
자료: OECD, SK증권



# [글로벌] 제한적인 회복 여력을 이어갈 것

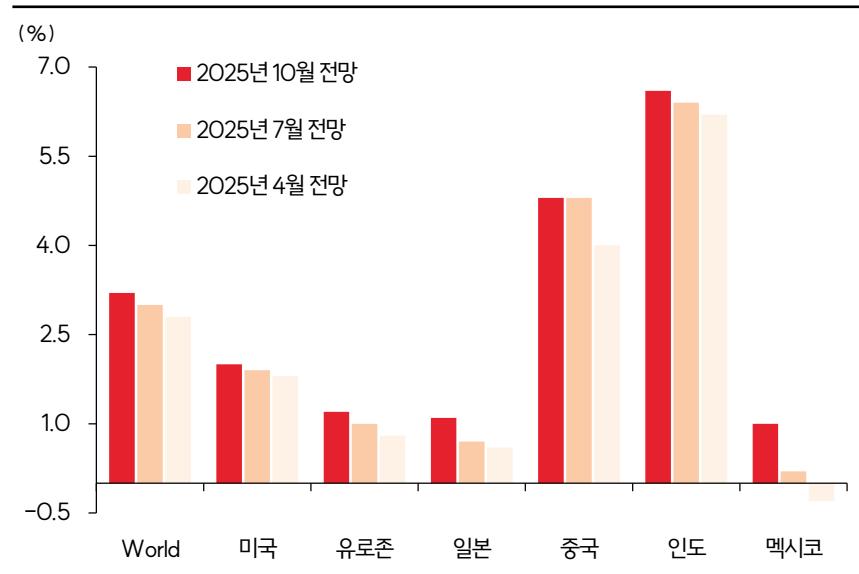
- 2026년 글로벌 경제 역시 경기 회복 흐름을 이어갈 것으로 전망하지만 개선 정도는 크지 않은 만큼 저성장 기조를 유지할 것으로 판단
- 글로벌 불확실성이 완화되는 측면이 긍정적으로 작용하는 가운데 경제 주체들의 리스크에 대한 부정적인 인식이 완화되면서 변동성이 낮아졌다는 점, AI를 기반으로 정부 주도의 투자 활동이 이어질 것이라는 점 등이 경제에 하방경직성을 형성해줄 것으로 기대
- 다만, 반도체 등 일부 산업을 제외하면 기업의 생산 활동 개선 폭이 제한적이며 교역 회복으로 앞당겨졌던 수요 효과도 약화되었다는 점을 고려해볼 필요. 더욱 이 가계의 실질 소득 소득 제약과 고용 둔화 및 높은 체감 물가 지속 등으로 인해 가계가 소비 여력을 크게 확대할 요인이 낮은 만큼 2026년 글로벌 경제는 낮아진 변동성 속 성장력도 감소한 국면이 될 것

글로벌 GDP성장을 추이 및 전망



자료: OECD, SK증권

글로벌 주요 국가별 GDP성장을 추이 및 전망



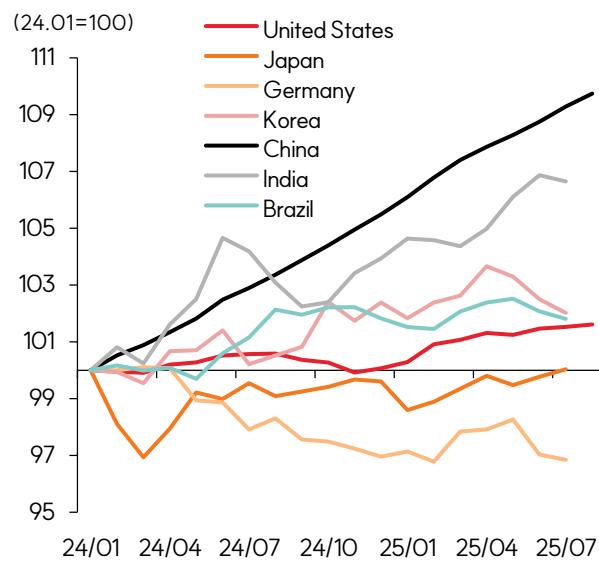
자료: IMF, SK증권



# [글로벌] 적극적인 지출 활동은 아직 어려운 기업

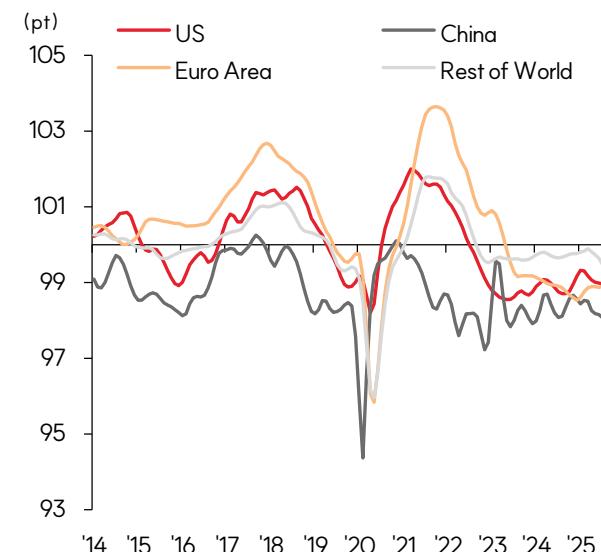
- 하이테크 제조업에 대한 투자 및 생산이 가능한 선진국들을 중심으로 기업의 회복이 이어져 오고 있었던 상황, 다만, 반대로 민간 주체의 기업 활동 여력은 큰 폭의 성장세를 유지하기는 어려울 것이라는 판단
- 글로벌 수요 둔화가 예상되는 가운데 관세의 귀착 정도가 불확실하므로 적극적인 투자 및 지출 활동을 크게 이어가기 어려운 환경이라는 점이 가장 주요하게 작용. 더욱이 활발했던 해외 투자 역시 정치 및 안보를 포함하는 지정학적 블록(Geopolitical Blocs)이 확대되는 양상을 고려해야 하는 만큼 과거 대비 비효율성 증가

국가별 산업 생산 추이



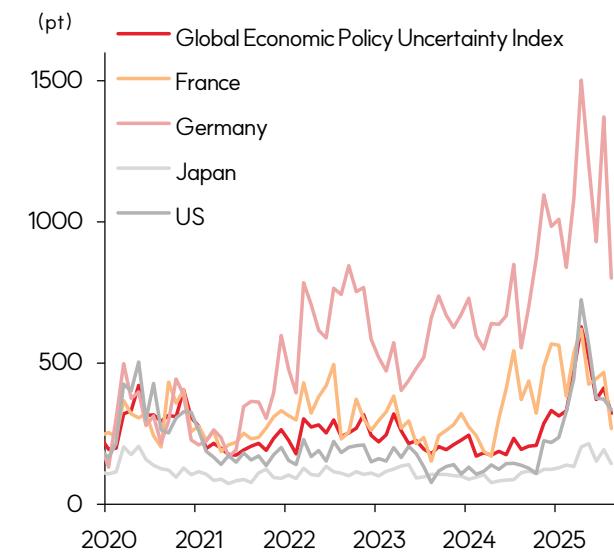
자료: OECD, SK증권

기업 경기심리지수



자료: IMF, SK증권

경제정책 불확실성 지수



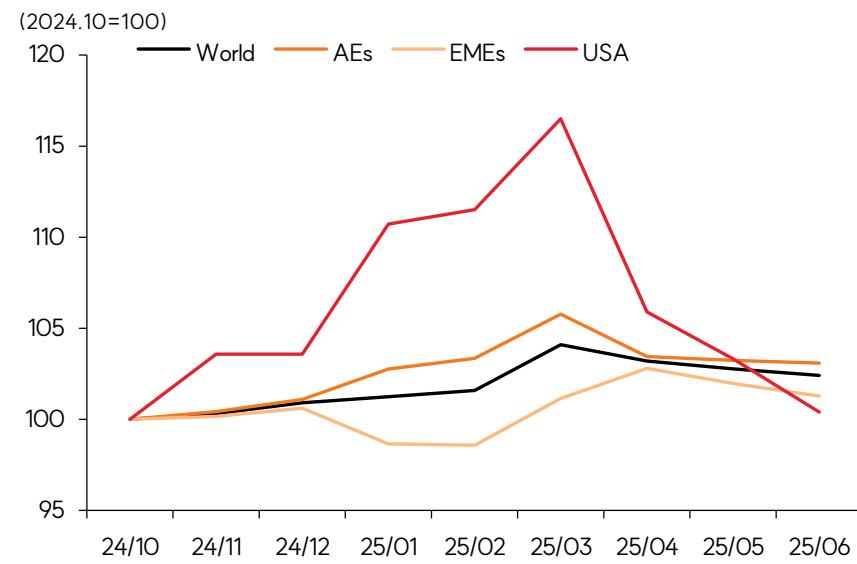
자료: EPU, SK증권



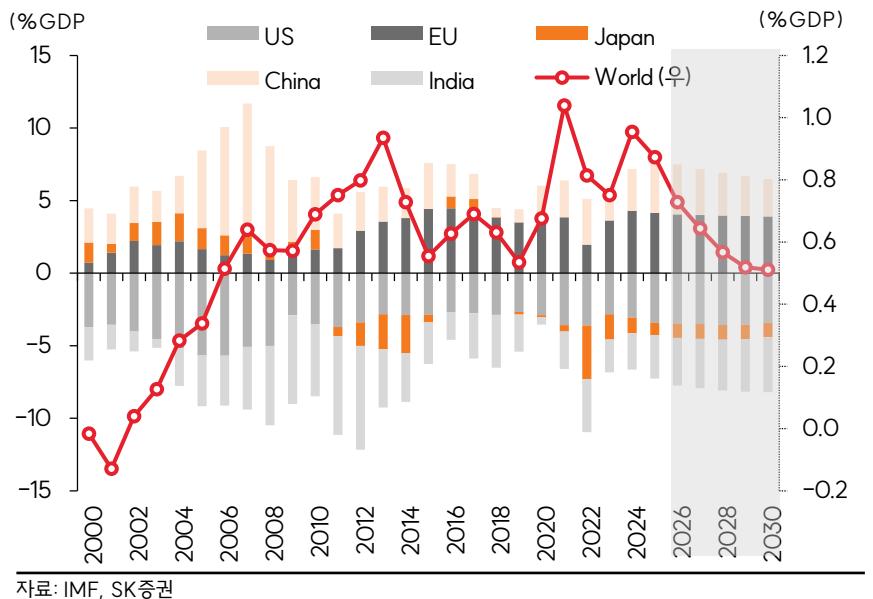
# [글로벌] 통상 불확실성 역시 부담으로 작용

- 현재까지 글로벌 주요 국가들은 미국과의 무역 협상을 앞두고 미리 재고 축적을 하는 움직임을 보이면서 무역에서 관세의 영향력이 높지 않은 것처럼 보였으나 미국 제외 다른 국가들의 무역 규모는 오히려 감소
- 향후 경제 주체들의 활동 여력이 높지 않은 가운데 보호무역주의 확대, 무역 규제 강화에 따른 비용 상승, 수요 둔화, 시장 다각화 등이 복합적으로 작용하면서 수출입 개선을 제한할 것으로 예상

글로벌 무역 규모 추이



글로벌 주요 국가별 GDP 대비 무역 추이

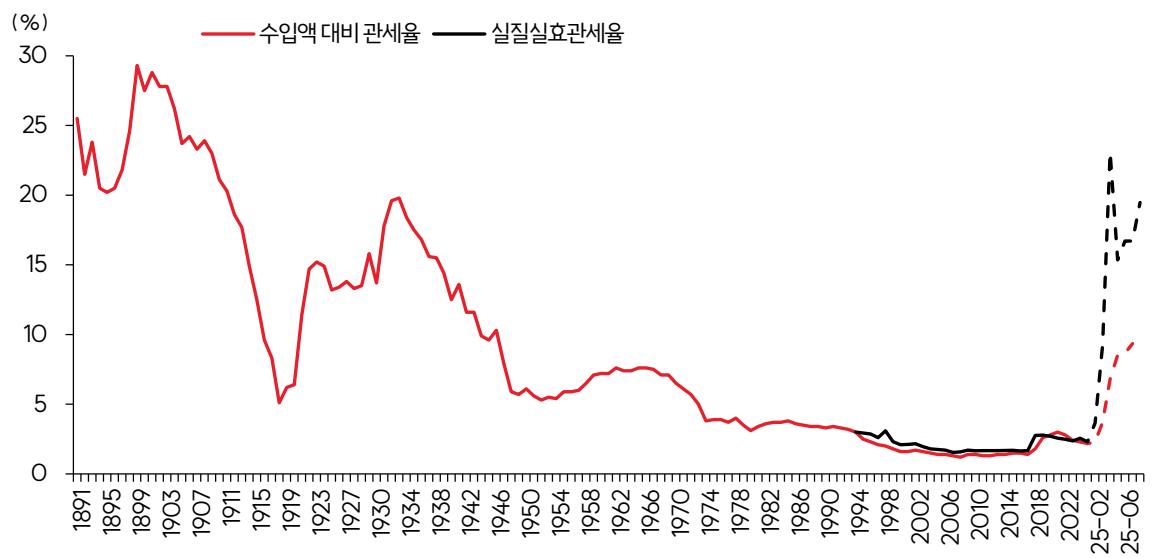




# [글로벌] 점진적으로 확인될 관세의 통상 외 영향

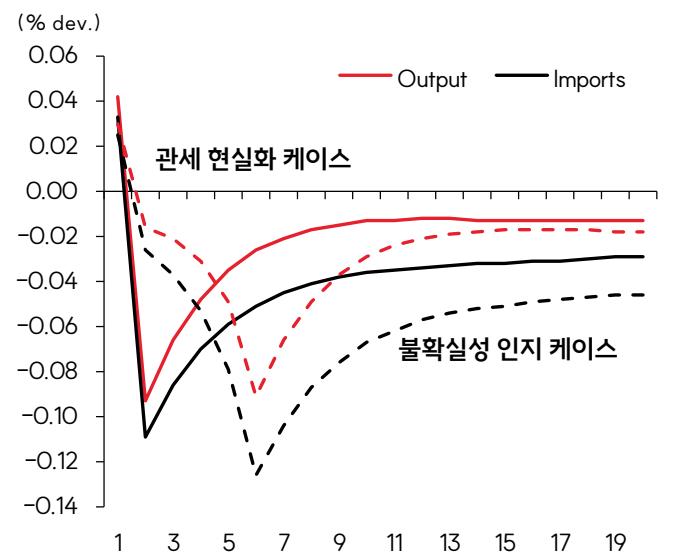
- 현실적으로 미국은 인플레이션 확대에 대한 우려를 가지고 있고 중국은 경제 성장에 주안점을 두어야 하는 상황이라는 점을 고려할 때 미-중 관세 수준은 보다 완화적으로 조정될 것으로 판단
- 향후 관세의 영향력 정도에 대해서 생각해 볼 때는 통상 정책 및 수출입 기업들, 가격 전가 등의 이슈 외에 경기 측면에서 주목할 필요
- 불확실성 자체(realized vs expected)가 경제 영향을 미치는 시점, 강도, 지속성은 관세 정책과 차이 존재. 향후 불확실성에 대한 예고가 주어지면, 초기 반응은 상대적으로 완만하지만 기간이 더욱 길게 영향을 미칠 수 있다는 점

미국 실효 관세율 및 예상 관세 수입



자료: OECD, SK증권

관세 불확실성 충격에 대한 충격 반응



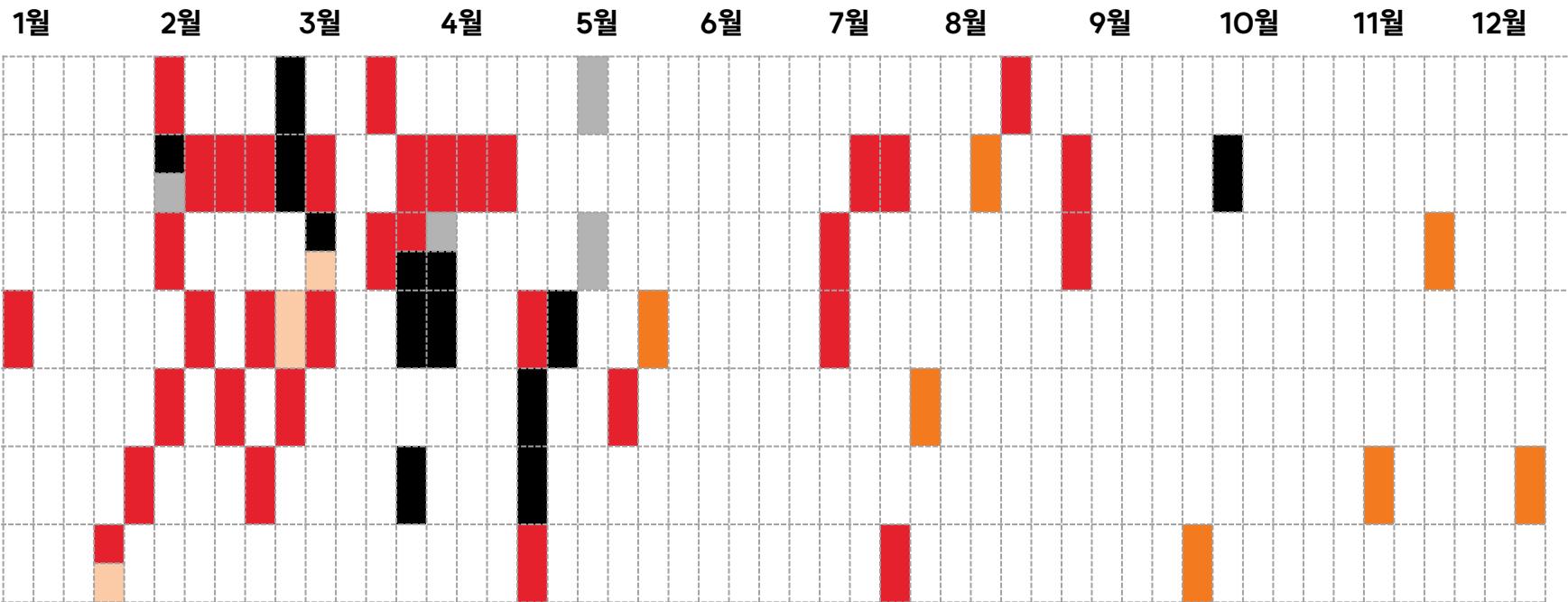
자료: IMF, SK증권



# [글로벌] 실질적인 관세 시행과 언급과의 괴리

Tariff Calendar

■ Threatened ■ Pending ■ Effective ■ Delayed ■ Canceled



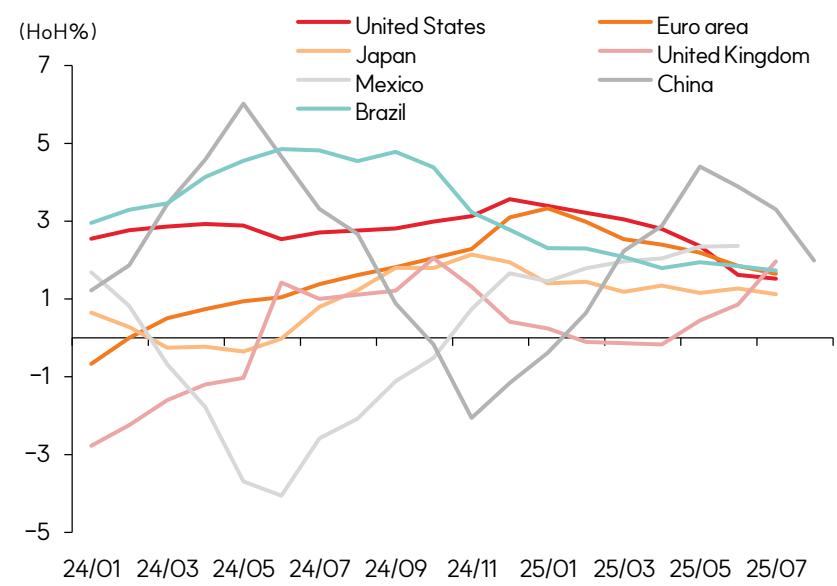
자료: Atlantic Council, SK증권

# [글로벌] 소비 여력을 다시 한번 확대하기 어려운 가계



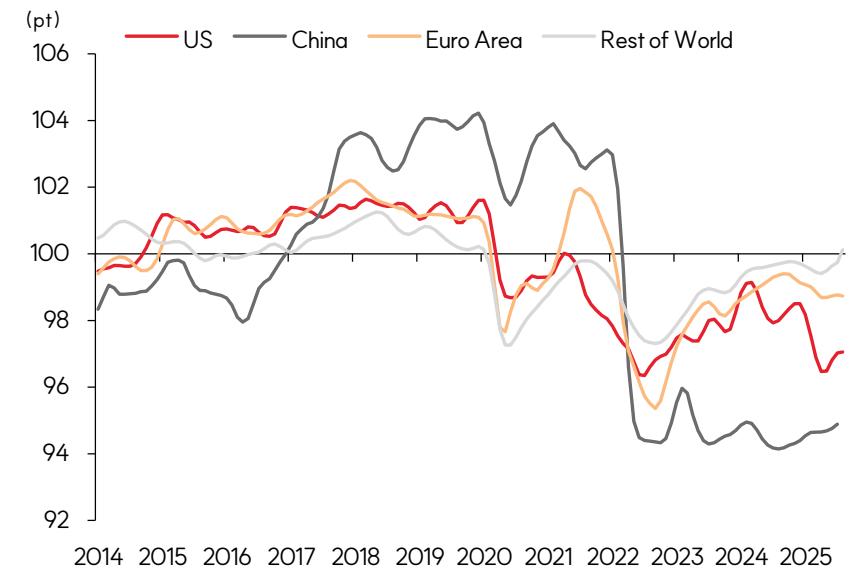
- 가계 소비는 글로벌 대부분의 국가에서 성장의 핵심 동인으로 작용. 다만, 가계 소비가 둔화하고 있는 상황에서 리오프닝과 같이 다시 한번 가계가 소비 패턴을 전환할 여력이 크지 않기 때문에 점진적인 가계 소비 회복을 예상
- 금리가 하락하고 있지만 누증된 가계 부채 및 둔화하는 고용 환경은 여전히 지출 활동을 제약하고 있으며 높은 경기 불확실성과 체감 물가 역시 미래를 대비하는 성향으로 연결

글로벌 소매판매추이



자료: OECD, SK증권

글로벌 주요 국가별 소비자 심리지수



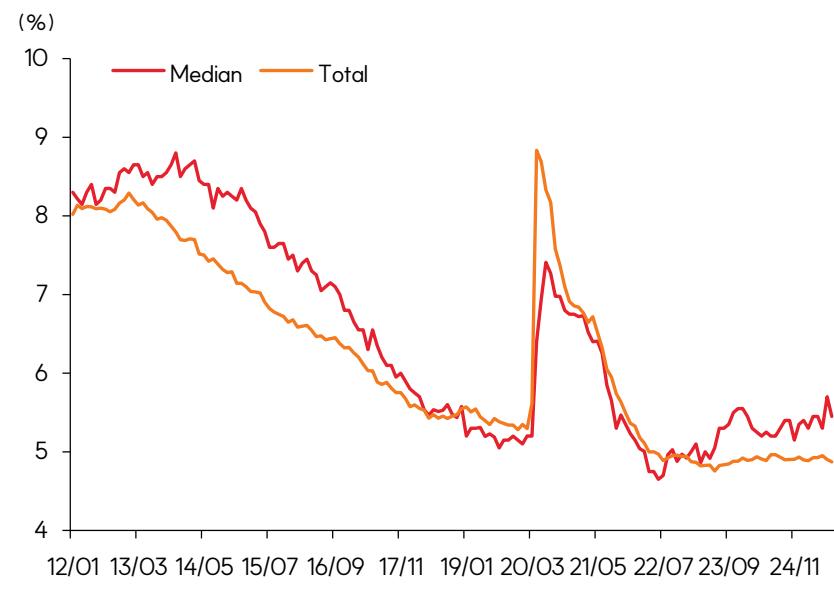
자료: IMF, SK증권



# [글로벌] 우려가 확대되고 있는 고용시장

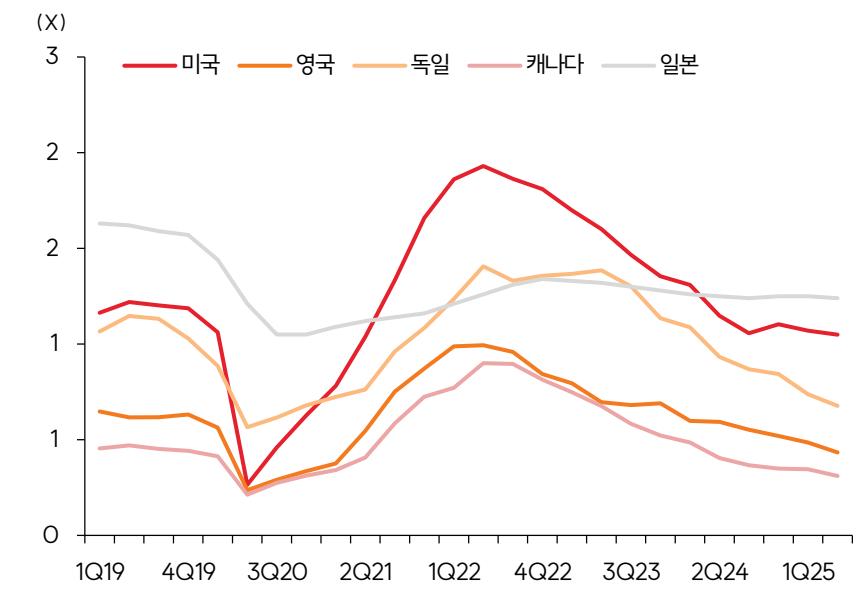
- 가계 지출 활동에 근간이 되는 고용 시장도 둔화하고 있다는 점이 가장 주요하게 소비 활동 하방 압력 요인으로 작용할 것
- 하이테크에 대한 투자를 중심으로 경기가 회복되고 있지만, 현재까지 AI 기반 일자리 확대는 가시화되지 않은 상황
- 이와 함께 기업들이 앞서 언급한 상황에 따라 신규 채용 움직임을 감소하고 있다는 점, 서비스 업황 둔화 등이 복합적으로 작용

OECD 국가들 실업률 추이



자료: OECD, SK증권

주요 국가들 실업자당 공석 수



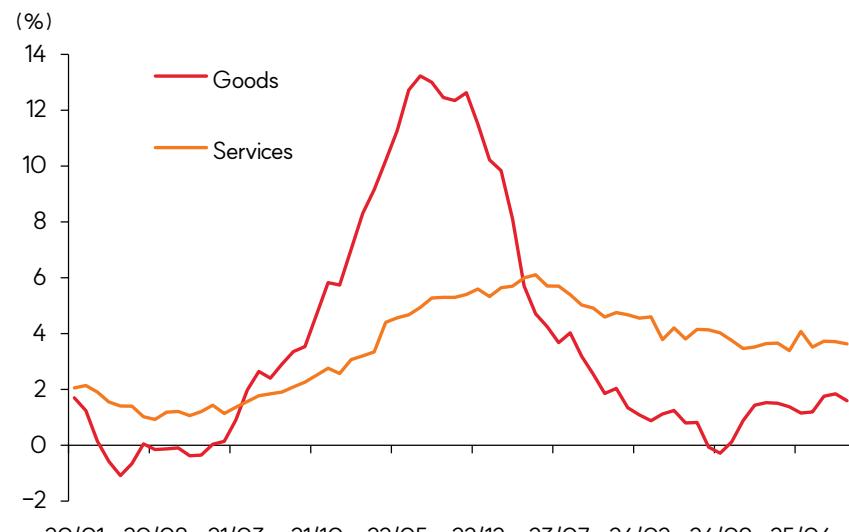
자료: OECD, SK증권

# [글로벌] 정체 국면에 들어간 디스인플레이션



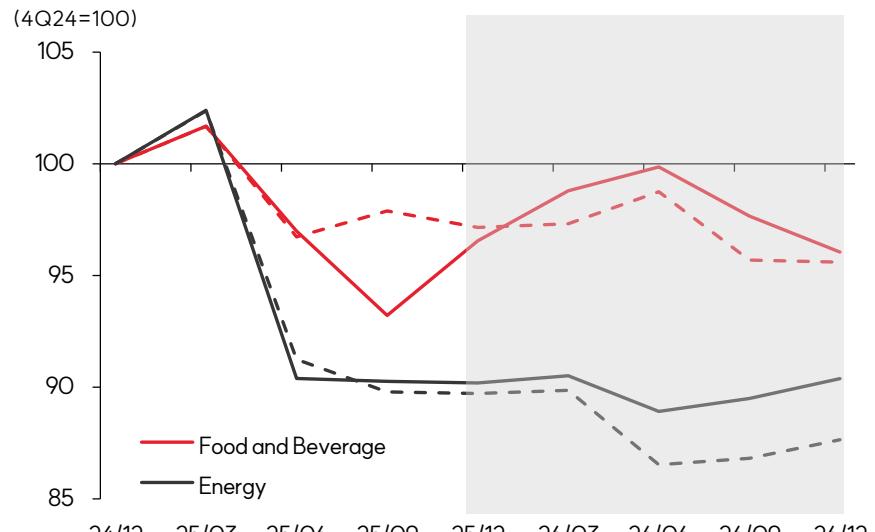
- 디스인플레이션 기조가 정체되고 있다는 측면도 경기에 부담 요인으로 작용
- 서비스 가격 상승률은 높아진 임금 상승률과 의료, 보험비와 주거비 등의 영향으로 인해 끈적거림(stickiness)을 유지한 영향으로 하락 기조가 가시화되고 있지 않은 모습. 상품 가격상승률은 원자재 가격 하락에 따른 이점을 누렸으나 관세와 운임 비용의 점진적인 상승에 영향받으면서 다시 고개를 들고 있는 모습
- 향후 소프트 코모디티의 가격 상승과 관세의 영향이 가시화되면서 물가의 빠른 하락 기대감은 낮을 것으로 예상

OECD 국가들의 인플레이션 중앙값 추이



자료: OECD, SK증권

IMF 에너지 및 식품 가격 상승률 가정



자료: IMF, SK증권

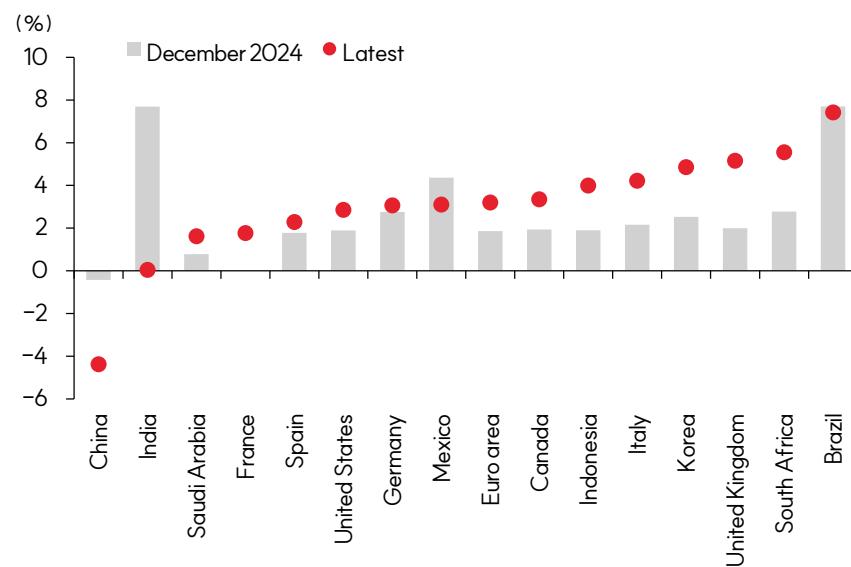
주: 실선은 2025년 10월 전망치, 점선은 2025년 4월 전망치



# [글로벌] 가계의 짐이 되는 체감 물가

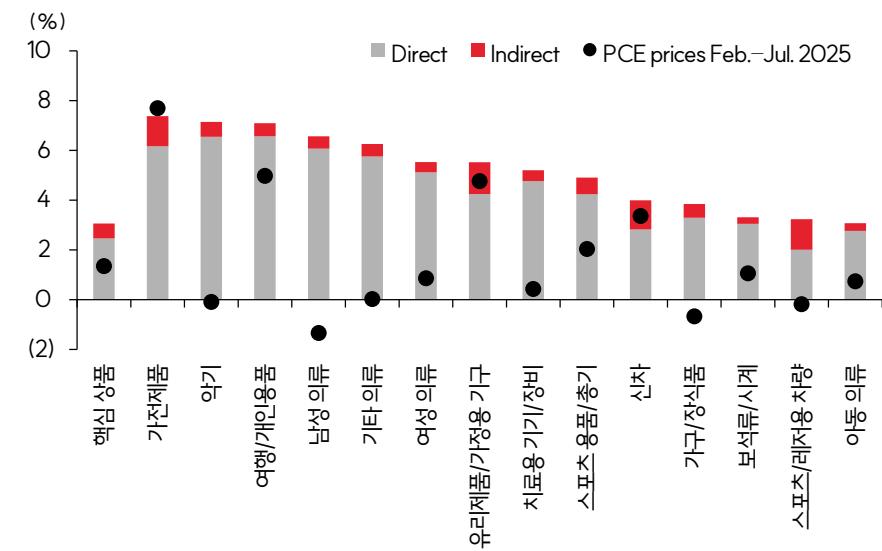
- 관세는 특정 상품 범주를 살펴보면 소비자 가격에 전가될 것으로 예상되는 것 중 현재까지 실제로 전가된 것은 매우 적은 모습
- 세계 식량 가격 상승은 상품 물가 상승에 기여했으며, 유제품과 식물성 기름 가격은 2024년 초 이후 가파르게 상승하면서 급격한 금리 인하를 제한하는 요인
- 최근 소프트 코모디티를 중심으로 가격 상승이 나타나기 시작하는 만큼 전체 물가보다 체감 물가 레벨을 높다고 인식할 것으로 예상

글로벌 주요 국가별 식품 인플레이션



자료: OECD, SK증권

글로벌 주요 상품별 관세에 따른 인플레이션 전가 정도



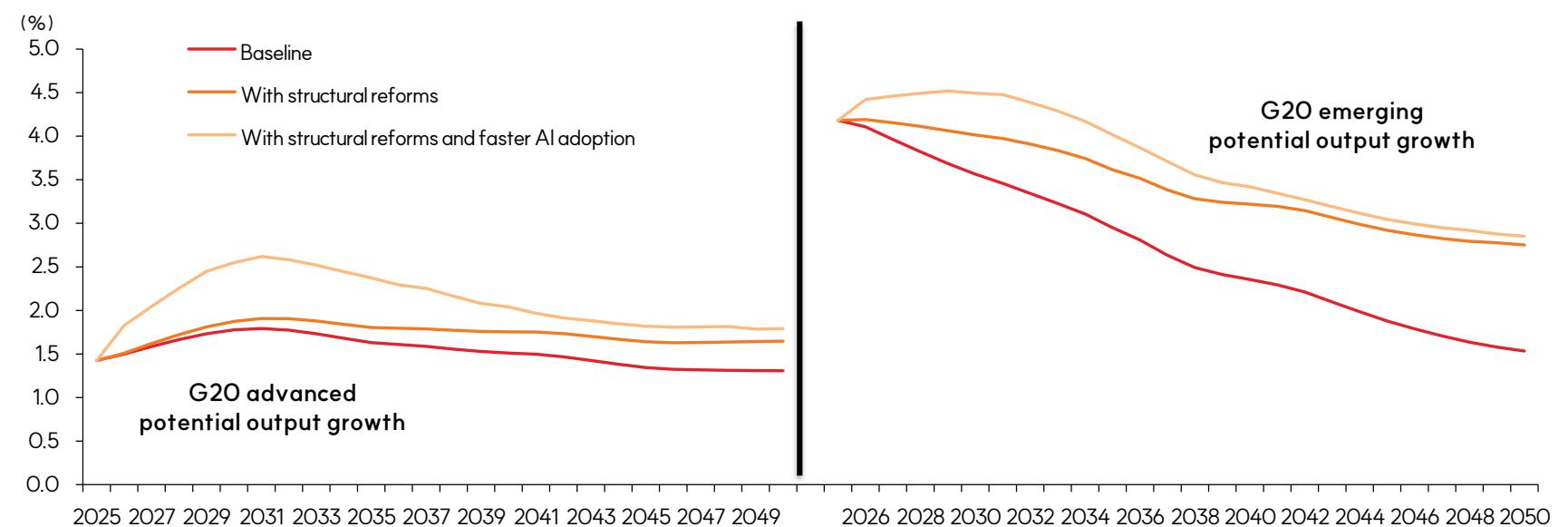
자료: IMF, SK증권



# [글로벌] 하방 경직성을 형성해 줄 투자활동

- 다만, AI 기술 개발 및 혁신 확산이 기업과 정부의 지출을 뒷받침하면서 경기에 하방경직성 요인이 될 것으로 기대
- AI 기술을 중심으로 민간 기업들의 투자가 적극적으로 나타나는 가운데 2026년부터는 정부 역시 적극적인 재정 지원을 시작할 예정. 이 과정에서 투자 확대도 긍정적이지만 추가로 생산성 증대에 대한 기대감 역시 유효하면서 잠재성장을 하락을 부분 제한해 줄 것으로 판단

AI 도입 및 확대에 따른 글로벌 잠재성장을 추이

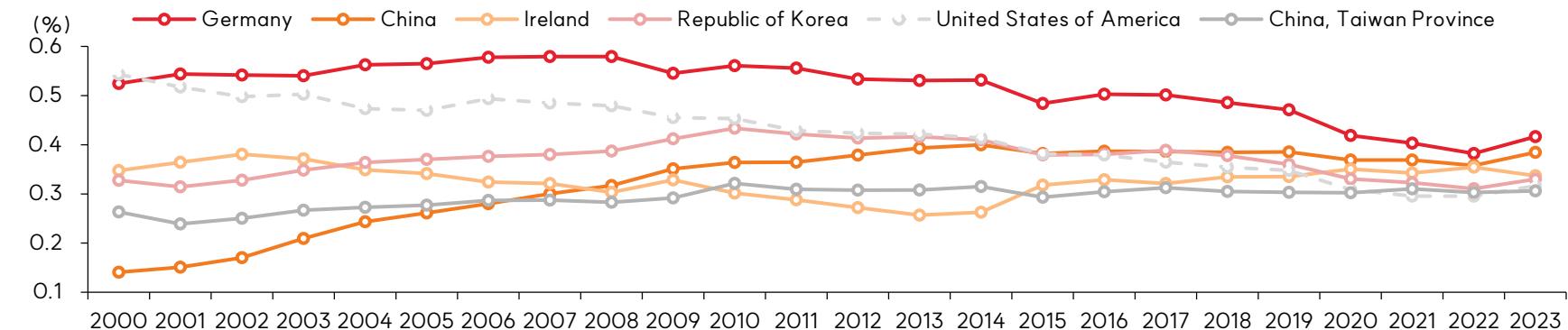


자료: OECD, SK증권

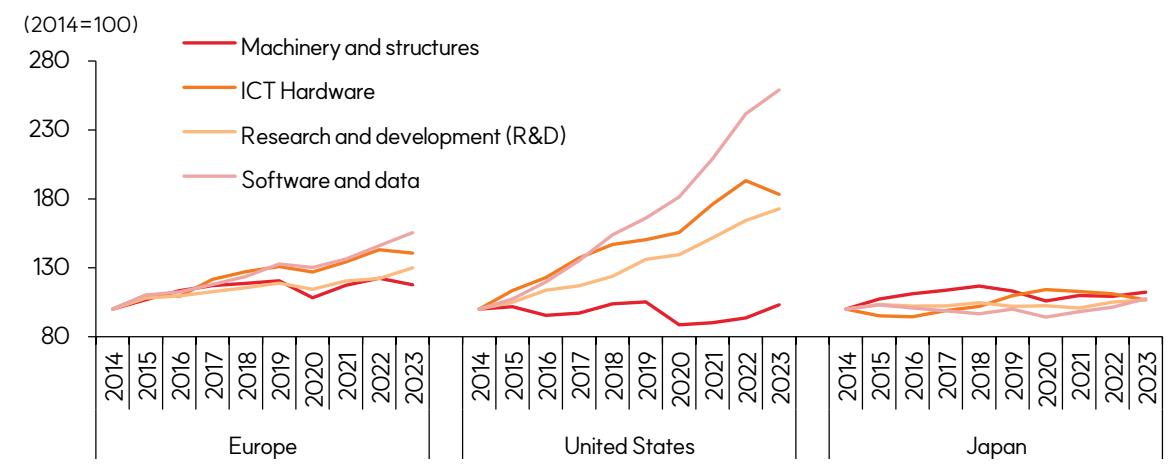


# [글로벌] 정부가 주도하는 제조업 육성

UNIDO 글로벌 제조업 경쟁력 지수

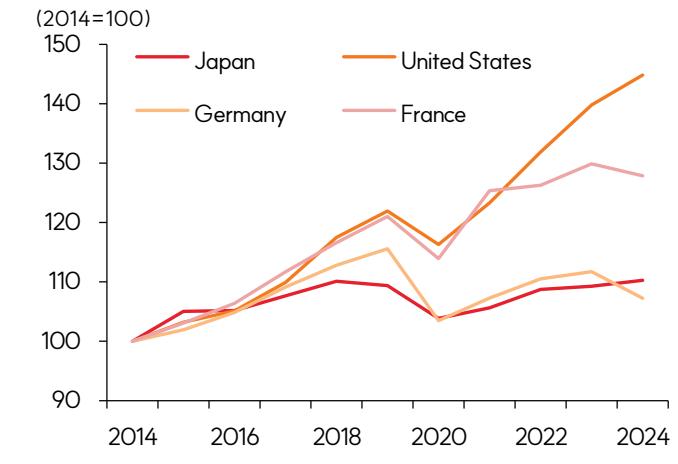


자산 유형별 실질 기업 투자



자료: OECD, SK증권

국가별 실질 기업 투자



자료: IMF, SK증권



## Ch.2 미국: 실망감 반영 구간 진입

FRAGILE

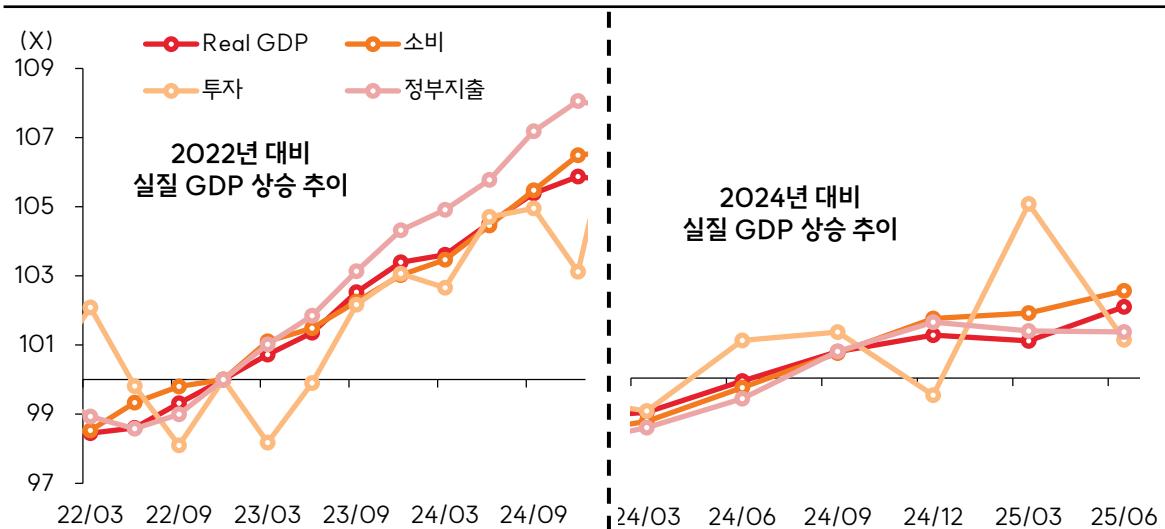




# [미국] 실망감을 반영하며 둔화 국면 진입

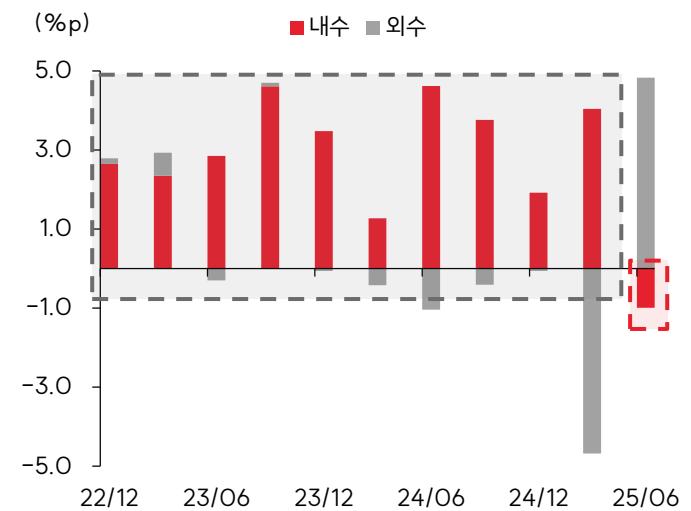
- 미국 경기는 2025년 경기 침체에 대한 우려 대비 견조하게 버텨온 모습. 트럼프 행정부의 관세 정책에 따라 경기 위축 가능성이 확대되었고 경기 불확실성 상승 및 가계 소비 여력 감소에 따라 경기 위축을 고려했지만, 견조한 성장세를 이어가고 있는 상황
- 2026년 미국 경제는 이렇게 미국을 버티게 해주었던 요인들까지도 약해지면서 2025년 대비 경제 성장 정도가 둔화할 것으로 예상하며 이에 따른 변동성이 확대될 가능성에 유의할 필요성 존재
- 단기간의 급격한 경기 침체를 예상하기는 이론 가운데 점진적인 둔화 국면 진입으로의 해석이 유효. 다만, 경기에 대한 불확실성이 높은 상황이 이어지고 있기 때문에 지표 대비 우려가 크게 반영되는 국면이 나타날 것으로 예상

2022년과 2024년 대비 실질 GDP 항목별 상승 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 실질 GDP 내외수 기여도 추이

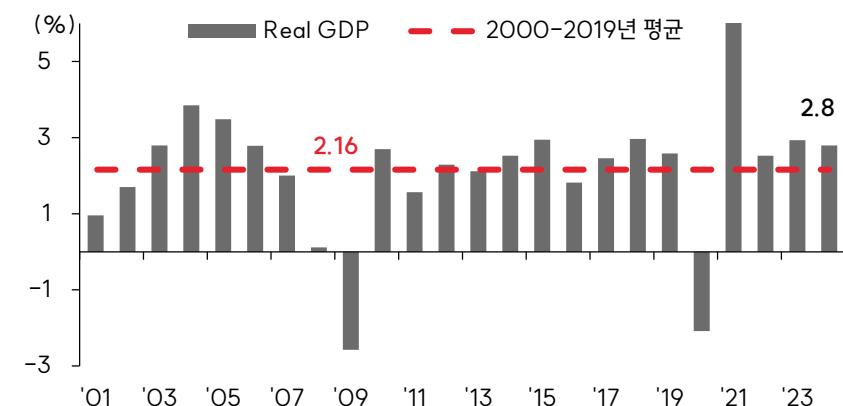


자료: CEIC, SK증권

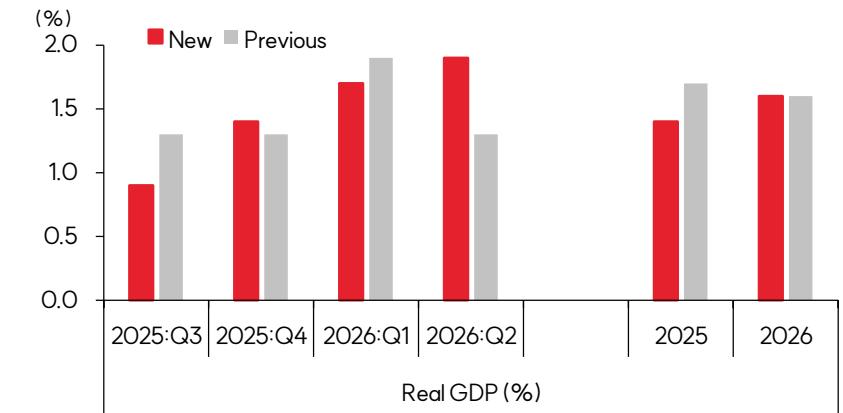


# [미국] 변동성이 높아지고 있는 미국 전망 경로

미국 연간 실질 GDP 추이

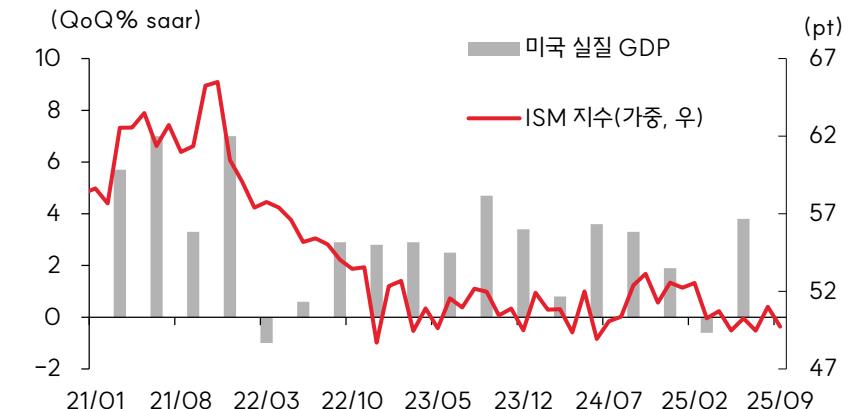


필라델피아 연은 실질 GDP 전망치 추이: 성장률 전망치 하향 조정

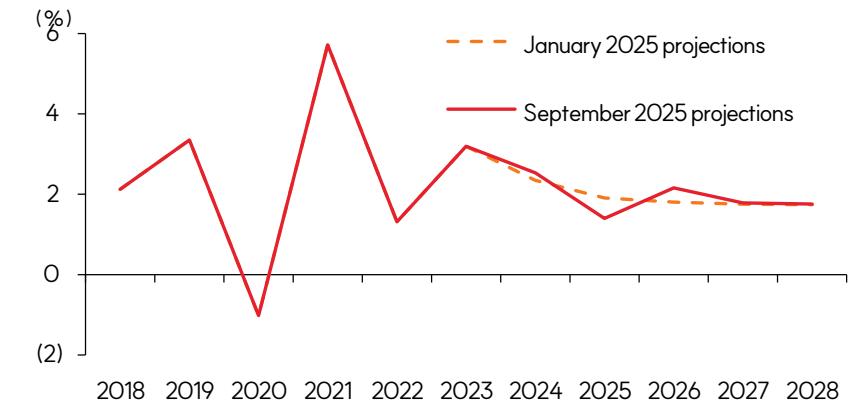


자료: CEIC, SK증권

미국 실질 GDP 추이와 가중 ISM 지수: 경기 둔화 국면 진입



CBO 미국 실질 GDP 전망치 추이: 성장률 전망치 하향 조정



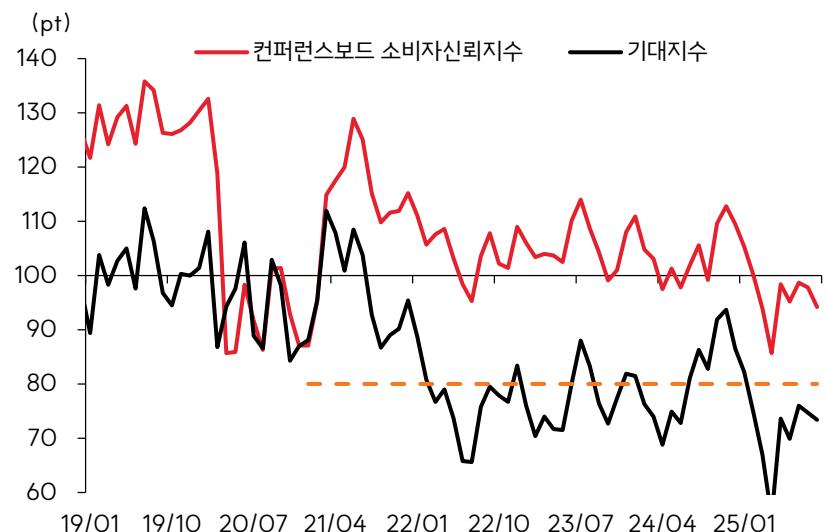
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 좁혀질 가계 소비와 심리와의 괴리

- 현재 미국 가계 소비 지표가 견조한 것과 비교해 소비 심리의 개선은 상대적으로 가시화되고 있지 않은 모습
- 소비 심리의 위축 원인으로는 미래에 대한 불확실성이 가장 주요하게 작용. 관세 불확실성에 따라 기대 인플레이션이 상승한 상황에서 고용 둔화 및 지정학적 리스크 등에 따라 미래 지출 활동에 대한 자신감이 감소하고 있다는 점
- 향후 경기 불확실성 완화에 따라 소비 심리가 소폭 개선되고, 가계 소비는 오히려 반대로 감소하는 국면이 나타나면서 이 괴리가 좁혀질 것으로 예상

미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수와 기대지수 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 미시간대 소비자심리지수와 세부항목



자료: CEIC, SK증권



# [미국] 금리 인하&심리와의 상관성이 높은 가계 소비

미국 가계 소매판매 증가율과 기준금리 추이



미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수와 기대지수 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 미시간대 소비자심리지수와 세부항목



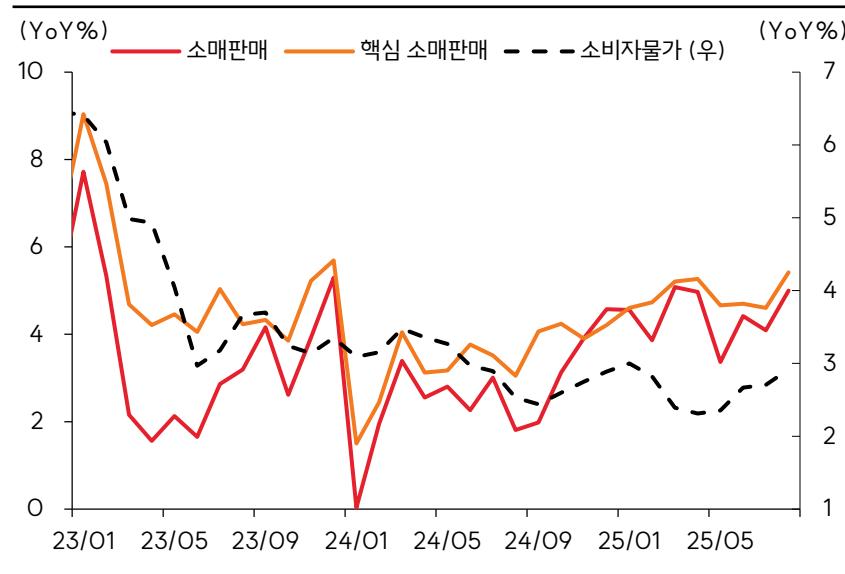
자료: CEIC, SK증권

# [미국] 정체된 가계 소비 그리고 시작될 둔화



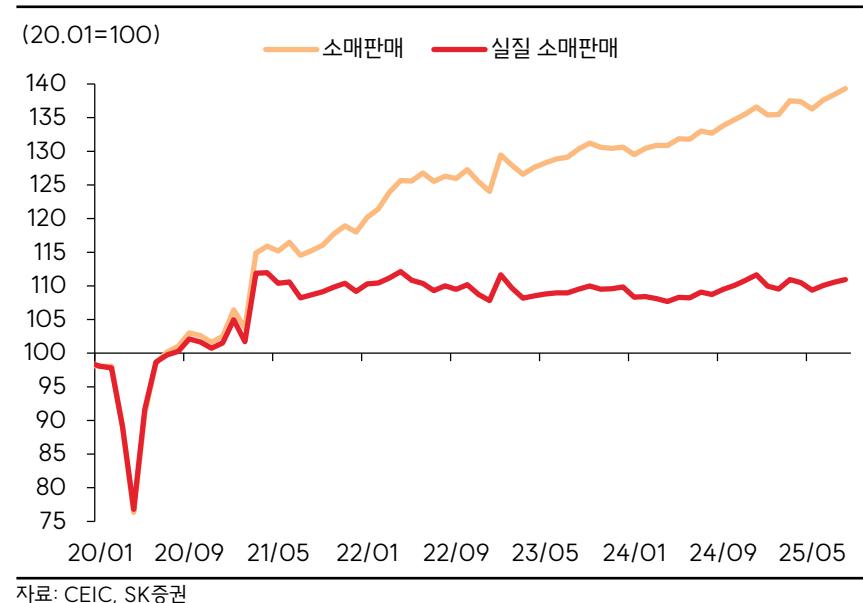
- 미국 소매판매는 우려 대비 견조한 상승세를 보여주고 있으며 자동차, 주유소 항목을 제외한 핵심 소매판매까지 전년동기대비 약 6%의 성장을 보여주면서 내부 성장에 대한 기대감을 보여주는 모습
- 다만, 소매판매 자체가 상품 가격의 상승을 반영한다는 점을 인지해 볼 필요성 존재. 관세의 가격 반영이 점차 진행되고 서비스 가격 상승률의 하락이 제한적으로 나타남에 따라 디스플레이션 속도가 지연, 이에 따라 물가를 고정해 놓고 생각해 본다면 실질적인 소매판매는 정체
- 향후 고용, 신용 부담, 물가 부담 등에 따라 소매판매 둔화될 것으로 예상

미국 소매판매 증가율과 소비자물가 상승률 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 소매판매와 실질 소매판매 추정 추이



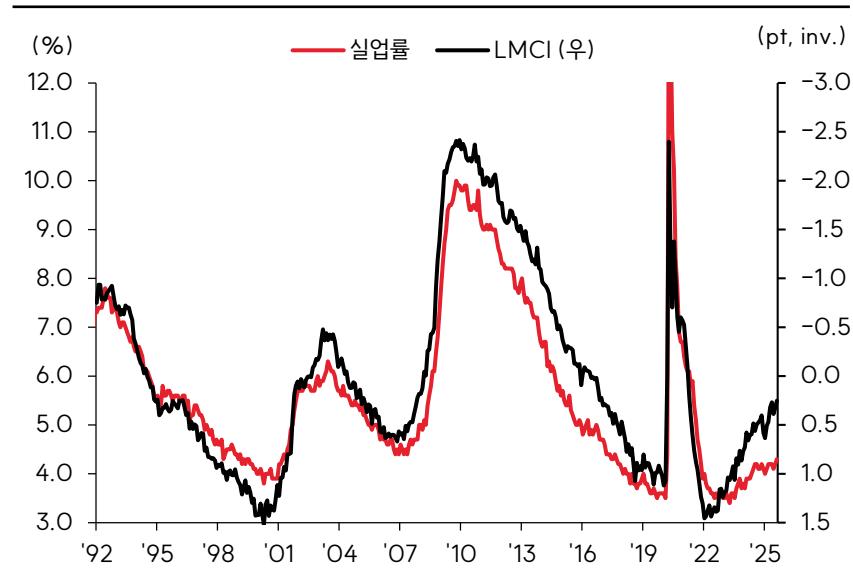
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 고용 둔화와 함께 낮아지는 지출 자신감

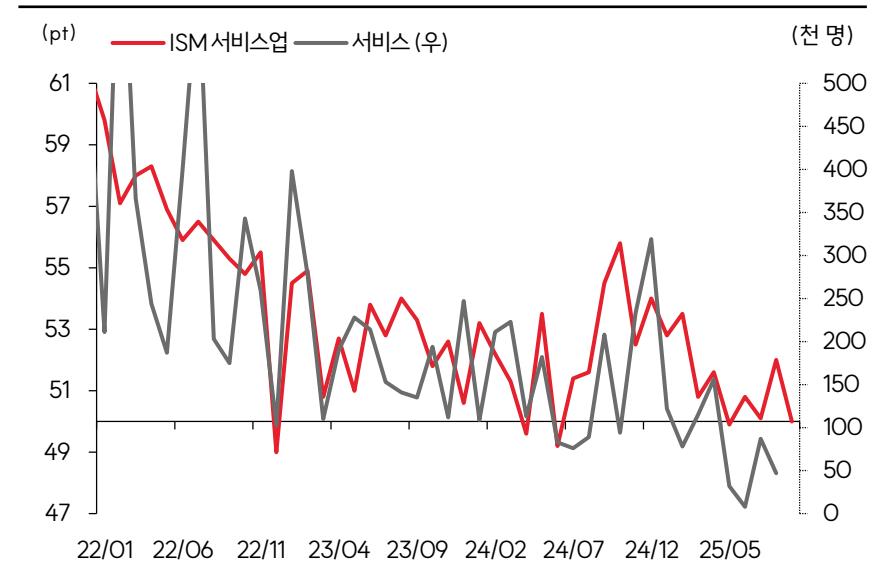
- 미국 소비 둔화의 가장 핵심적인 이유는 고용 시장에 있다는 판단
- 현재 미국 노동시장 여건은 정상화를 넘어 점진적으로 둔화 국면에 진입하는 모습. 팬데믹 이후부터 지금까지 미국 고용을 견인해 왔던 서비스업 업황이 점진적으로 둔화하는 가운데 트럼프 행정부 이후 정부 고용에 대한 적극적인 스탠스를 완화했다는 점이 주요하게 작용
- 민간에서 고용에 대한 자신감이 하락하고 있다는 점과 미국 내 고용 창출 동력이 감소하고 있다는 점을 복합적으로 고려할 때 이제 고용 시장 둔화가 보다 가시화 될 것으로 예상

미국 실업률과 고용시장여건지수 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 ISM 서비스업 지수와 서비스 항목 고용 추이



자료: CEIC, SK증권

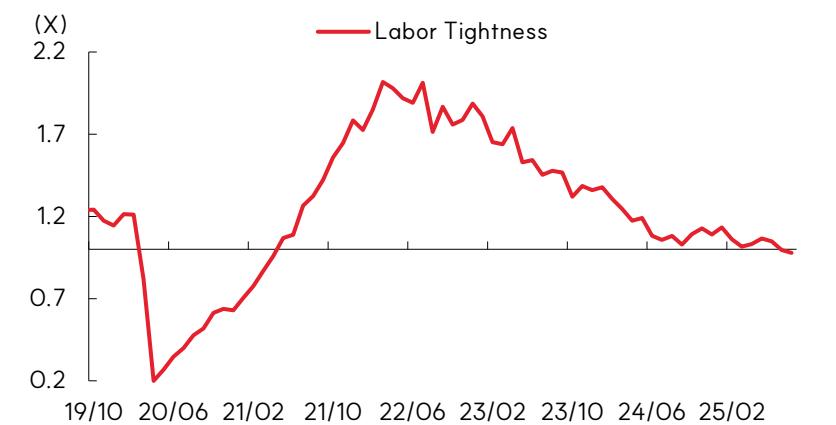


# [미국] 가계에서부터 감소하는 고용 시장에 대한 자신감

미국 구인건수 스프레드와 자발적 퇴사율 추이

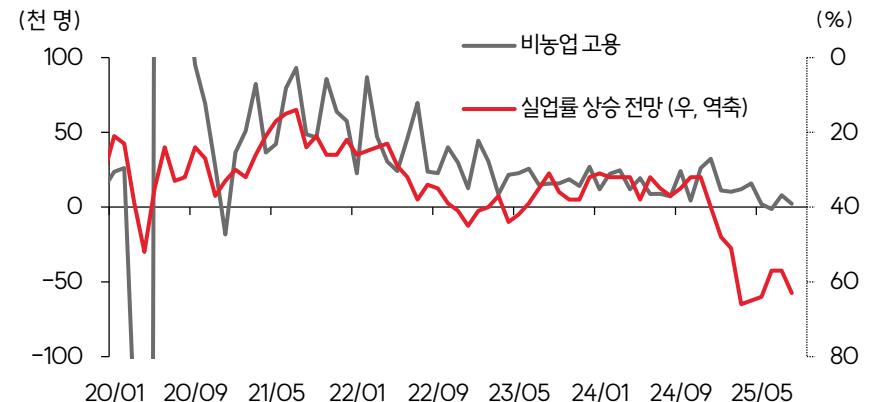


미국 고용시장 타이트함 정도

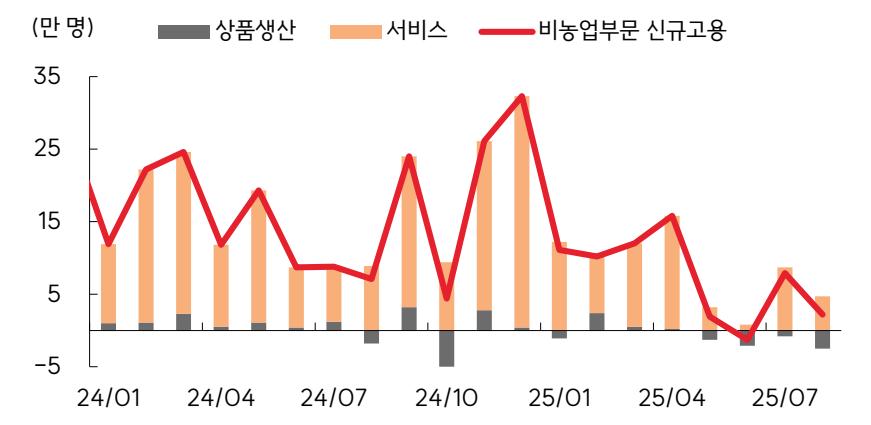


자료: CEIC, SK증권

미국 비농업 고용과 실업률 전망 추이



미국 비농업 부문 신규 고용 추이와 세부항목



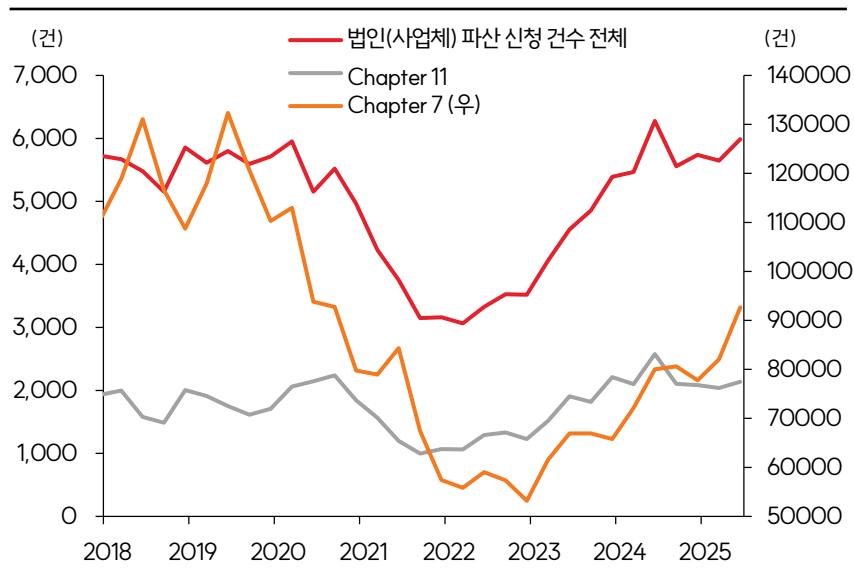
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 일자리 창출 여력 감소: 기업 수요 둔화

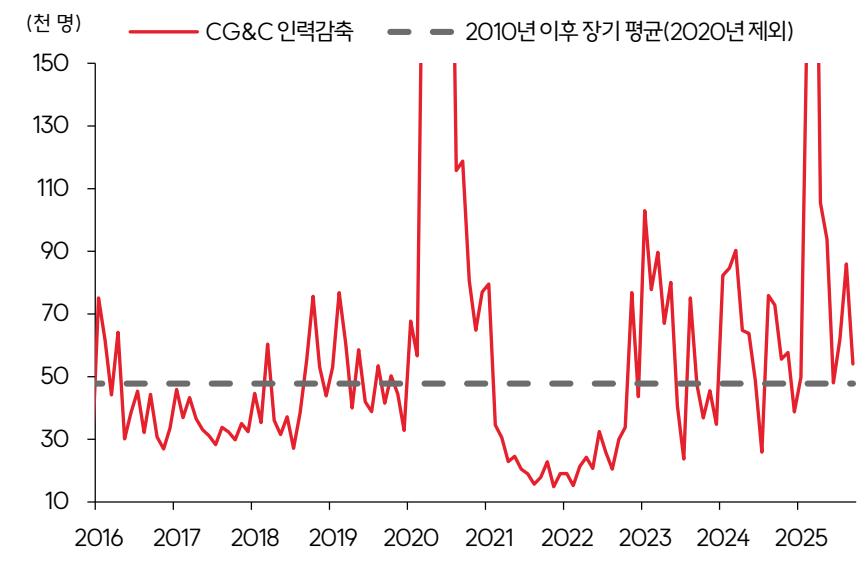
- 최근 미국 내에서 기업들의 파산 움직임이 많이 나타나고 있다는 점에 주목해 볼 필요
- 시스템 리스크로의 확산 가능성은 제한적이지만 고금리 장기화 및 연체율 상승 등에 따라 중소기업들을 중심으로 신용 경색이 나타나기 시작하면서 자금력이 취약한 기업들을 중심으로 부담이 나타나고 있는 상황
- 결과적으로 노동 시장에서의 수요가 둔화하고 있다는 점은 고용 시장에 부정적인 영향

미국 기업 파산 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 챌린저 감원 보고서 인력 감축 추이



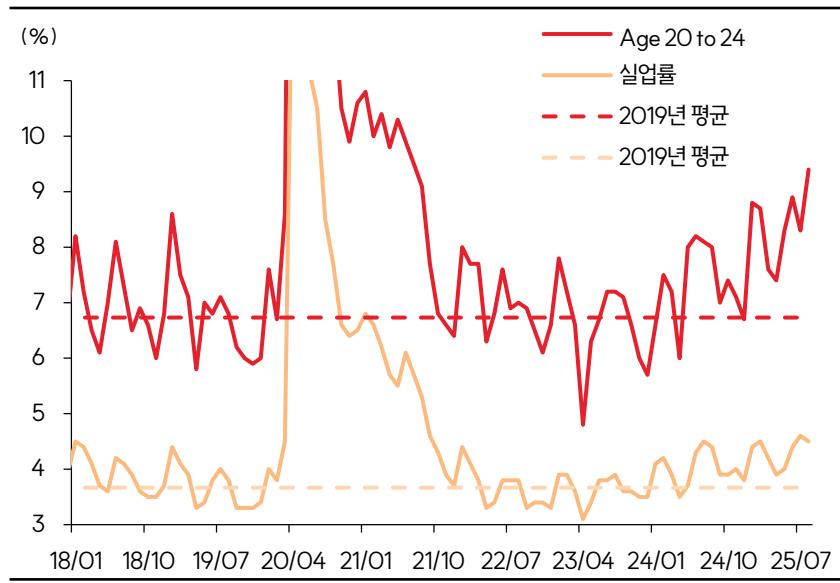
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 일자리 창출 여력 감소: AI

- AI의 그림자도 고용 시장에 영향을 미치고 있는 모습. 가장 핵심적으로는 AI가 사회초년생(Entry-level workers)의 일자리를 대체하고 있다는 점을 들 수 있을 것. 생성형 AI의 경우 단순/반복적 업무 수행 능력이 높고 자료 기반의 업무에 대한 이해도가 높은 상황이기 때문에 흔히 사회초년생이 첫 직장에서 배우고 숙련를 쌓던 일자리를 대신할 역량이 높음
- 앞서 언급한 미국 기업들의 노동 수요 둔화와 중첩되면서 대학생의 취업 환경이 악화하고 있는 상황. 과거에 비해서 학력이 고용의 안정성을 보장해 주지 못함을 의미

미국 청년 실업률과 실업률 장기 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 대학생 중심의 실업률 변동 추이

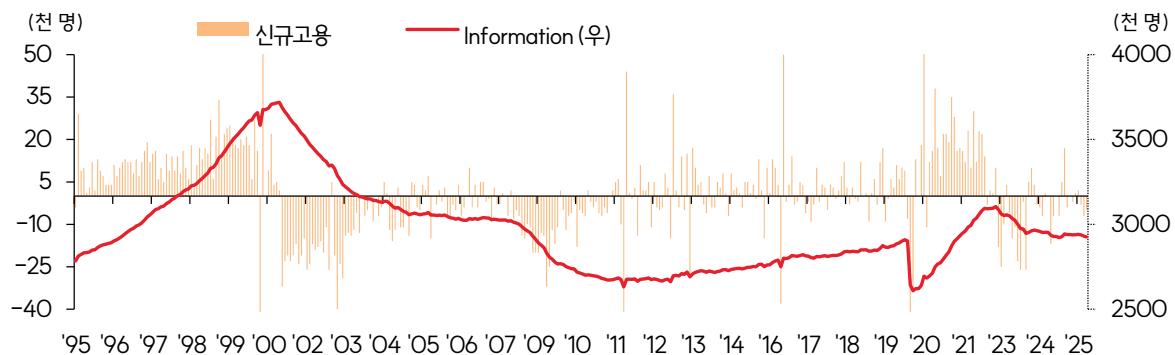
미국 실업률	2019년 평균 (1월~12월)	2025년 평균 (1월~7월)	백분율 포인트 변화
Overall	3.67%	4.18%	0.51
Recent college Graduates	3.25%	4.59%	1.34
Older college Graduates	2.04%	2.42%	0.38
Young noncollege educated workers	5.91%	6.38%	0.47

자료: St. Louis fed, SK증권

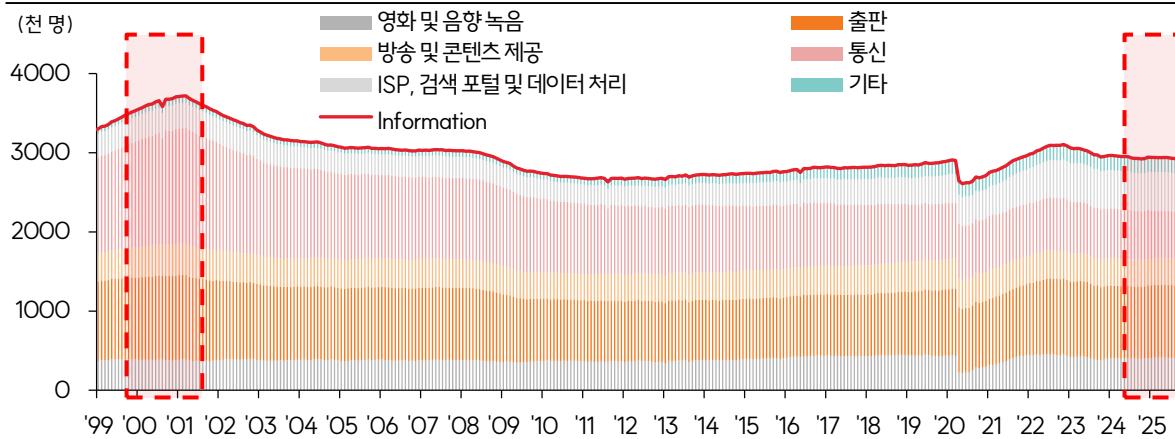


# [미국] 예상보다 AI 기반 고용 창출은 제한적

미국 정보 항목 고용 증감 추이

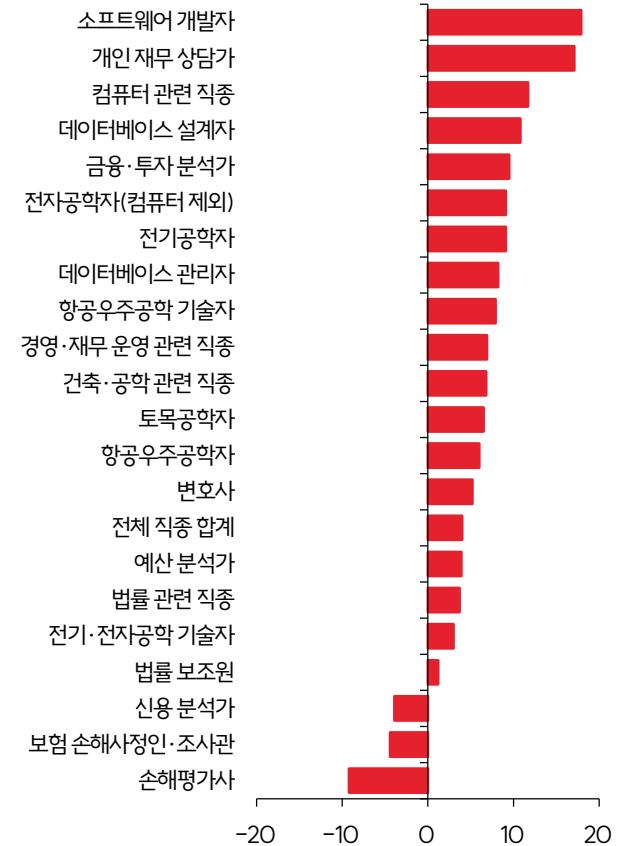


미국 정보 부문 고용 추이와 세부항목



자료: CEIC, SK증권

AI의 잠재적 영향에 노출된 직종의 고용 전망 (2023-2033)



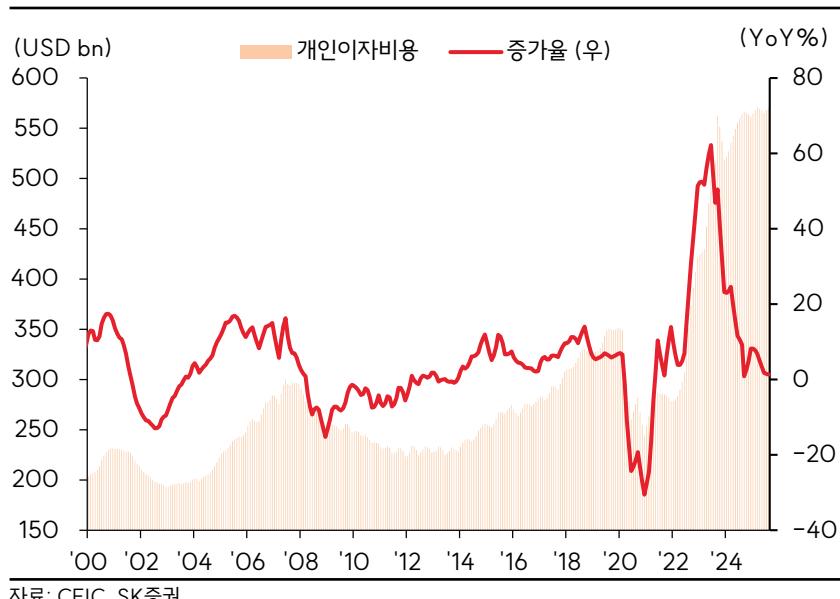
자료: BIS, SK증권



# [미국] 미국 가계의 지갑은 화수분이 아니다

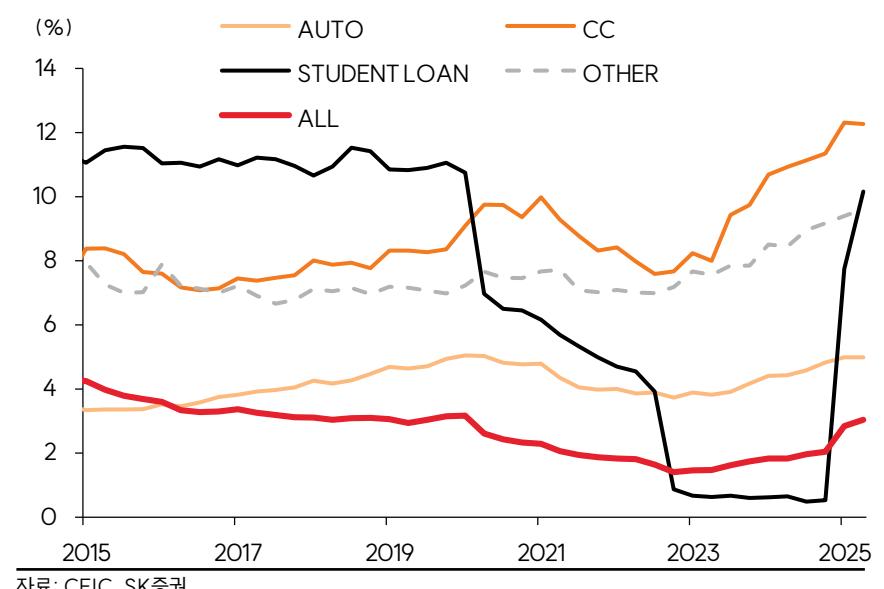
- 미국 가계에 부채의 그림자가 점점 커지고 있다는 점도 소비 확대를 제한하는 요인으로 작용. 이자비용 증가율이 둔화되고 있다는 점은 긍정적이나 미국 가계 개인이 지급해야 하는 금액 자체는 이례적인 수준까지 확대된 상황
- 모기지가 장기 고정금리대출 시스템을 가지는 덕분에 전체 연체율의 증가 폭은 제한적인 것은 분명. 다만, 중요한 건 현재 소비 기조와 직결되는 나머지 항목들의 연체율이 빠르게 올라오고 있고 신용 신청 거절 비율 역시 점차 올라오고 있다는 점이며 이를 종합적으로 고려한다면 가계 소비가 다시 한번 크게 확대되면서 경제 성장을 견인하기는 어려울 것으로 판단

미국 개인 이자비용 금액과 증가율 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 90일 이상 항목별 연체율

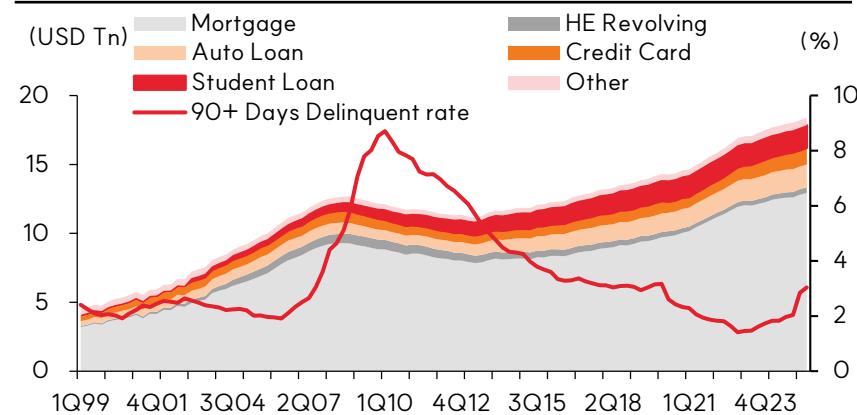


자료: CEIC, SK증권

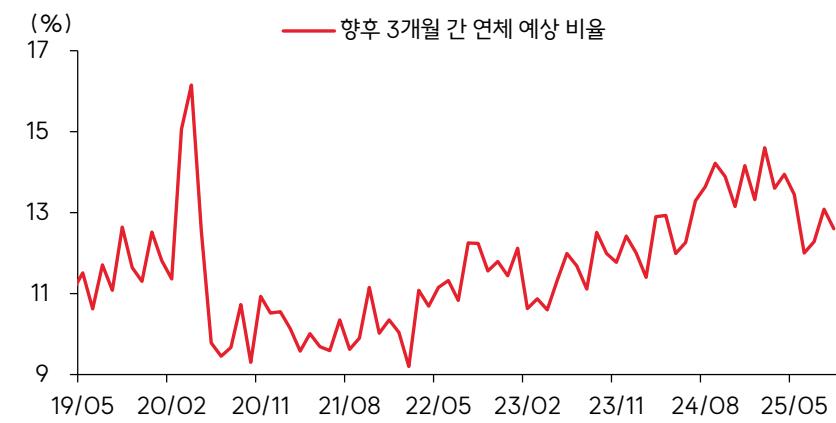


# [미국] 신용에 대한 부담이 조금씩 가시화되는 가계

미국 항목별 부채 규모와 연체율 추이

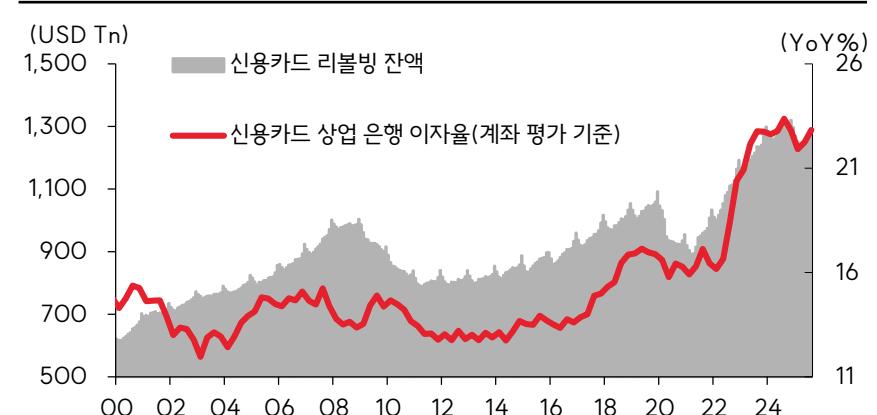


미국 3개월 간 최소 상환 금액 상환 불가능 예상 비율

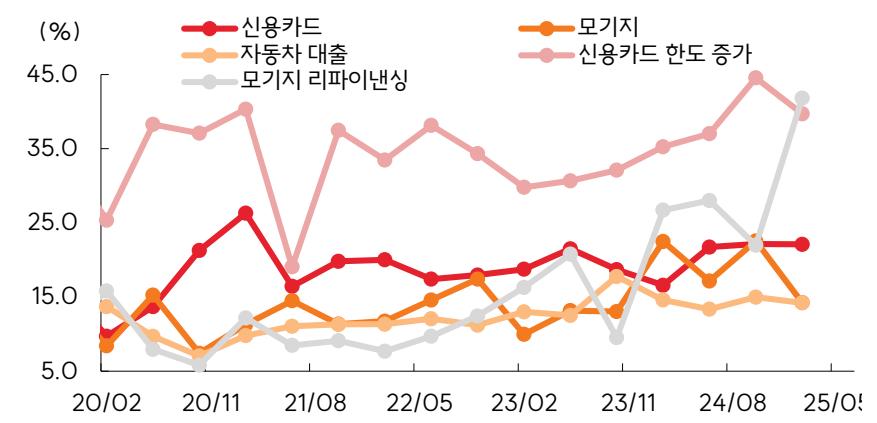


자료: NTFED, CEIC, SK증권

미국 신용 카드 이자율과 리볼빙 잔액 규모



미국 신용 신청 거절 비율

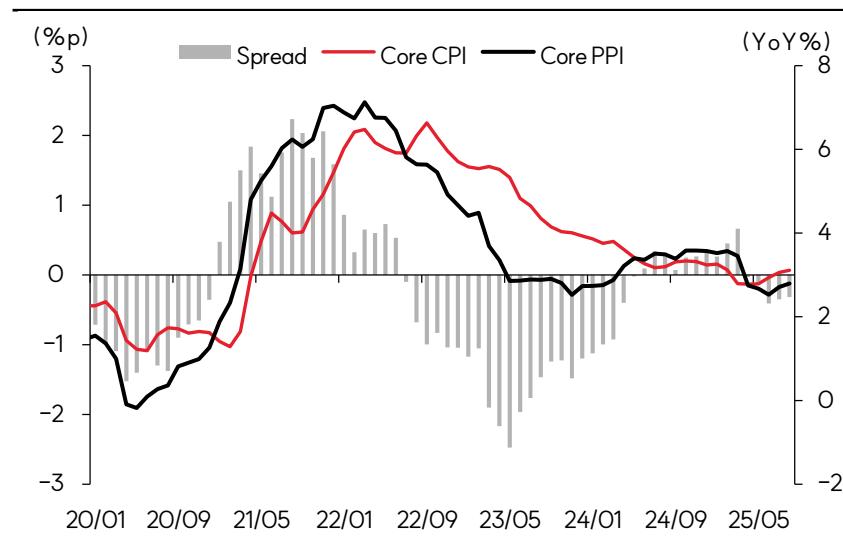


자료: NYFED, CEIC, SK증권

# [미국] 상품 가격으로의 관세 반영 본격화

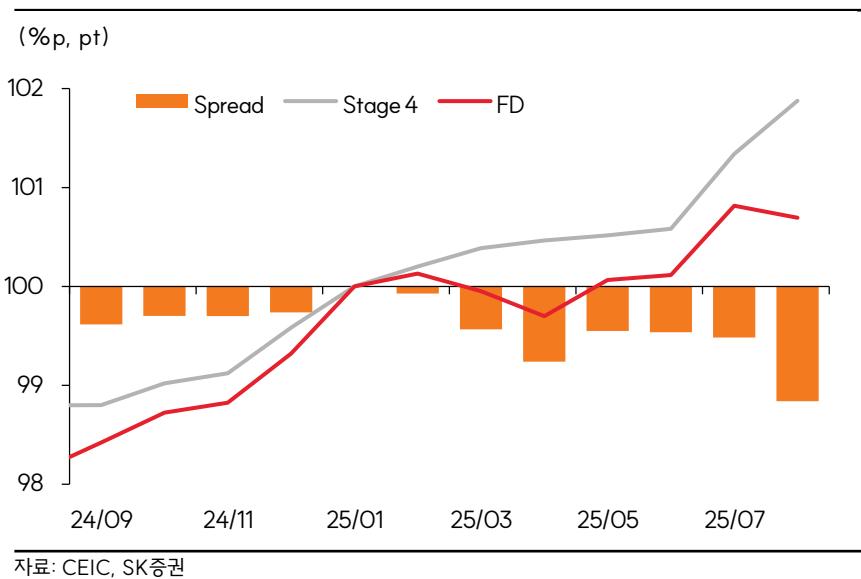
- 물가에 대한 부담이 이어진다는 점 역시 소비 확대에 부정적인 요인으로 작용
- 관세 상승에도 불구하고 미국의 물가는 우려 대비 상승 폭이 제한적. 원자재와 주택 가격 하락이 인플레이션 압력 둔화에 기여하는 가운데 기업들이 우려 대비 가격 전가 움직임을 활발하게 진행하지 못했다는 점이 가장 주요하게 작용
- 물가를 결정하는 핵심 요인 중 하나는 공급에서 수요로 넘어갈 때 전달되는 압력, 즉 전가 효과(pass-through). 기업들은 관세 부담이 체감되기 시작함에도 소비 둔화에 대한 우려를 반영해 가격 전가를 하지 못하고 있는 모습. 다만, 이제부터는 기업들도 마진 회복을 위해 점진적은 가격 인상 의지가 있음을 전달하고 있다는 점과 미국 가계 소비의 큰 폭의 위축 가능성은 제한되었다는 점에서 전가 움직임이 시작될 것으로 예상

미국 근원 소비자물가상승률과 생산자물가상승률과 스프레드



자료: CEIC, SK증권

미국 생산자물가지수와 단계별 스프레드 차이



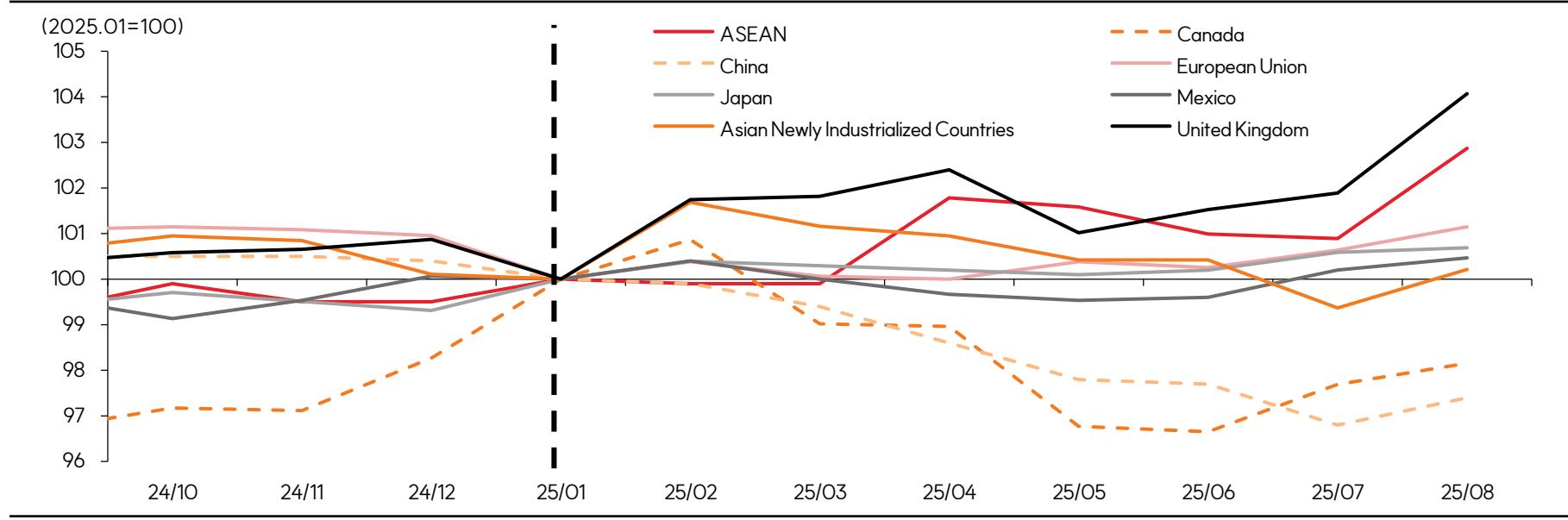
자료: CEIC, SK증권

# [미국] 더 이상 참지 않는 미국向 해외 수출 기업들



- 관세 영향에도 물가 상승폭이 제한적이었던 이유 중 하나는 미국으로 수출하는 해외기업들의 관세 흡수 움직임. 관세에도 미국 시장에 대한 익스포저를 지키기 위해 관세를 일부분 감내하는 역할을 담당했기 때문
- 다만, 최근에는 그 기조가 달라지는 모습. 7월 이후 미국에 수출을 담당하는 주요 국가들의 수입 물가가 점진적으로 상승하는 모습을 보이면서 해외 수출 기업으로부터의 가격 전가는 이미 시작

미국 주요 수출 국가들로부터의 수입 물가 지수 추이



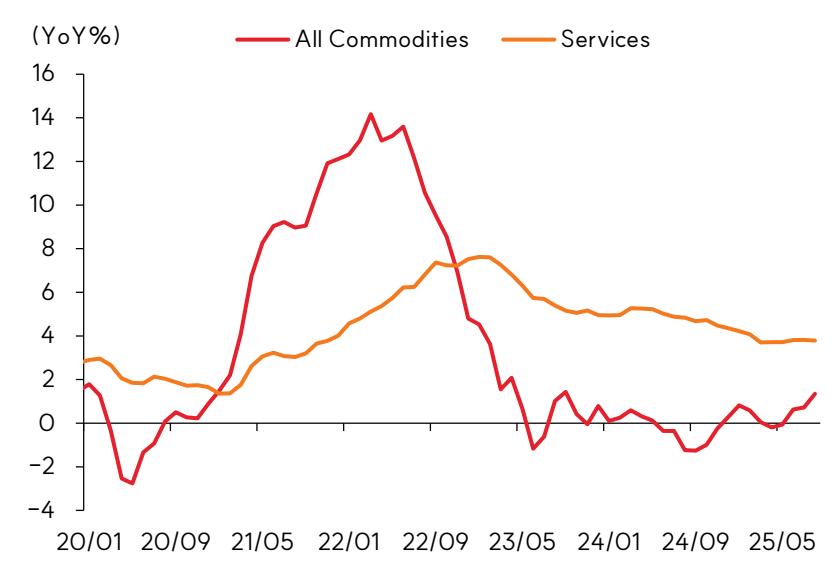
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 서비스 가격 상승률에 대한 부담은 지속

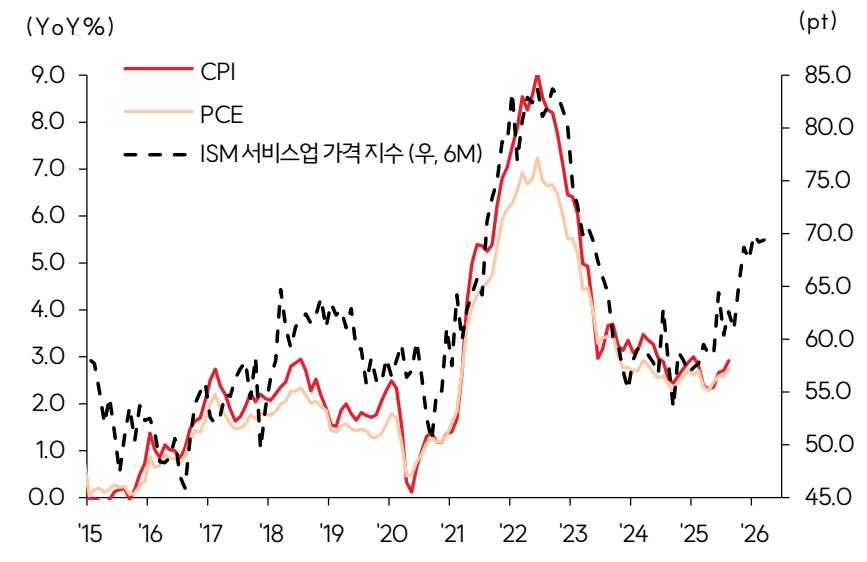
- 서비스 가격은 결정되는 구조 자체가 경직적이기 때문에 하락에는 상품 가격 대비 많은 시간 필요
- 특히, 노동 비용이 큰 폭으로 상승했고 현재까지도 상승세를 이어가고 있다는 점, 보험 및 임대료와 같은 계약형 거래 비용도 증가했다는 점을 고려한다면 서비스 가격 상승률의 가시적인 하락 기대감은 낮을 것

미국 상품 및 서비스 가격 상승률 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 인플레이션 압력과 ISM 서비스업 가격 지수 추이



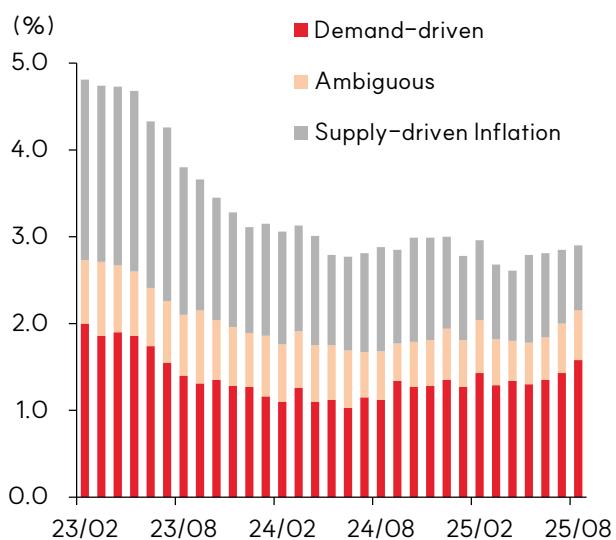
자료: CEIC, SK증권

# [미국] 구조적인 요인에 따른 상방 압력 역시 고민

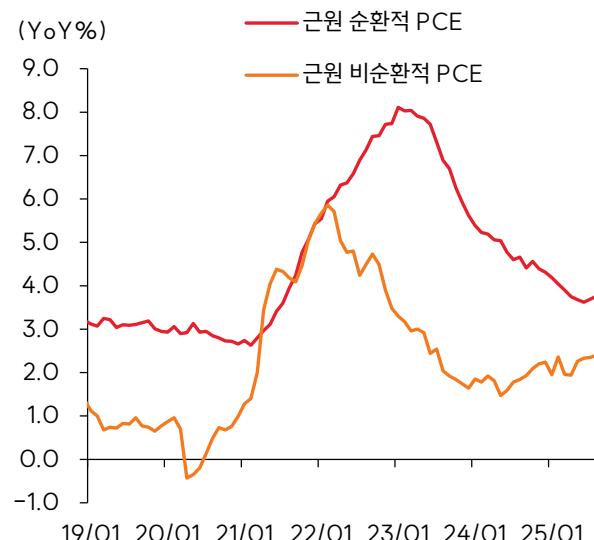


- 최근 미국 물가 상승률이 구조적인 요인에 따른 상승을 받고 있다는 점 역시 디스인플레이션을 제한하는 요인으로 작용
- 미국 인플레이션은 원자재, 공급망 이슈 등 보다는 임금, 소비 등의 구조적인 요인에 영향 받는 모습을 보여주며 경기와는 무관한 의료, 통신, 공공서비스 등 비순환적 요인에 상승 압력을 받는 상황

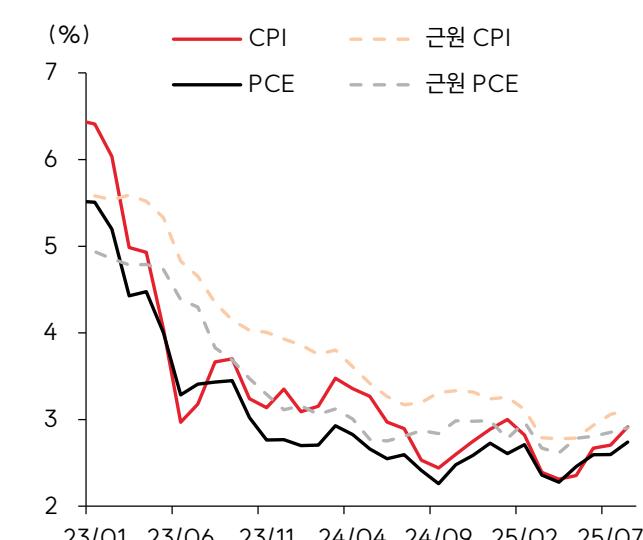
Supply- and Demand-Driven PCE Inflation



미국 순환 및 비순환적 PCE 물가 상승률



미국 CPI와 PCE 상승률 추이



자료: CEIC, SK증권

자료: CEIC, SK증권

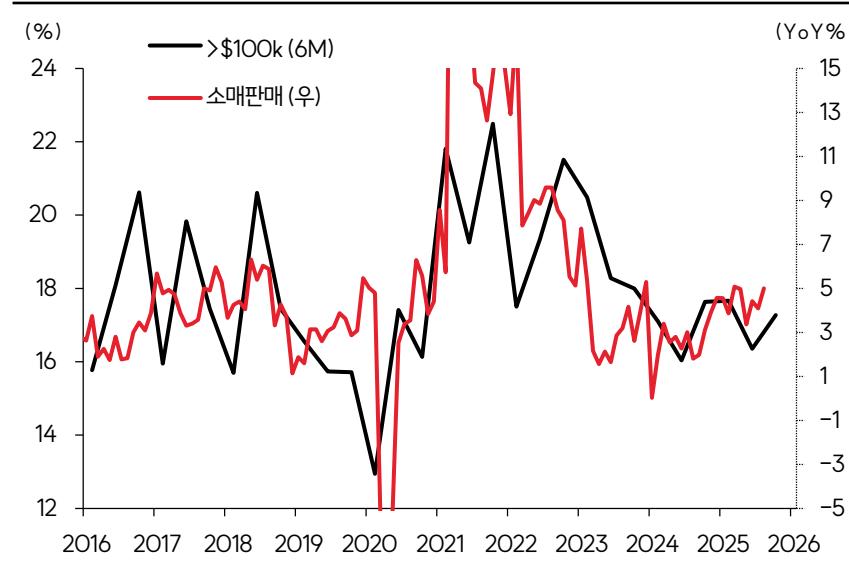
자료: CEIC, SK증권



# [미국] 낮은 급격한 침체 가능성: 고소득자

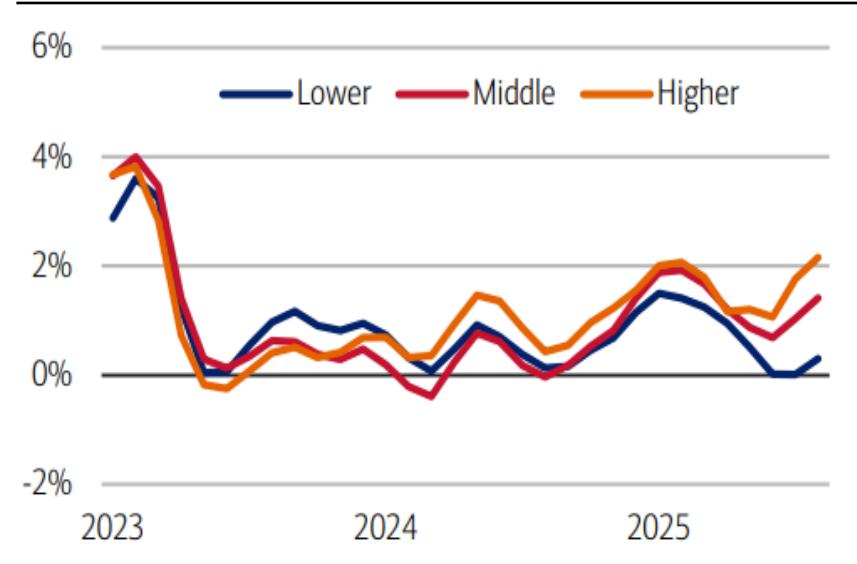
- 현재까지 미국 경기의 급격한 침체 가능성은 제한적
- 고소득층의 소비 기조가 견조하다는 점은 미국 가계 지출 집계에 긍정적으로 작용
- 가계 지출 중 고소득층의 지출은 전체의 약 56%를 차지하며 상대적으로 다른 소득층과 비교해서 등락이 상대적으로 적어 미국 가계 소비에 하방을 지지하는 요인으로 역할. 현재 제한적인 소득 변동성과 높은 임금 상승률, 양호한 신용여건 등에 따라 고소득층의 지출 패턴이 크게 흔들리고 있지 않으며 향후 경제 활동에 대한 우려도 낮아 경제 활동이 지속될 것으로 기대

고소득자의 Spend or Donate Expectation과 소매판매 증가율 추이



자료: NYFed, SK증권

미국 가계 소득 계층별 신용카드 및 직불카드 지출액 증가율



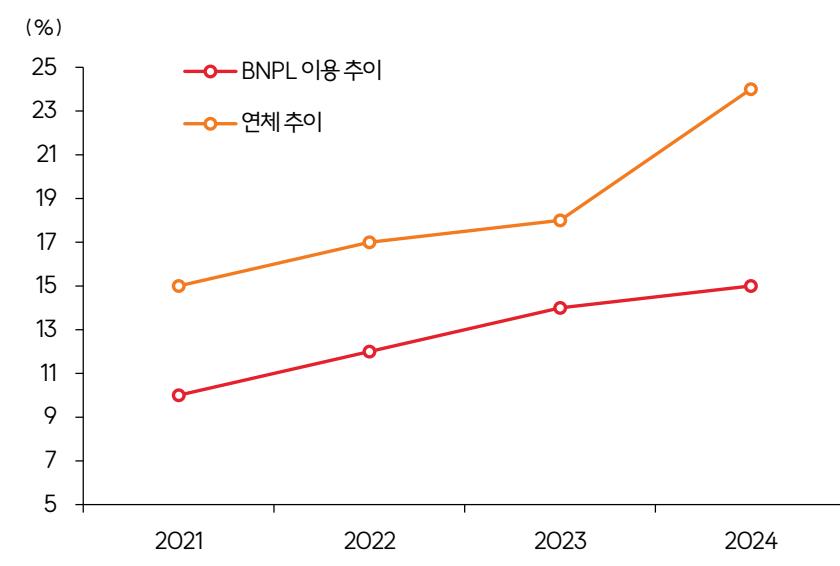
자료: BOA, SK증권



# [미국] 낮은 급격한 침체 가능성: 신용 창출 방안

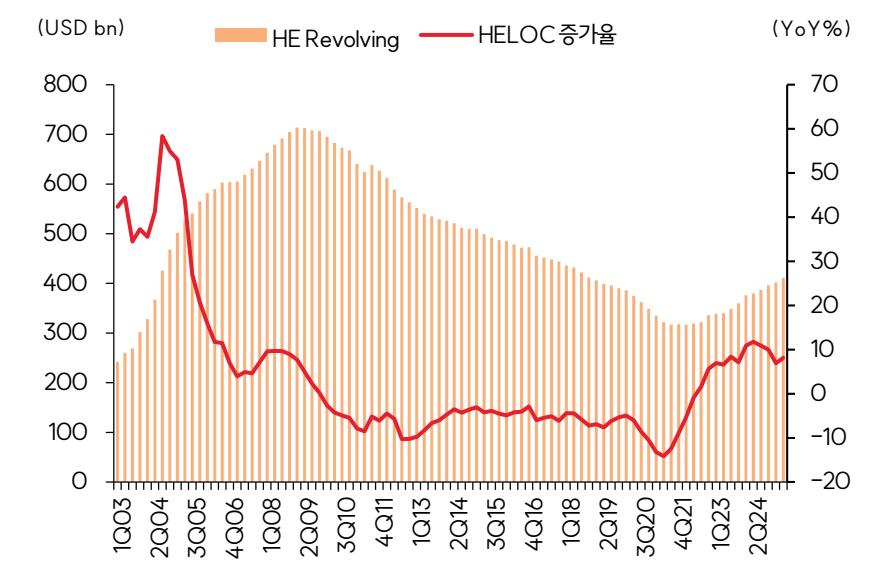
- 미국은 구조적으로 보유한 다양한 소비 창출 수단이 가계 소비의 지속성에 중요한 역할
- BNPL(Buy Now, Pay Later) 서비스는 가계의 소액 지출 활동을 확대하는 데 기여. 거래 및 상환 이력이 신용 점수에 직접적으로 크게 반영되지 않는 경우가 많아, 소비자 입장에서는 부담이 낮고 활용도가 꾸준히 상승하는 추세.
- 401(k)는 미국에서 가장 대중적으로 활용되는 퇴직연금 제도. 최근 유동성 확보 수단으로서 퇴직연금 자금이 활용되면서 인출 움직임이 빠르게 증가하는 모습
- HELOC(주택담보 순환대출) 역시 가계가 보유한 주택자산을 바탕으로 추가적인 소비 여력을 확보할 수 있게 해주는 동인으로 작용

미국 BNPL 사용 및 연체 추이



자료: Federal Reserve, SK증권

미국 HELOC 금액 및 증가율 추이



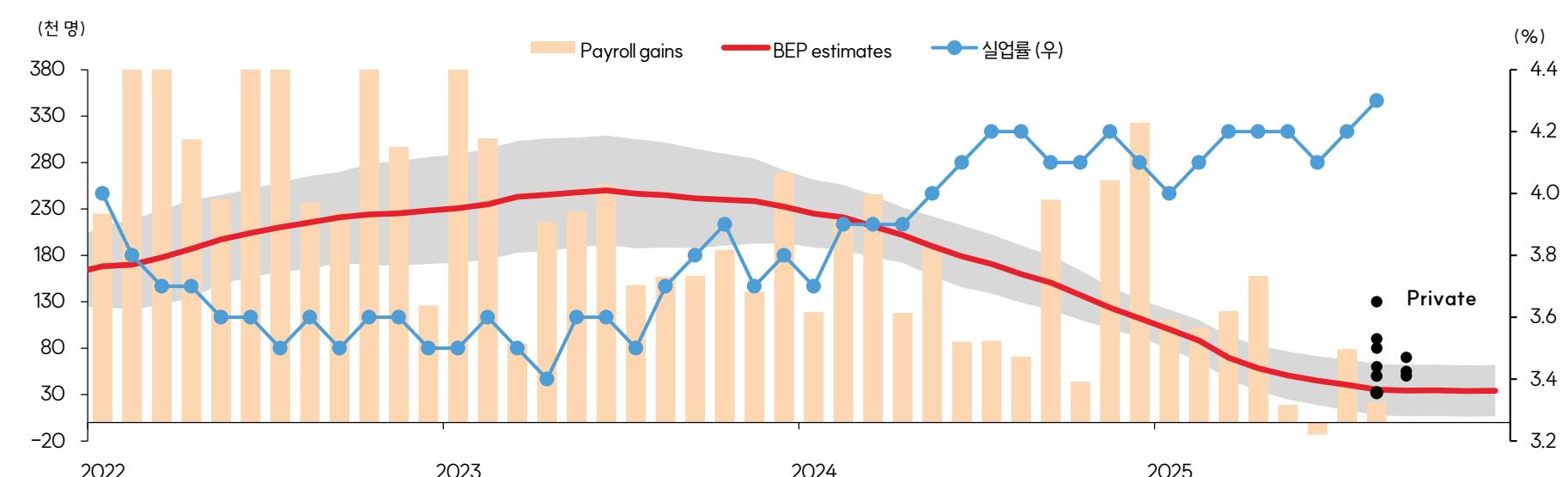
자료: Federal Reserve, SK증권



# [미국] 낮은 급격한 침체 가능성: BEP

- 신규 고용 증가가 둔화하고 있음에도 실업률이 크게 상승하지 않고 있다는 점에서, 신규 고용에 대한 기대치도 재조정될 가능성이 존재. Breakeven Employment Growth는 인구 증가율, 특히 순이민(net immigration) 규모에 민감하게 반응. 트럼프 행정부의 정책에 따라 순 이민 규모가 급격한 변동을 보이면서 브레이크이븐 고용 증가치가 과거보다 크게 낮아졌을 것으로 추정  
 브레이크이븐 고용 증가(breakeven employment growth): 실업률을 일정하게 유지하는 데 필요한 일자리 성장 속도

미국 BEP 추정과 실업률 상승분



자료: Dallas Fed, SK증권



# [미국] 하방 경직성을 형성할 AI 투자

미국 주요 항목 별 실질 GDP 변화 규모

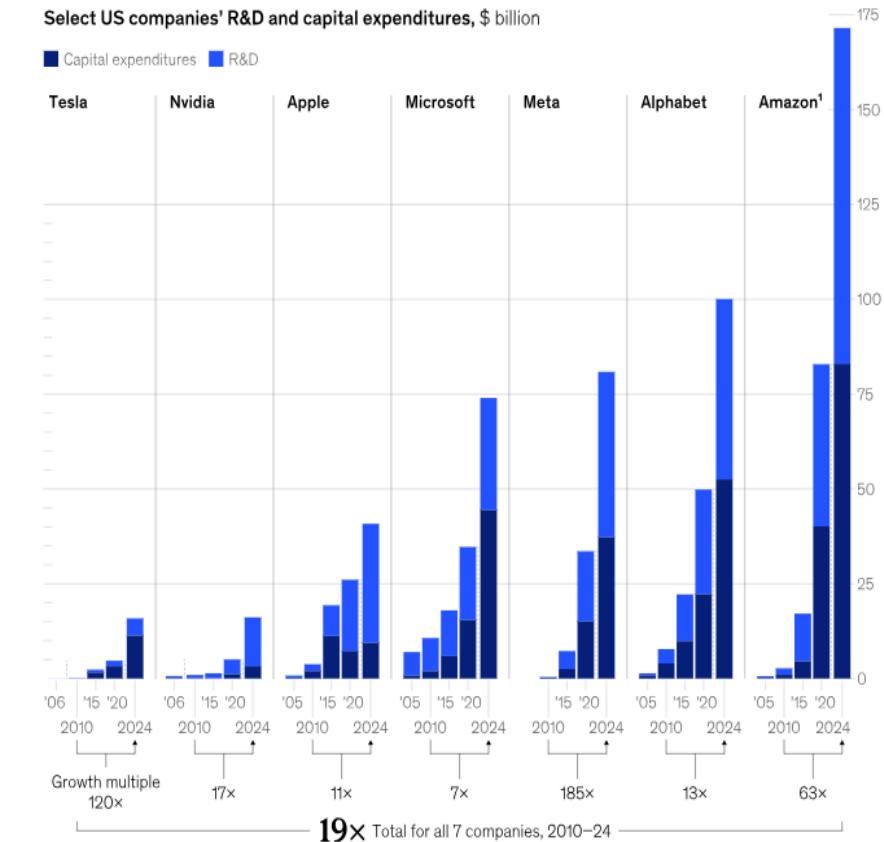


주요 국가별 민간 AI 투자 규모 추이



자료: CFR, Census Bureau, HAI, SK증권

미국 주요 기술기업들이 거시경제적으로 의미 있는 규모로 투자 진행



자료: McKinsey, SK증권



## Ch.3 한국: 쓸림 속 회복 국면 체감

FRAGILE

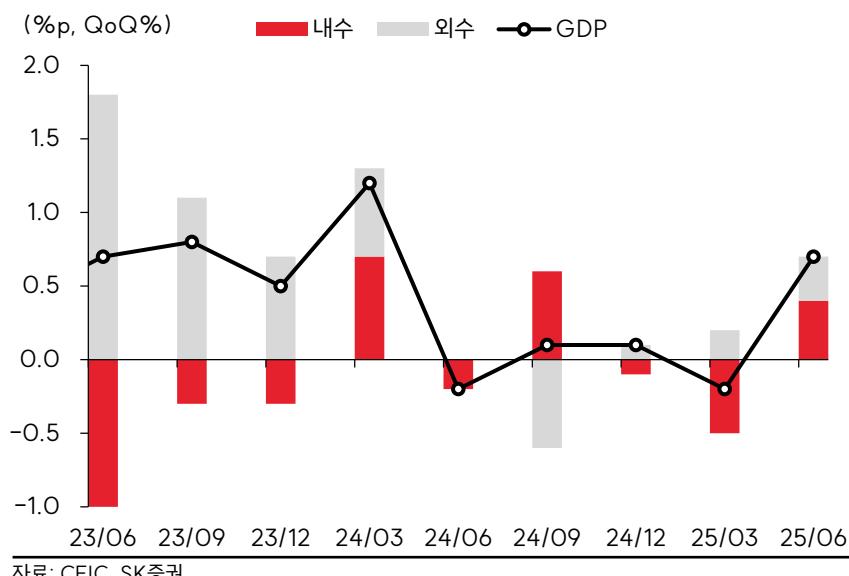




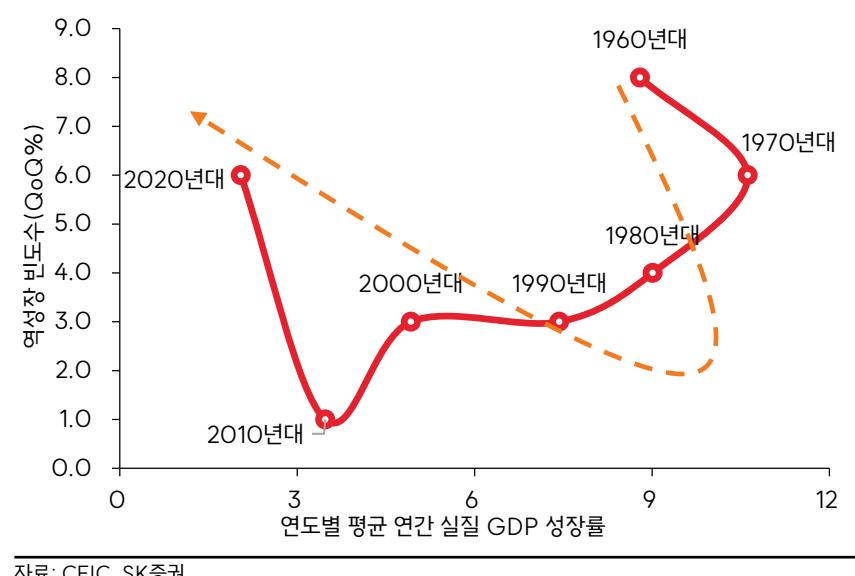
# [한국] 아주 점진적인 회복을 향한 출발

- 한국 경제는 점진적인 회복 국면에 진입할 것으로 예상되지만 이전과 같은 성장력과 회복 속도를 기대하기는 어렵다는 판단
- 한국 역시 경제 규모 확장에서 따라 역성장 빈도는 높아지고 성장률은 낮아지는 국가 발전 수순에 진입하고 있는 모습. 이에 따라 경제 회복 국면에도 성장 속도가 팬데믹 이전 대비 낮아질 것으로 예상
- 긍정적인 점은 경제가 저점을 기록하고 회복국면에 진입했다는 점인데, 현재 경제 주체들의 지출 여력이 빠르게 올라오지 못하고 있다는 점을 고려하면 속도는 제한적일 것

한국 실질 GDP와 내외수 기여도



한국 실질 GDP와 역성장 빈도수

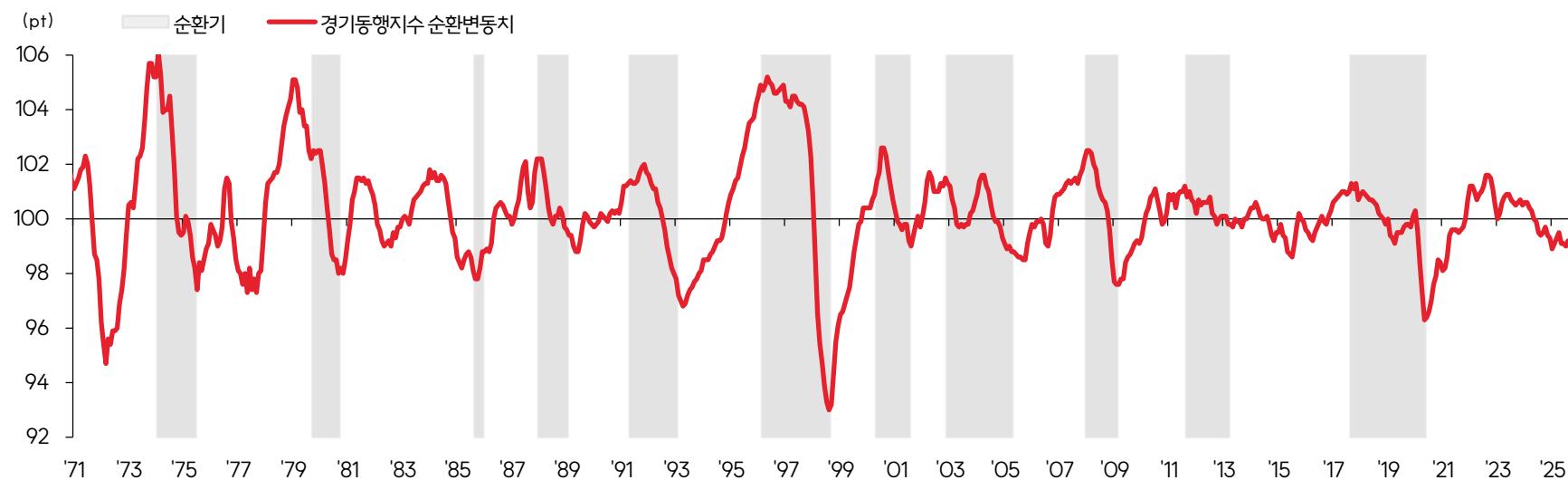




# [한국] 저점을 통과한 한국 경제, 회복기 진입

- 통계청이 발표한 경기 순환에 따르면 2020년 5월 팬데믹 기간 중 경기 저점을 통과하고 현재는 회복기에 진입한 것으로 평가. 이후 회복에 대한 기대감은 유효 하지만 아직까지 경기 모멘텀의 가시적인 회복은 나타나지 않고 있는 모습
- 2024년 8월 기준 동행종합지수 순환변동치는 99.2pt로, 2024년 6월 이후 100을 하회하는 흐름이 지속되면서 장기 추세를 하회. 반면 선행종합지수 순환 변동치는 102.0pt로 상승하며, 2021년 9월 이후 가장 높은 수준을 기록하면서 향후 경기 회복에 대한 선행적 신호는 점진적으로 강화
- 다만, 경기를 본격적인 확장세로 보기보다는 저점에 근접한 회복국면으로 평가되며, 호황국면에 진입하기까지는 다소 시간이 필요할 것

한국 경기동행지수 순환변동치와 순환기 시점



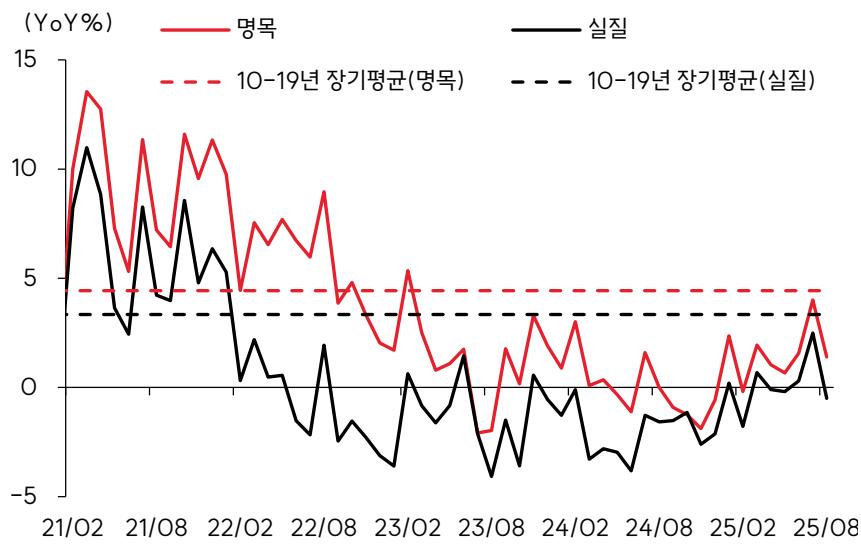
자료: 통계청, CEIC, SK증권



# [한국] 제한적인 회복을 보여줄 한국 가계

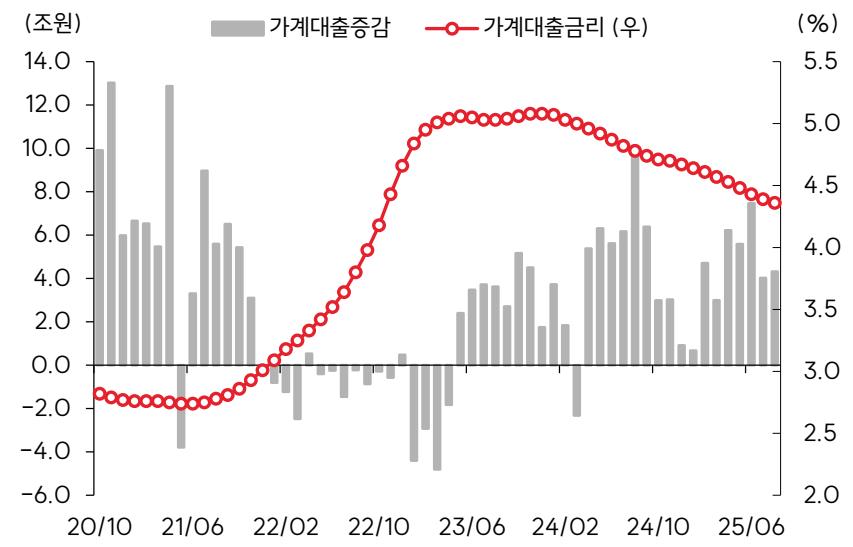
- 8월 실질 소매판매 상승률이 4개월 만에 전년 동월 대비로マイ너스 전환되는 등 최근 8월까지의 소매판매는 2010년과 2019년의 장기 평균 수준을 하회한 채 등락을 반복하는 흐름
- 대출 금리 감소에 따라 신용 창출에 대한 기대감 및 이자부담 완화가 긍정적인 유인으로 작용할 것으로 기대
- 다만, 높은 체감 물가와 부채 부담, 제한적인 임금 상승률로 구매력 둔화가 이어지고 대외 리스크 및 부동산 규제 정책들이 복합적인 심리 요인으로 작용하면서 소비 여건의 회복이 제한될 것으로 예상

한국 명목 및 실질 소매판매 증가율과 장기평균 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 가계 대출 금리와 대출 규모 증감



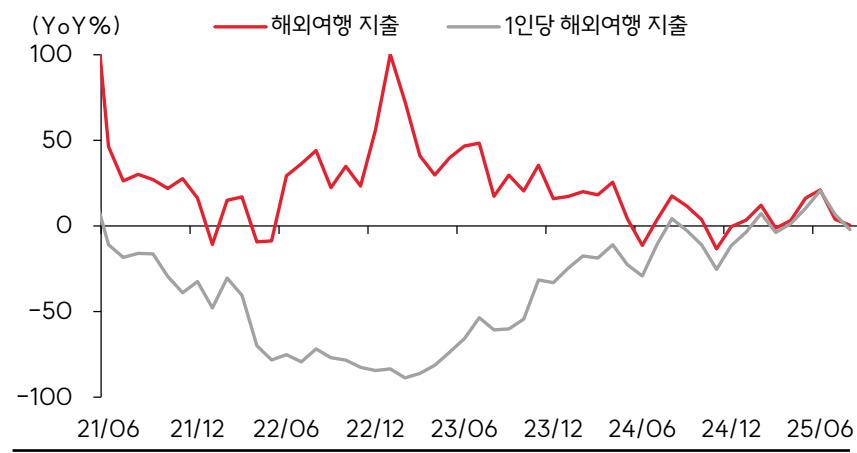
자료: CEIC, SK증권



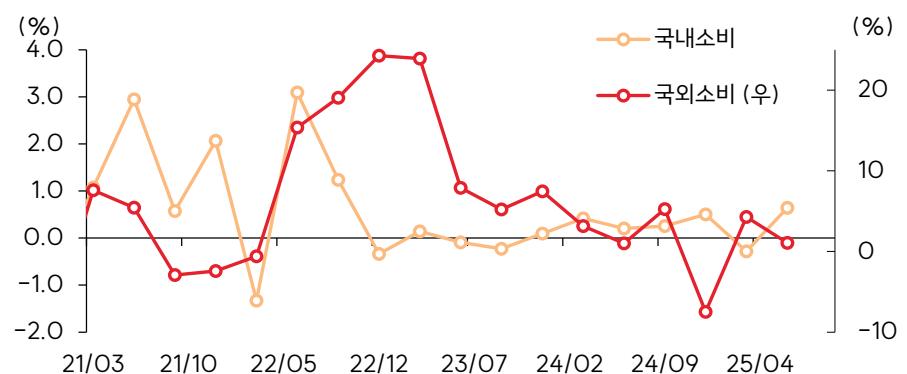
# [한국] 점진적인 회복에 대한 기대감은 유효

- 한동안 한국 가계의 해외여행 소비 증가에 따라 내수 모멘텀이 제한이 받고 있었던 상황. 최근 해외 관광 지출이 완만하게 하락하면서 지출 금액 및 관광객이 감소하는 모습이 가시화
- 상대적으로 내수 소비에 대한 여력이 확대되고 있다는 점 및 국내 관광 소비 확대 움직임이 나타나고 있다는 점은 긍정적

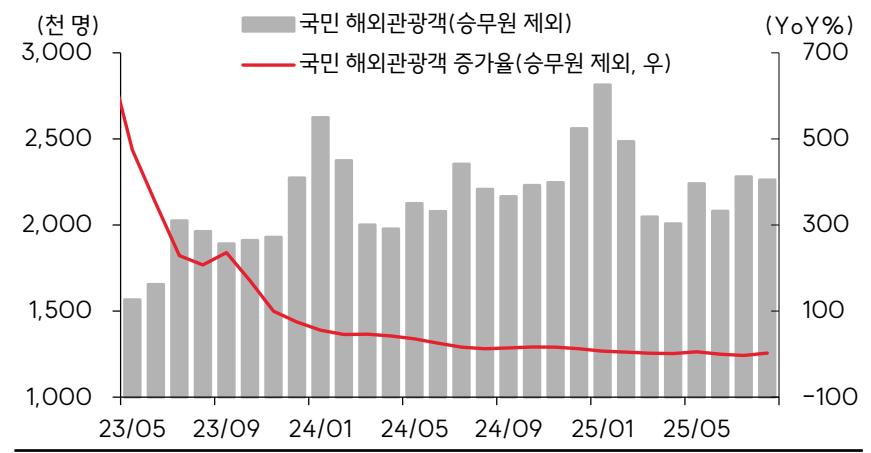
한국 가계 해외여행 지출 증가율



한국 국내외 소비 증가율 추이



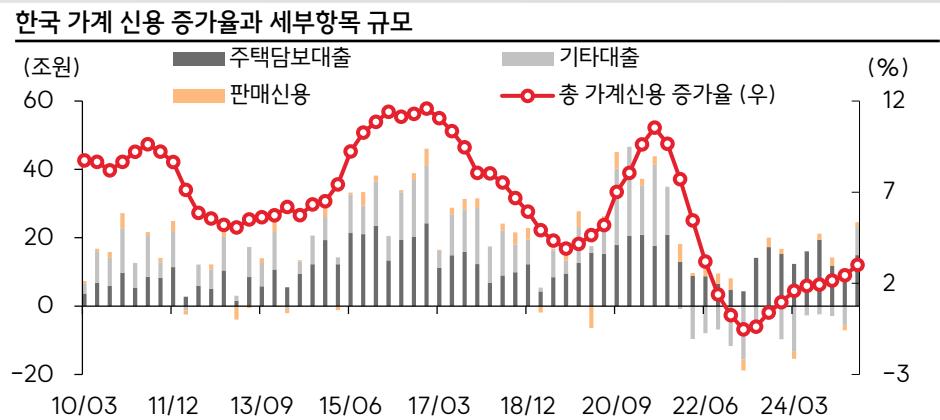
한국 해외 관광객 추이





# [한국] 금리 하락 움직임과 심리 개선 효과

- 정부의 재정지원과 금리 하락 등을 기반으로 가계의 소비자 심리 지수 개선이 가시화되고 있는 상황. 이와 함께 가계 신용 증가율이 확대되는 모습이나 타나면서 가계 소비의 점진적인 상승에 대한 기대감 존재
- 다만, 최근 가계 신용 증가율의 기반이 자산시장 유입으로 연결되고 그 외 대출 활동을 위한 대출 비중은 점진적으로 하락하고 있다는 점을 고려하게 된다면 회복 정도는 빠르지 못할 수 있을 것

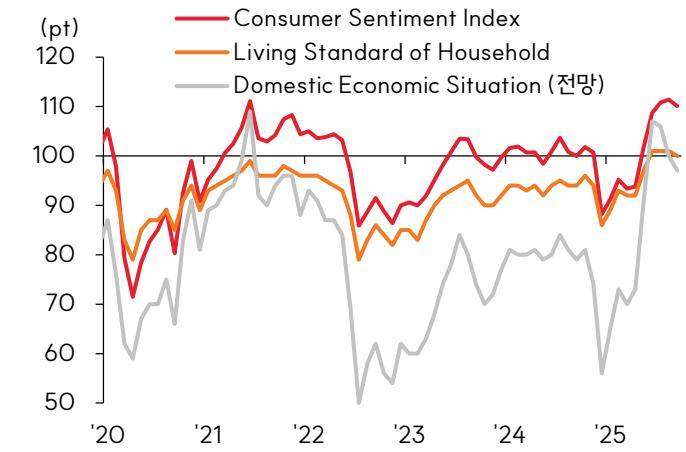


한국 소비자신뢰지수와 명목 및 실질 소매판매 증가율



자료: CEIC, SK증권

한국 소비자신뢰지수와 세부항목 추이



자료: CEIC, SK증권



# [한국] 정부 지출 및 지원 확대

한국 중기 재정수입 전망

	2025년		2026년
	본예산	2회추경	
재정수입	651.6	642.4	674.2
국세수입	382.4	372.1	390.2
세외수입	36.3	37.6	37.4
기금수입	232.8	232.8	246.6

한국 중기 재정지출 계획

	2025년		2026년
	본예산	2회추경	
재정지출	673.3	703.3	728
(증가율)	(2.5)	(7.1)	(8.1)
의무지출	365	364.8	388
(비중)	(54.2)	(51.9)	(53.3)
재량지출	308.3	338.4	340
(비중)	(45.8)	(48.1)	(46.7)

자료: 기획재정부, SK증권

한국 중기 조세부담률 및 국민부담률 전망

	2025년		2026년
	본예산	2회추경	
조세부담률	19.0	18.6	18.7
국민부담률	26.6	26.1	26.4

한국 중기 재정수지 및 국가채무 전망

	2025년		2026년
	본예산	2회추경	
관리재정수지	△73.9	△111.6	△109.0
(GDP 대비, %)	(△2.8)	(△4.2)	(△4.0)
통합재정수지	△21.7	△60.8	△53.8
(GDP 대비, %)	(△0.8)	(△2.3)	(△2.0)
국가채무	1,273.30	1,301.90	1,415.20
(GDP 대비, %)	(48.1)	(49.1)	(51.6)

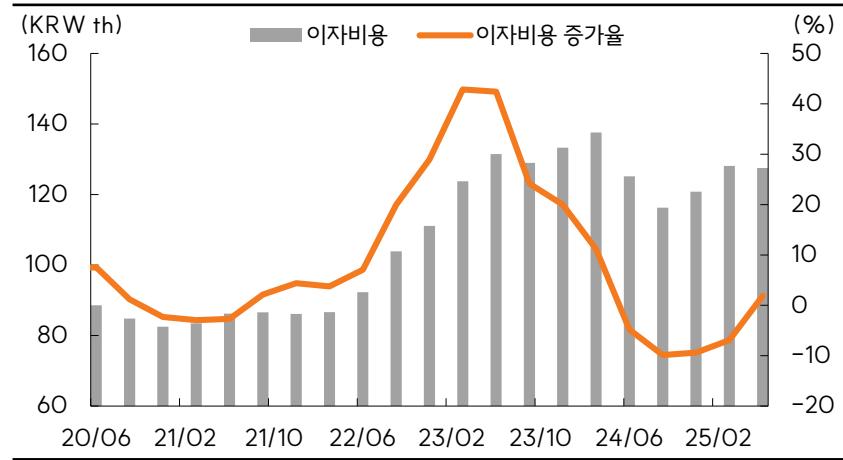
자료: 기획재정부, SK증권



# [한국] 아직은 너무 무거운 가계 부채 레벨

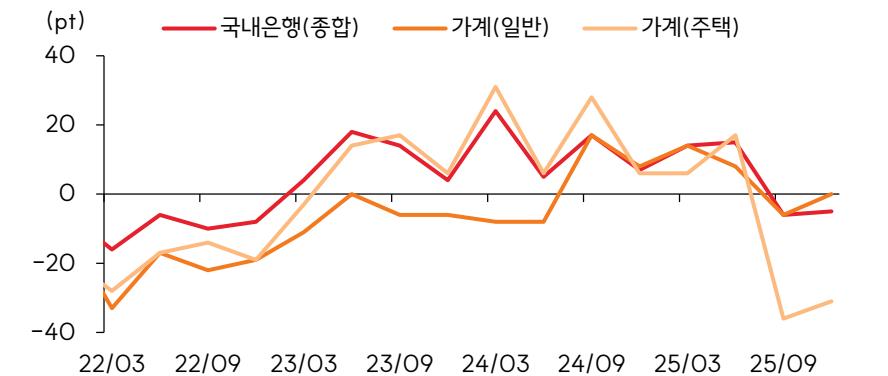
- 한국 가계 대출 연체율은 2015년 이후 최고 수준으로 상승하였고, 이자 지급 규모 자체도 팬데믹 시기를 상회하고 있어 가계의 실질 소비 여력은 여전히 제약적인 상태라는 판단
- 이자 비용 증가율이 하락했다는 점은 긍정적이지만, 금융 기관의 보수적인 대출 태도가 이어지고 있는 만큼 새로운 신용 창출 여력은 이전 대비 낮아 부채에 대한 부담이 빠르게 내려오긴 어려울 것

한국 가계 이자비용 규모와 증가율 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 은행 대출 태도 추이



한국 가계 대출 연체율 추이



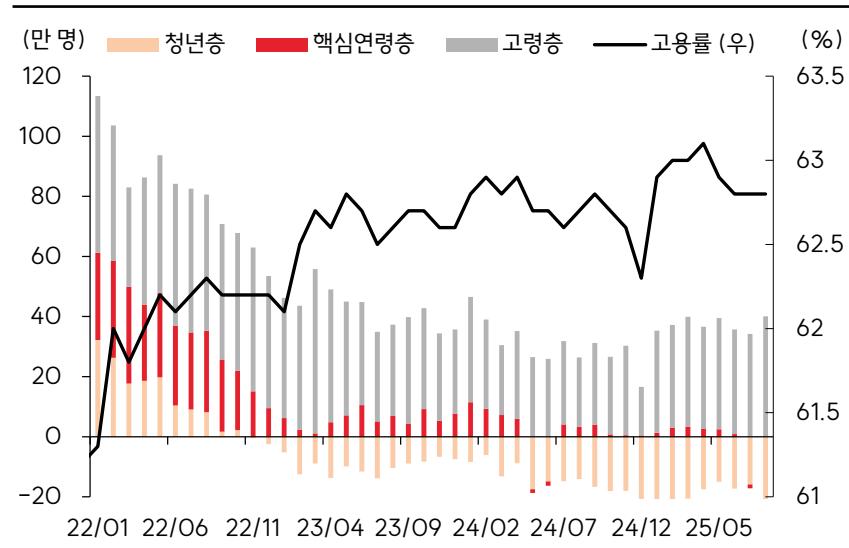
자료: 한국은행, CEIC, SK증권



# [한국] 소비를 지지하기 어려운 고용 환경

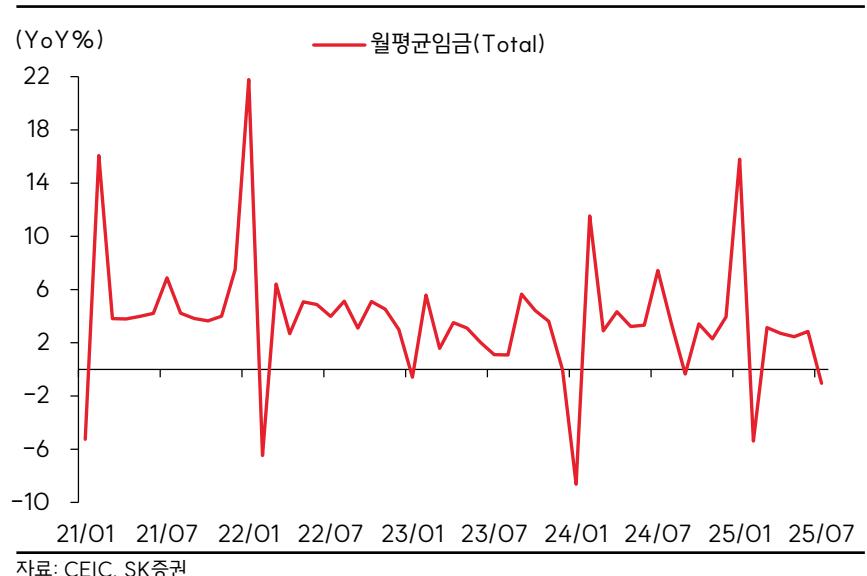
- 최근 고용시장은 전반적으로 견조한 흐름 지속. 다만, 세부 지표를 살펴보면 고용의 질적 개선은 여전히 제한적인 모습
- 먼저 산업별로는 업황의 차별화가 뚜렷하다는 한계. 우리나라 전체 고용의 약 70%를 차지하는 서비스업 부문은 견조한 증가세를 보이고 있으나, 제조업·건설업·농림어업 등은 둔화. 또한 연령별 고용 구조에서도 불균형이 가시화. 가계소비와 경제성장에 가장 큰 영향을 미치는 핵심연령층(30~59세)의 고용은 부진한 반면, 고령층(60세 이상)이 전체 취업 증가를 주도
- 추가로 임금 상승률 역시 제한적인 모습을 보이면서 현재 한국 고용은 고용의 양적 확대에도 불구하고 생산성 측면의 고용 기반이 충분히 강화되지 못하고 있음을 보여주지 못하는 상황임을 의미

한국 고용률과 연령별 고용 증감 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 월평균임금 상승률 추이



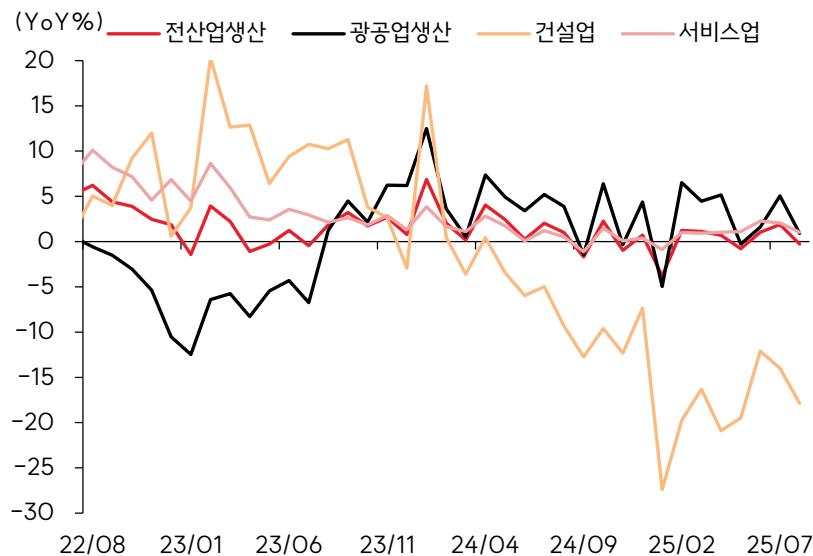
자료: CEIC, SK증권



# [한국] 기업들 반도체를 중심으로 회복 진행 중

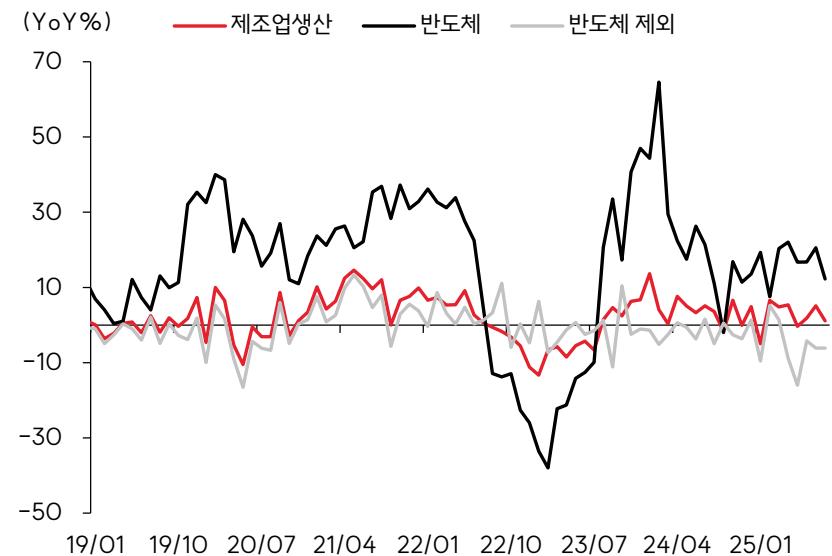
- 한국 기업들의 회복 역시 경제 회복에 기여할 것으로 예상. 건설업 경기의 부진이 이어지고 있다는 점은 하방 요인으로 이어질 것으로 예상되지만, 반도체를 중심으로 제조업 생산에 대한 기대감 유효
- 주요 국가들을 중심으로 반도체 수요 모멘텀이 확대되고 있고 가격 상승이 전체 볼륨을 뒷받침하면서 기업 활동 및 수출 활동에 핵심 동인으로의 역할을 할 것

한국 산업생산과 산업별 산업생산 증가율



자료: CEIC, SK증권

한국 제조업 생산 및 반도체 생산 증가율



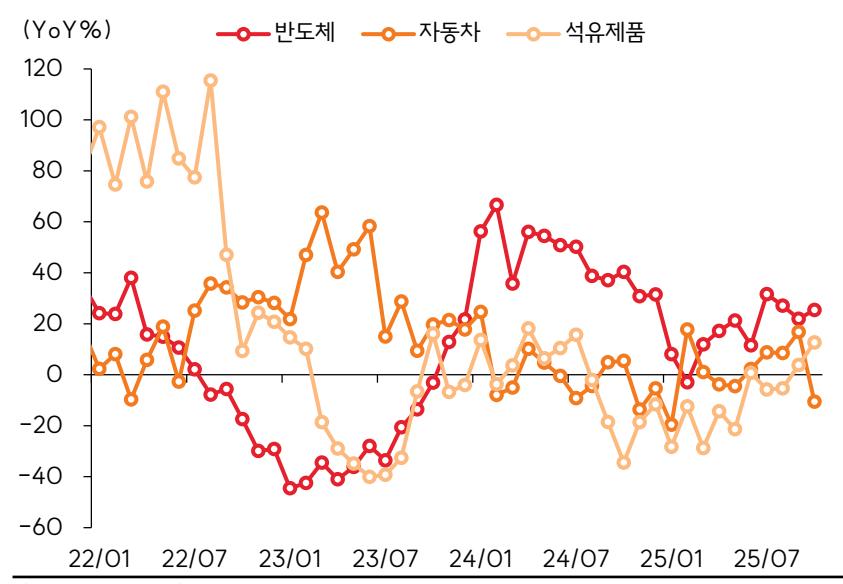
자료: CEIC, SK증권



# [한국] 쏠림의 다른 말은 높은 취약성

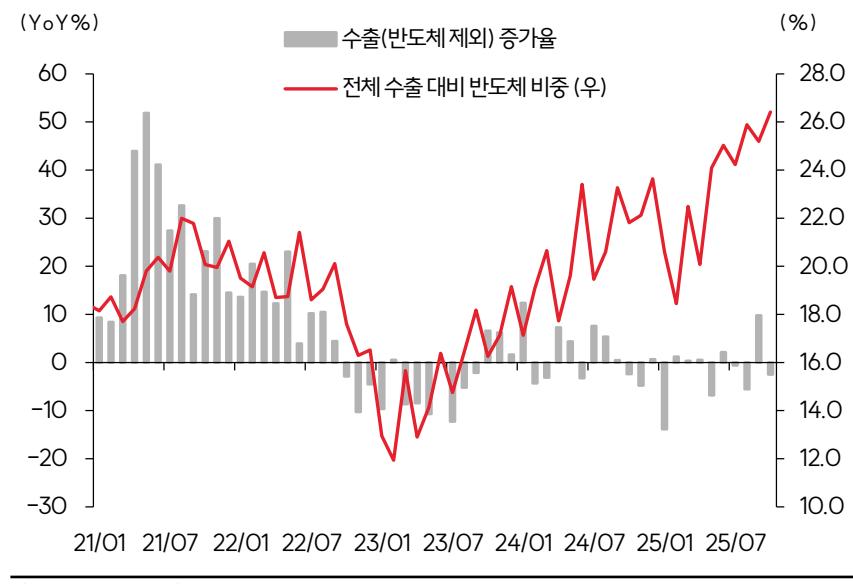
- 반도체 성장으로의 지나친 쏠림 형상에 대한 경계는 필요할 것
- 3대 주력 수출 품목으로 알려진 반도체, 자동차, 석유제품 모두 성장을 보이고 있지만 가장 괄목할 성장을 보여주는 항목은 반도체. 향후 반도체 업황에 대한 기대감이 확대되고 있는 만큼 이를 기반으로 향후 수출 및 광공업생산이 긍정적인 영향 받을 것으로 기대
- 다만, 반도체가 전체 수출에서 차지하는 비중이 25%까지 상승하면서, 반도체와 그 외 품목 간 수출 증가율의 격차가 확대되었다는 점에 주목. 한국 수출이 반도체 경기 사이클에 대한 의존도가 심화되고 있음을 시사함과 동시에 그 외 산업에 대한 리스크는 상존한다는 것을 의미

한국 주력 수출 품목의 수출 증가율



자료: CEIC, SK증권

한국 전체 수출 대비 반도체 비중과 그 외 항목 수출 증가율

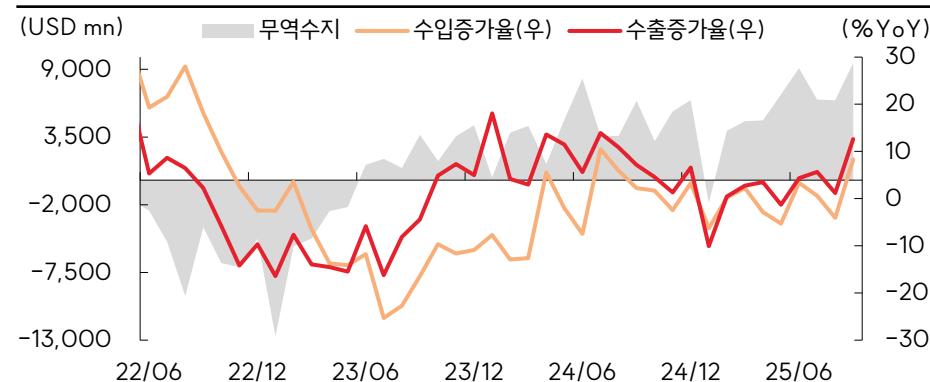


자료: CEIC, SK증권



# [한국] 수출 의존도가 높은 한국 경제

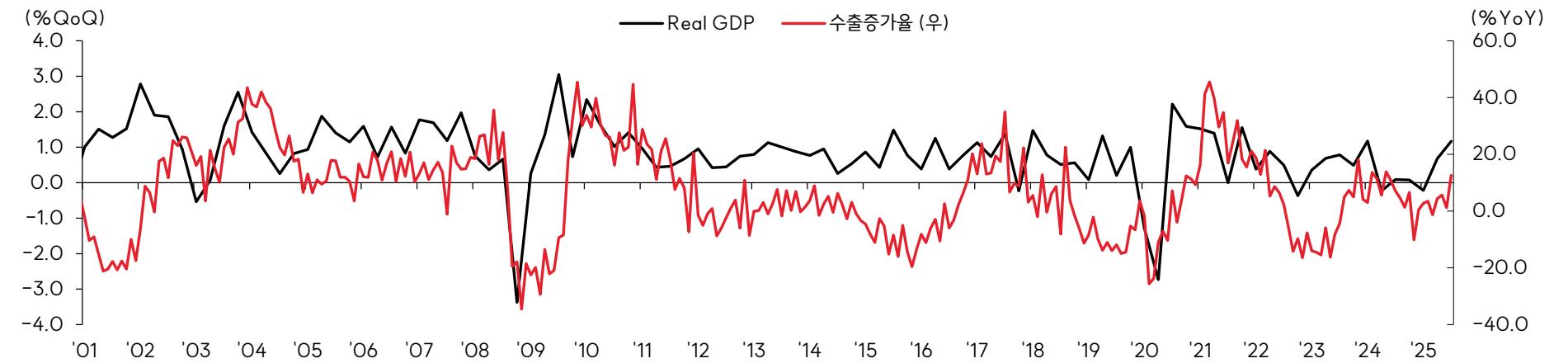
한국 무역수지와 수출입증가율



한국 무역의존도 추이



한국 실질 GDP 증가율과 수출증가율 추이



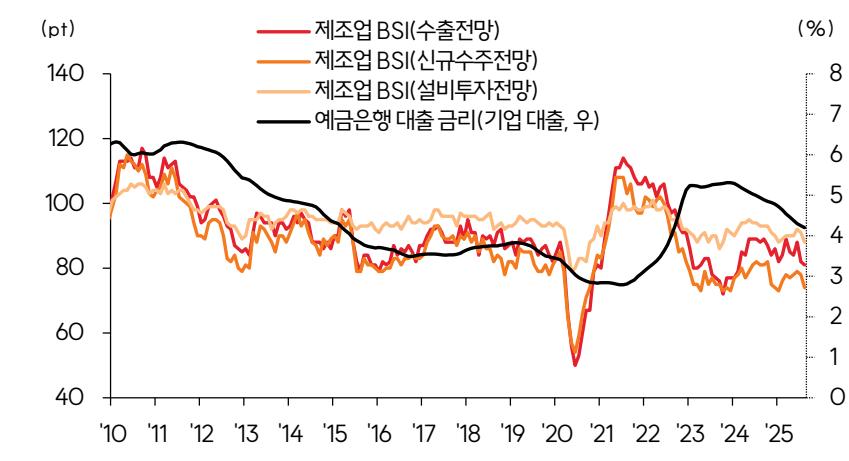
자료: CEIC, SK증권

# [한국] 대기업과 중소기업 사이의 체력차이 가시화



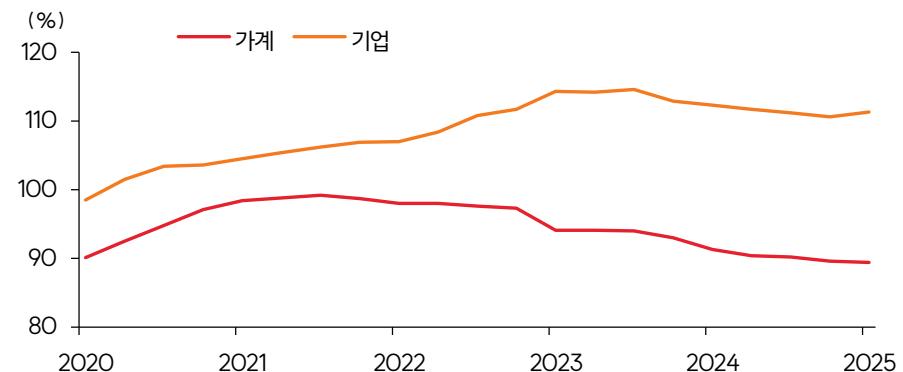
- 기업 대출 금리 하락 이후 설비투자 확대 움직임에 대한 기대감은 존재하지만, 기업별 및 산업별 차별화가 확대될 것으로 예상
- 한국 기업들이 부채의존도는 100%를 상회하면서 가계 대비 부채 부담이 점진적으로 확대되는 모습. 특히 중소기업을 중심으로 연체율까지 상승세를 보이면서 대기업과의 차이가 확대되는 상황

한국 기업경기실사지수와 기업 대출 금리

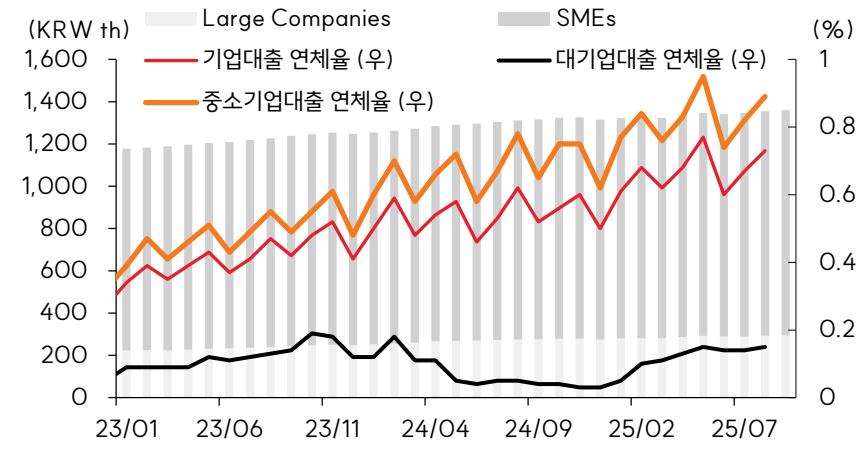


자료: CEIC, SK증권

민간신용 레버리지(Private Sector Credit Leverage)



한국 기업 대출 연체율과 대출 규모



자료: CEIC, SK증권



## Ch.4 유로존: 잡음 속 느리게 밟아 가는 회복

FRAGILE

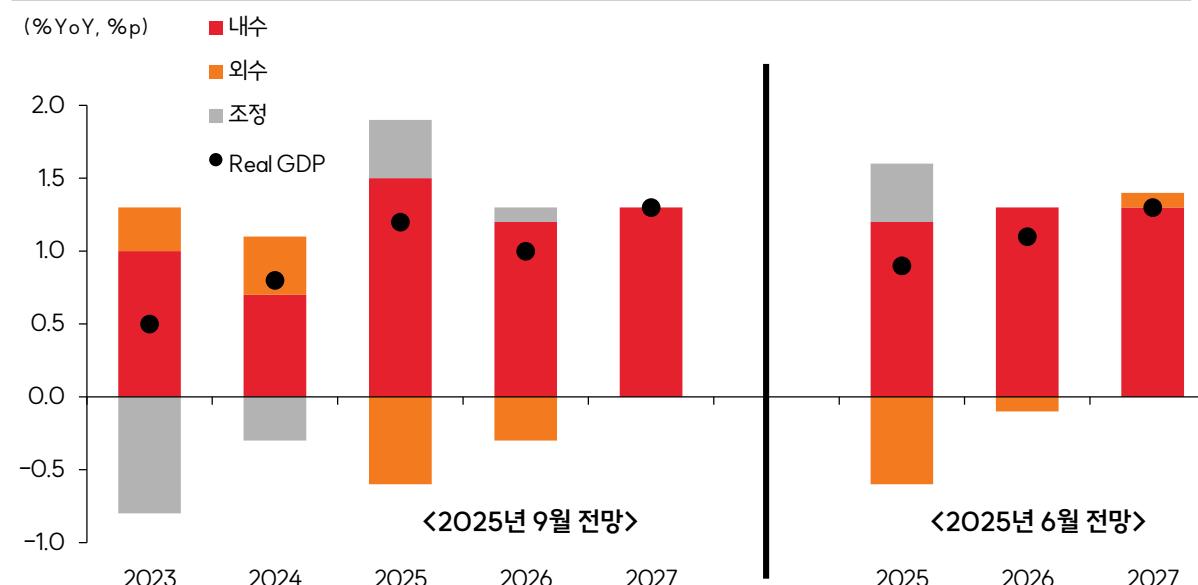


# [유로존] 우려 속 나름대로 회복 중인 유로존



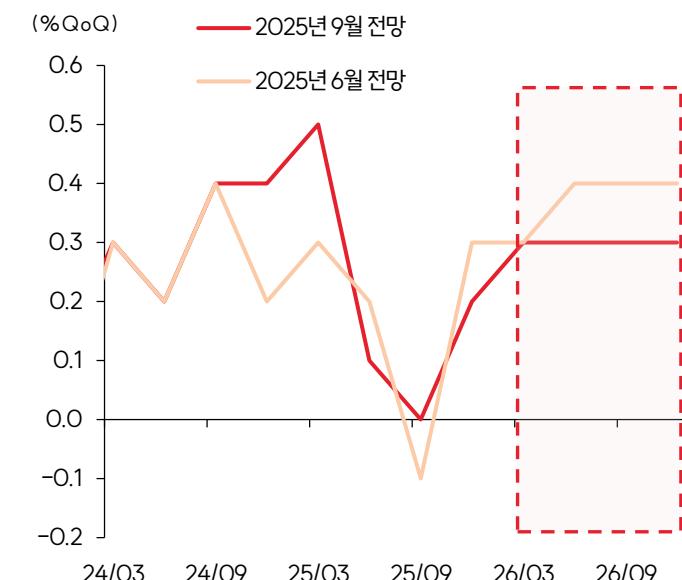
- 유로존은 정부 재정 정책과 신용 리스크 이슈가 부각되면서 재정 건전성에 대한 시장의 우려가 확대되고 있는 모습
- 정부 재정의 지속가능성에 대한 부담은 지속될 것으로 보이지만 2026년 유로존 경제는 완만한 회복 경로를 유지할 것으로 예상
- 정부가 확장적 재정을 유지하고 있는 가운데 경제 주체들의 높은 변동금리 노출도 하에서 금리 부담정도가 완화되고 있다는 점이 주요하게 작용. 다만, 지출 여력을 큰 폭으로 확대할 유인은 여전히 제한적이며, 러-우 전쟁 지속에 따른 부담과 국가별 성장 차별화 등에 따라 회복 정도는 크지 못할

ECB 유로존 실질 GDP 성장률 추이와 내외수 기여도



자료: ECB, SK증권

ECB 유로존 실질 GDP 성장률 추정치



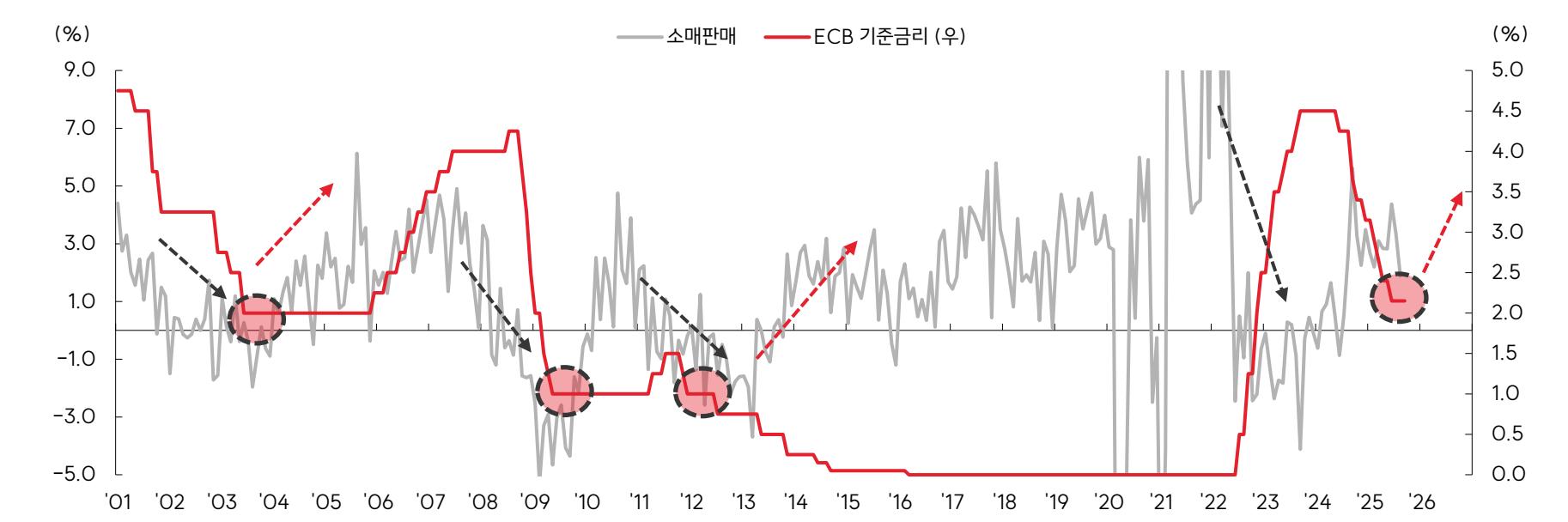
자료: ECB, SK증권



# [유로존] 가계 소비 회복에 대한 기대감 유효

- 2026년 유로존 국가들의 소비 회복 경로는 더 가시화될 것으로 기대
- 일반적으로 유로존의 대부분 국가는 변동금리 대출에 대한 노출 정도가 높아 고금리 장기화에 대한 부담을 선진국 중에 가장 크게 체감하고 있던 상황. ECB의 기준금리 인하가 마무리되는 시점이 된 만큼, 금리가 시장에 반영되기 시작함에 따라 소비 회복 역시 나타날 것

유로존 소매판매 증가율과 ECB 기준금리 추이



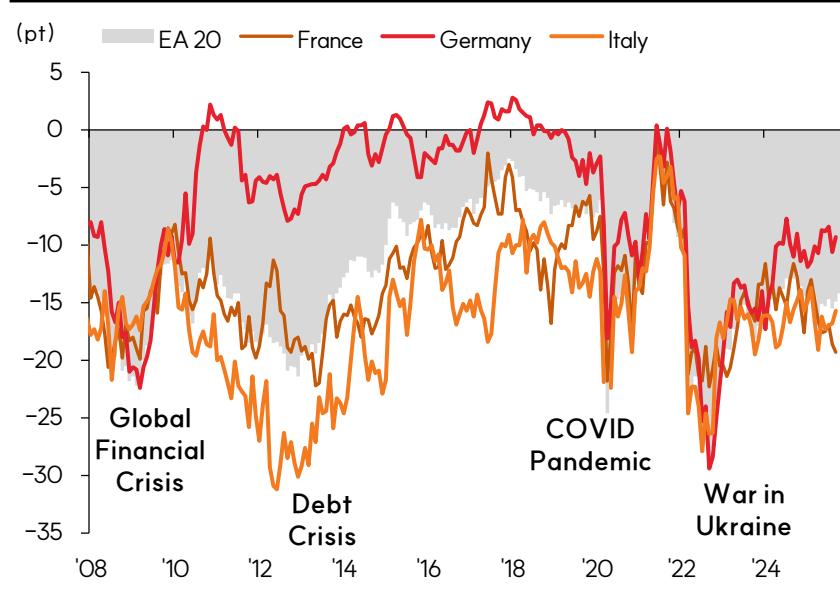
자료: CEIC, SK증권



# [유로존] 가계 심리와 소득이 함께 개선되는 국면

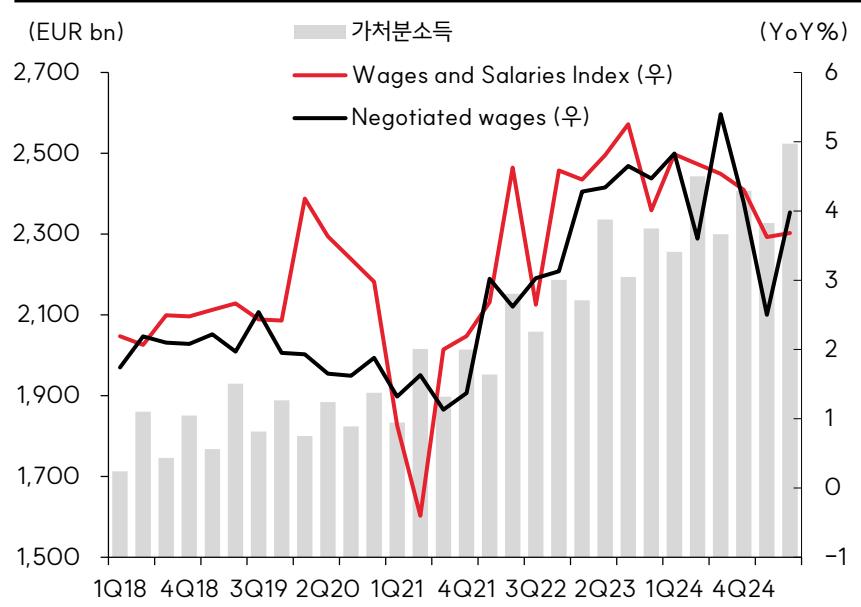
- 팬데믹과 러-우 전쟁을 경험하면서 큰 폭으로 위축되었던 소비자 심리가 점진적으로 개선되고 있다는 점도 소비 회복에 긍정적으로 작용
- 고용 시장의 실업률이 낮아지고 임금 상승을 중심으로 가처분소득의 증가하는 등 가계의 생활 전반과 관련된 지표들이 개선되는 모습을 고려했을 때 이전 대비 가계의 복합적인 취약 정도는 낮아지고 있는 상황
- 다만, 소비패턴 자체를 전환하기까지는 대내외 리스크 및 부채가 부담요인으로 작용하는 만큼 가계 지출 확대 속도는 빠르지 못할 것으로 예상

유로존 소비자심리지수와 국가별 추이



자료: CEIC, SK증권

유로존 가처분소득과 임금상승률 추이

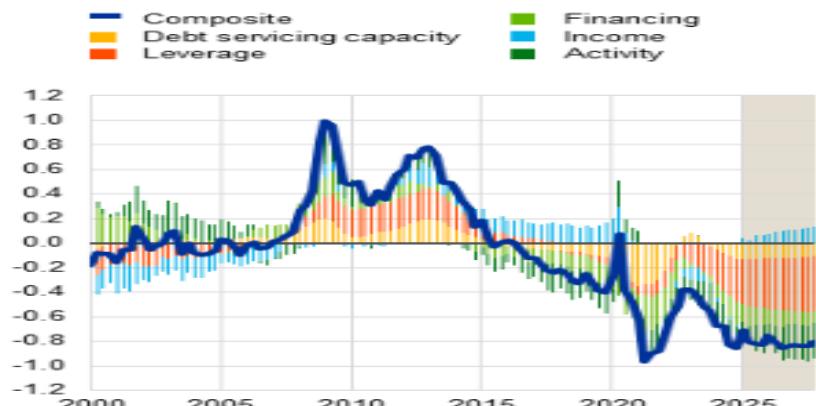


자료: CEIC, SK증권

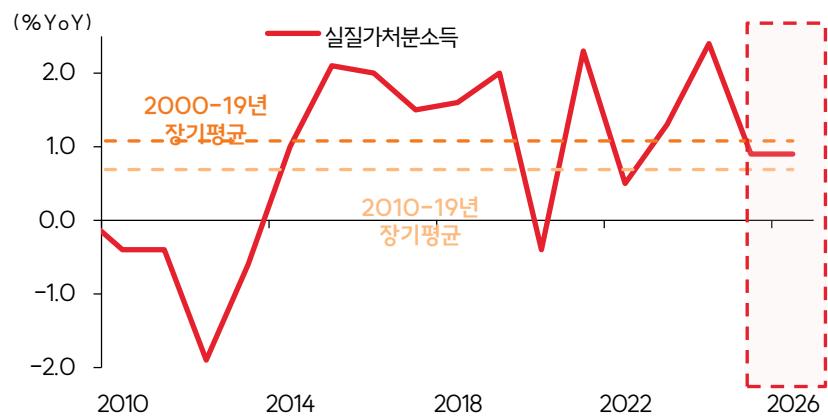


# [유로존] 가계 심리와 소득이 함께 개선되는 국면

유로존 가계 취약성의 복합 지표

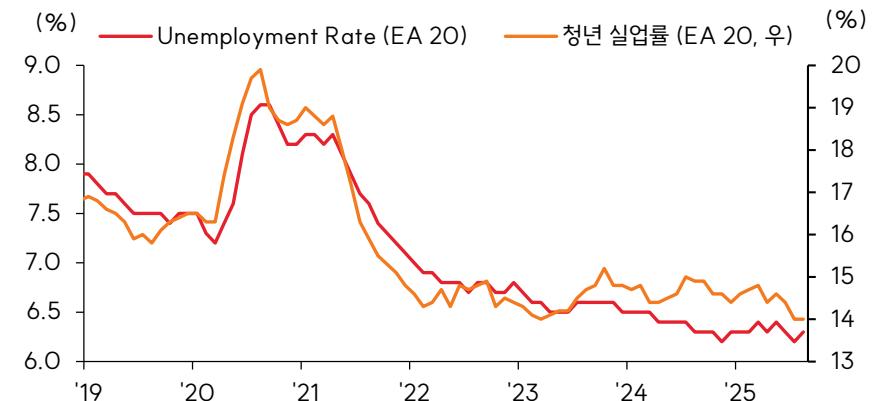


유로존 실질 가치분소득 증가율 추이와 전망치

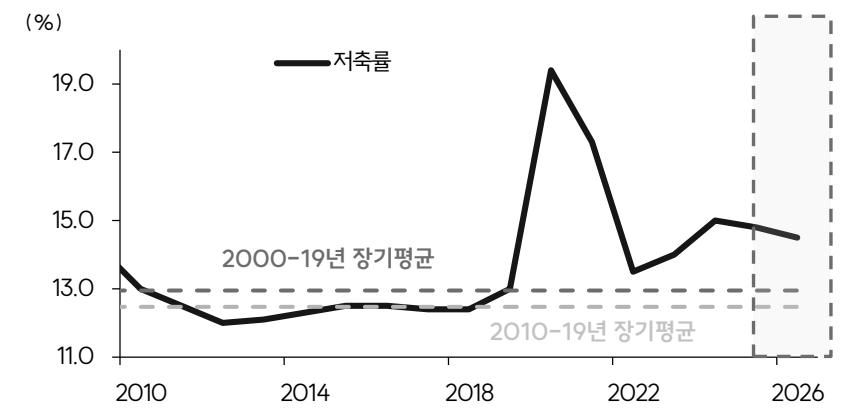


자료: ECB, SK증권

유로존 실업률 추이



유로존 저축률 추이와 전망치



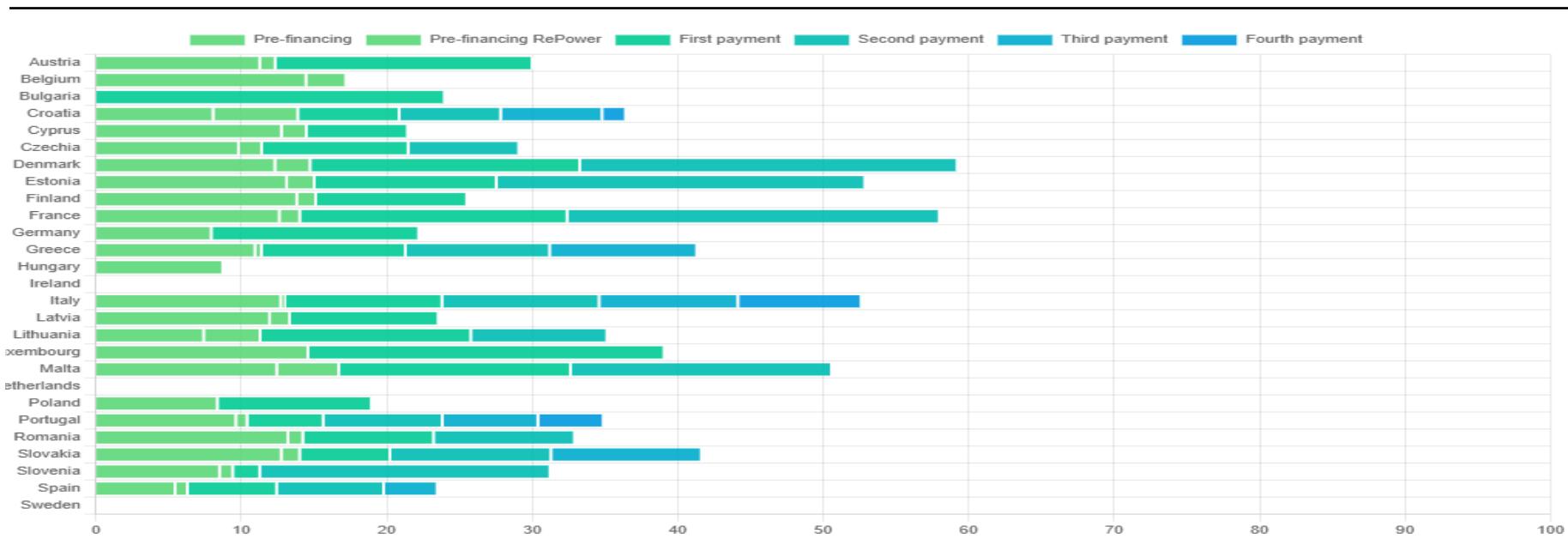
자료: ECB, CEIC, SK증권



# [유로존] NGEU를 기반으로 확대되는 재정지출

- Next Generation EU (NGEU)는 7,500억 유로 규모의 복구 및 전환 기금으로 팬데믹 피해 정도, GDP 및 경기 둔화 정도 등을 복합적으로 반영하여 보조금을 국가별로 차등 지급
- 이후 각 국가가 제시한 Recovery and Resilience Plan (RRP)의 목표 제시 및 시행 단계마다 분할 지급되는 모습. 이탈리아, 스페인, 포르투갈, 덴마크 등 주요 국가들은 안정적인 초기 계획 제시 및 마일스톤 달성을, 에너지 전환 내용 추가 등을 기반해서 많은 지원을 받은 모습

Next Generation EU (NGEU) 국가별 및 단계별 지급액 추이



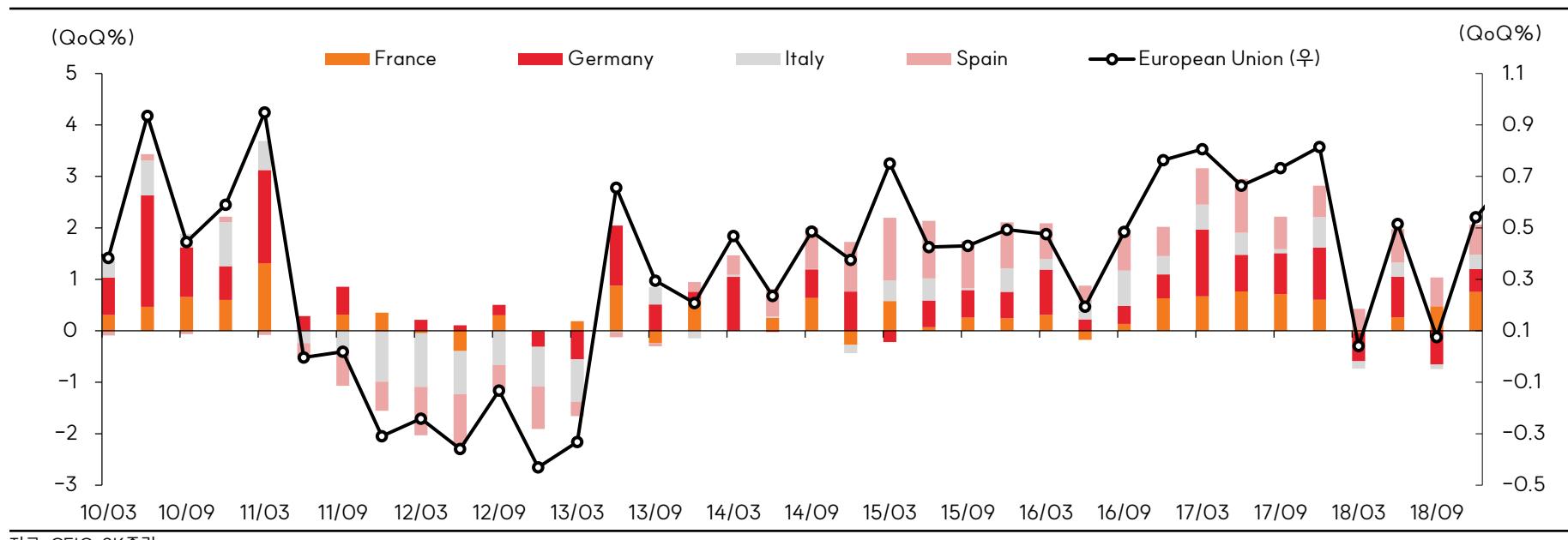
자료: NGEU Tracker, SK증권



# [유로존] 회복의 발목을 잡는 독·프

- 유로존은 20개의 국가로 구성되어 있지만 경기 상황을 좌우하는 메인 국가를 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인 등의 소수의 국가
- 그 중 가장 핵심이 되는 국가는 프랑스와 독일
- 프랑스는 불신임 이슈가 반복되고 재정 불안 및 시위가 반복되어 나타나면서 정부 정책에 대한 신뢰성이 많이 낮아진 상태이며 정책 추진 여력 역시 낮은 상황. 독일의 경우 제조업 경기 둔화가 장기화되고 유로존 내 국가들의 경기 회복이 지연됨에 따라 함께 경기 둔화가 지속되는 국면에 진입했다는 한계 존재

유로존 실질 GDP와 주요 국가별 실질 GDP 증가율 추이

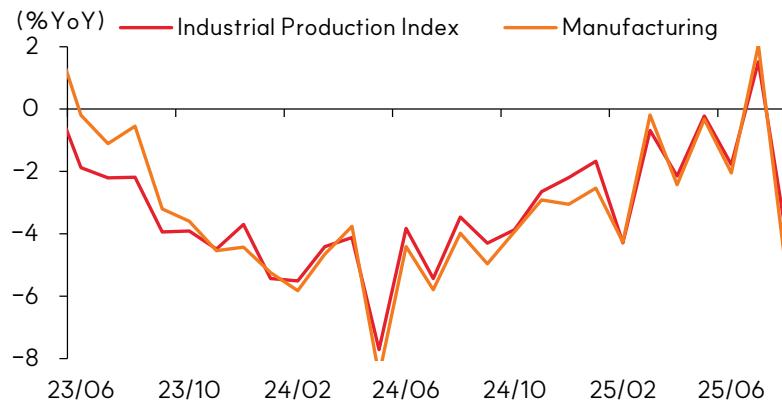


자료: CEIC, SK증권

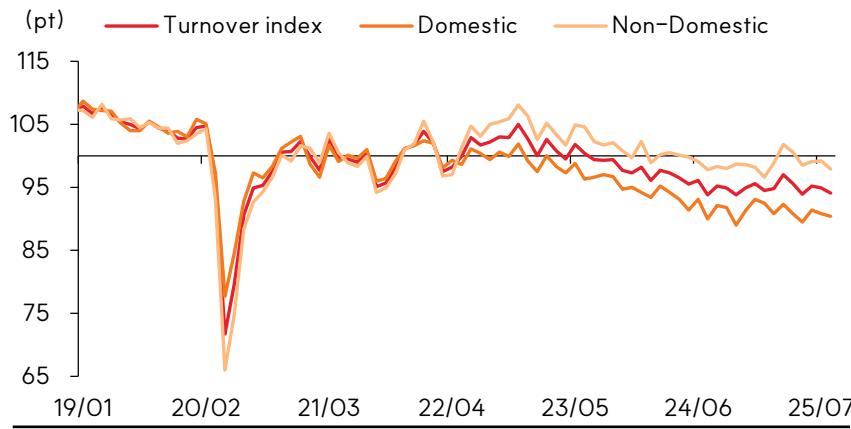
# [유로존] 내외수에 대한 기대감이 모두 낮아지는 독일



독일 산업생산 증가율 추이

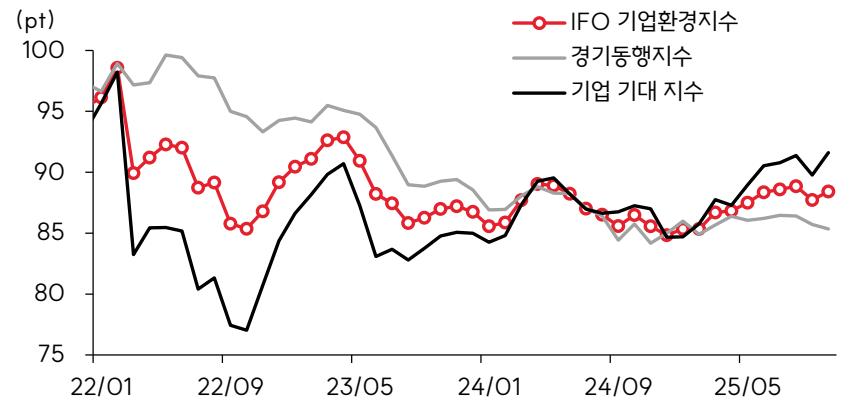


독일 턴오버 인덱스와 내외수 세부항목

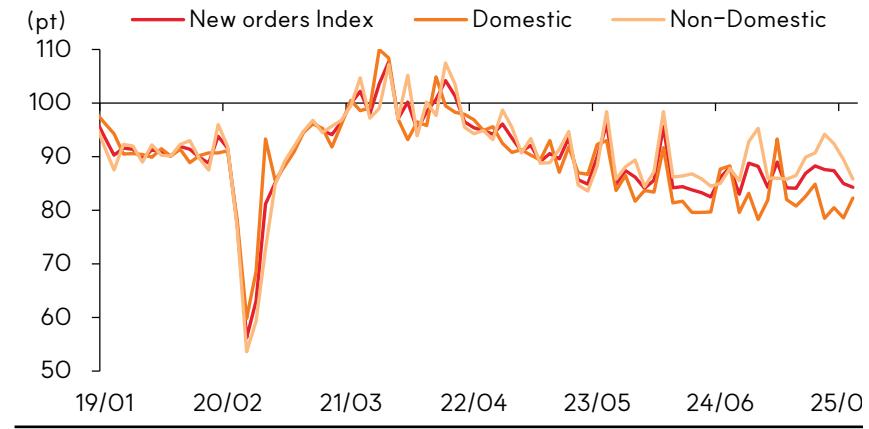


자료: Statistisches Bundesamt, SK증권

독일 IFO 기업 환경지수와 세부항목



독일 뉴오더 인덱스와 내외수 세부항목



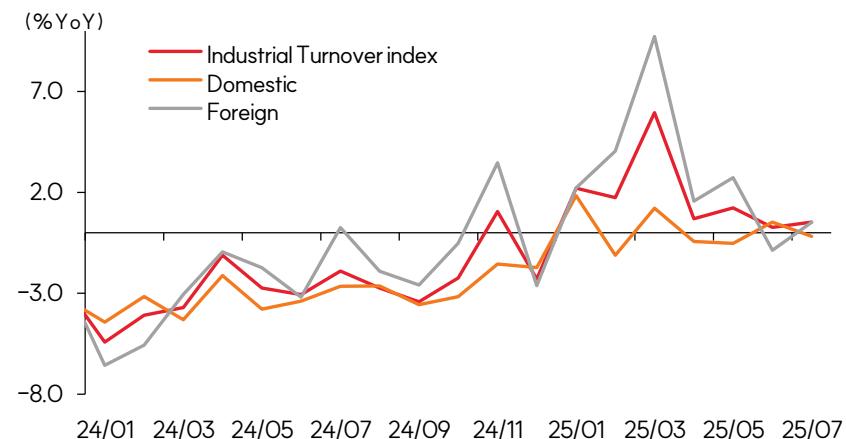
자료: Statistisches Bundesamt, SK증권

# [유로존] 기업 활동에 대한 기대감도 크지 않은 상황



- 유로존 산업 생산은 기저를 반영하면서 회복하는 국면에 진입할 것으로 기대. 하지만 여전히 경기에 대한 불확실성은 지속되면서 경제 성장을 주도할 정도의 성과는 보여주지 못할 것
- 주요 수출국들의 성장이 둔화되는 가운데 유로존 내 국가들의 경기 회복이 지연된 영향. 더욱이 겨울 에너지 수요 확대를 앞두고 에너지 리스크 및 무역 협상 등의 대내외 리스크가 기업의 적극적인 활동을 제약하는 요인으로 작용

유로존 산업 매출지수(Industrial Turnover Index)



자료: CEIC, SK증권

유로존 산업생산 증가율 추이



유로존 기업체감지수와 경기전망지수

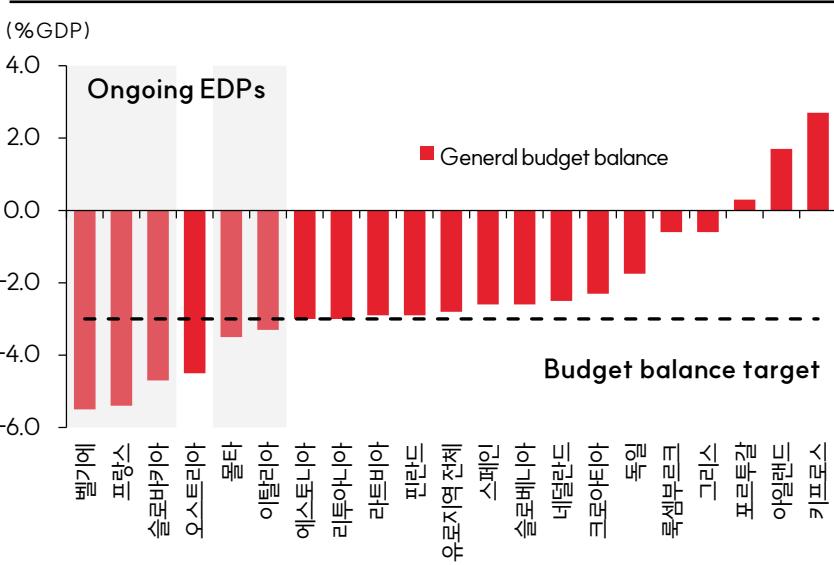


자료: CEIC, SK증권

# [유로존] 사실 가장 큰 문제는 재정건전성

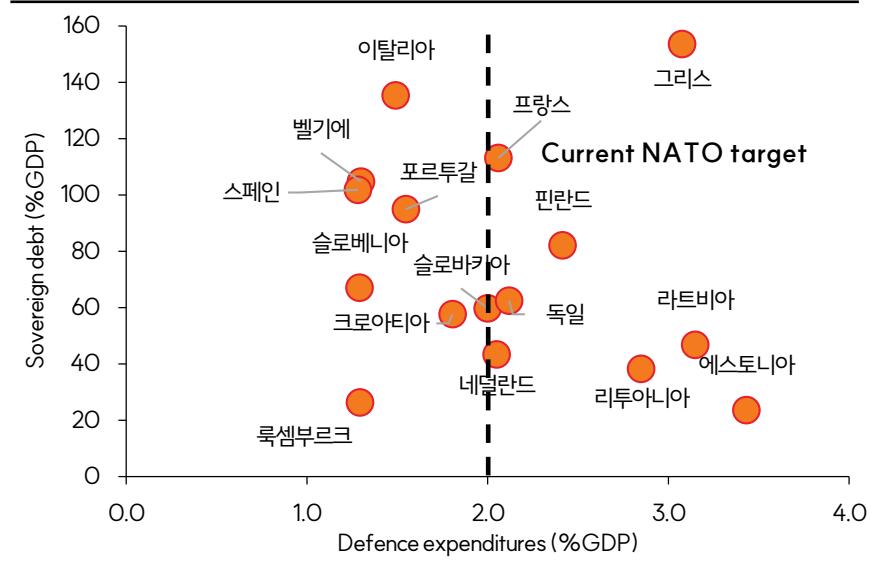
- EU 내 국가들은 Budget balance target을 보유하고 있으며, EU 재정 규율상 목표치(Deficit ceiling)로, GDP 대비 -3%
  - 대부분 국가의 상황이 이와 근사하거나 초과했기 때문에, 재정 확대에 대한 부담을 가지고 있을 수밖에 없는 상황. 더욱이 일부 국가들은 과도적자절차(EDP) 까지 진행 중. 정부 지출 확대를 통한 경기 부양을 목표로 하고 있지만 현실적인 제약이 가장 많은 국가가 유로존이 될 것
  - 특히 국방비 확대까지 앞둔 상황에서, 국방비 확대는 가계 소비에 대한 확대로 연결되는 부분이 제한적이라는 점도 고려해 볼 필요

### 유럽 주요 국가들의 GDP 대비 일반정부 재정수지%



자료: ECB, SK증권

## EU 회원국들의 국가채무 수준과 국방비 지출 규모

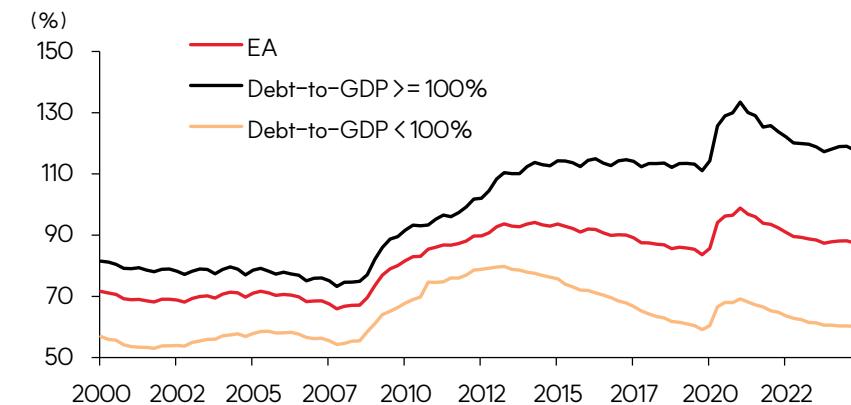


자료: ECB, SK증권

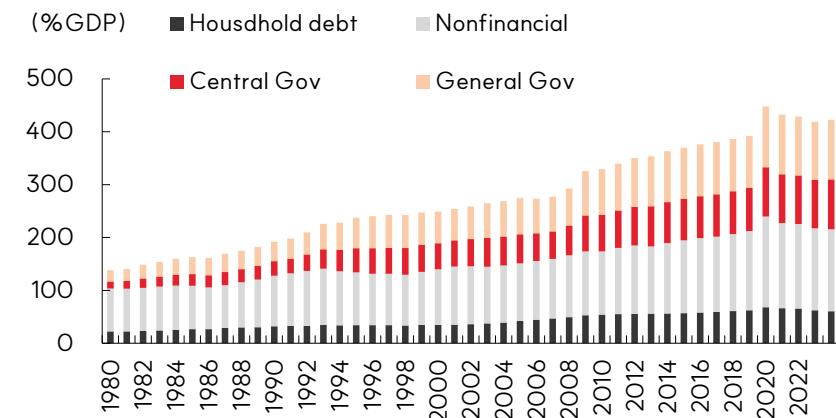


# [유로존] 아직 갈 길이 먼 국가 부채

부채별 유로존 국가 부채 대 GDP 비율

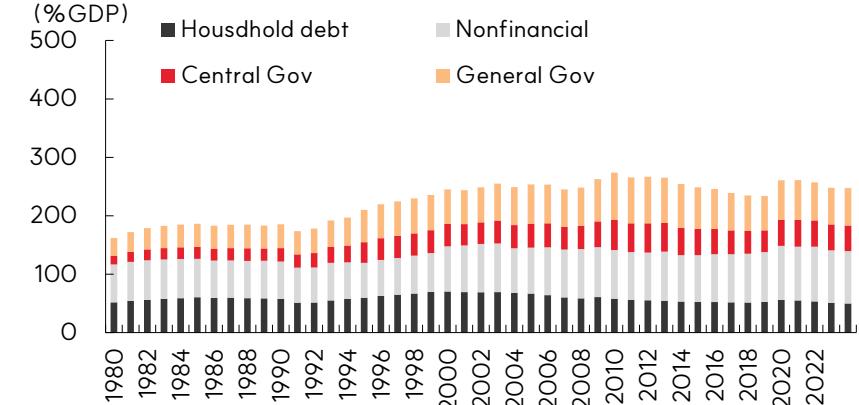


프랑스 민간 및 정부 부채 추이

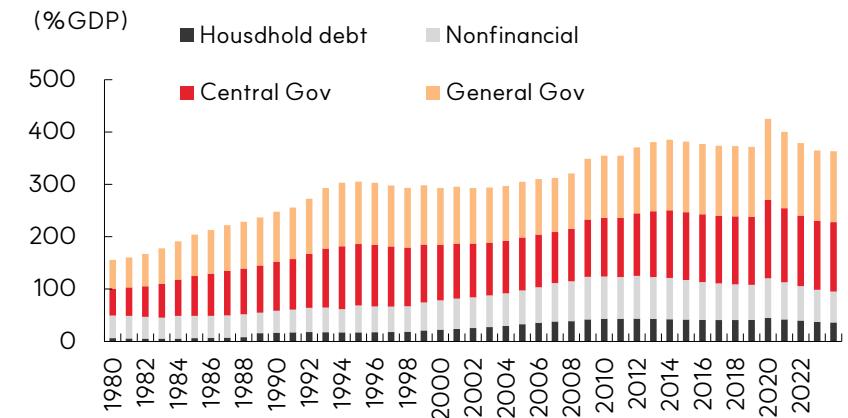


자료: IMF, CEIC, SK증권

독일 민간 및 정부 부채 추이



이탈리아 민간 및 정부 부채 추이



자료: IMF, SK증권



# Ch. FX: 약해지지 못하는 달러 강해지지 못하는 원화

FRAGILE

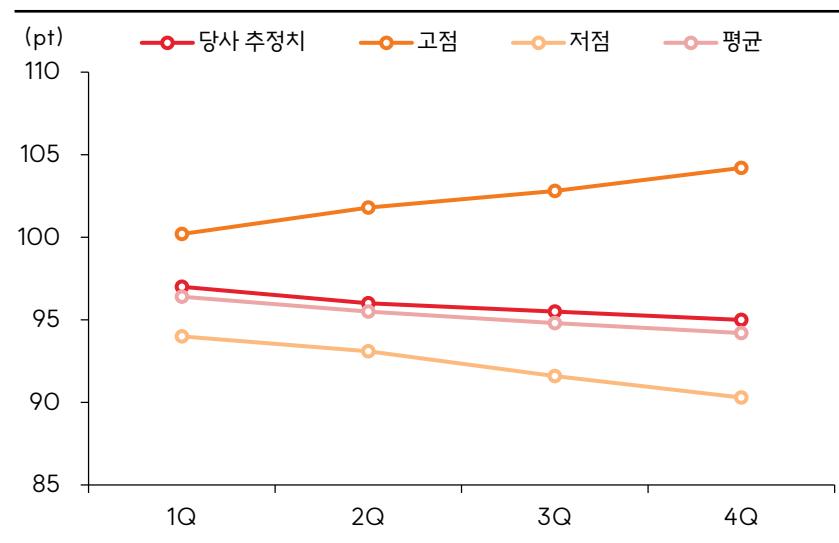




# [FX] 달러: 부족한 약해질 명분

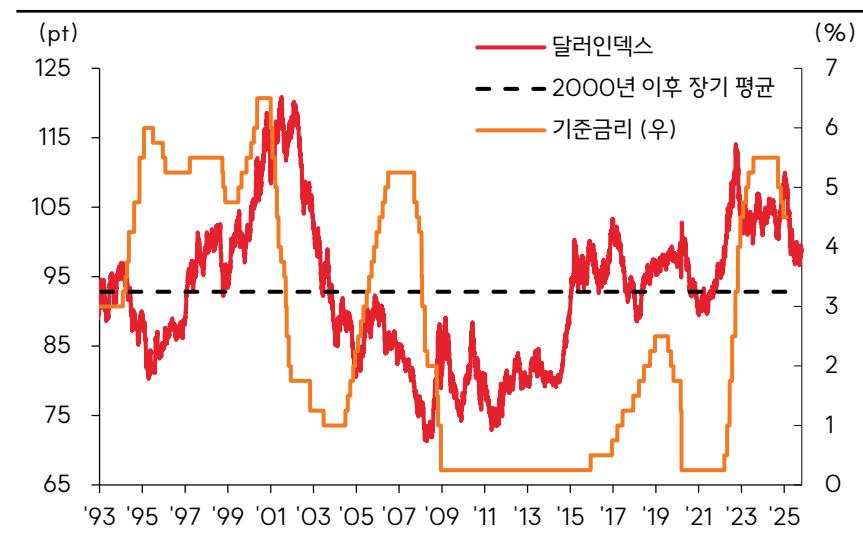
- 2026년 달러는 점진적인 약세를 보여줄 것으로 기대하지만 그 속도는 빠르지 못할 것으로 예상되면서 다른 화폐들의 자체 절상 모멘텀 보유 여부를 더욱 시험하게 될 것으로 예상
- 우려 대비 성장을 지속했던 미국 경제지만, 그동안 미국 경기 회복에 대한 기대감보다는 불확실성이 누증되는 듯한 분위기로 흘러가고 있었던 상황. 이에 따라 미국 경제에 우려 요인들이 지표상으로 가시화되기 시작한다는 점은 달러를 지지하는 힘을 하락시킬 것으로 예상. 추가적으로 글로벌 경기둔화에 따라 달러 거래 수요 감소 및 환 해지 포지션 증가 등이 하락에 기여할 것
- 다만, 미국 내의 대내외 투자 움직임이 활발해질 것으로 예상되고 금리 인하 움직임 역시 제한적인 속도로 나타날 것으로 예상되면서 절하 압력을 제한

2026년 달러 전망치 추이



자료:Bloomberg, SK증권

달러 인덱스와 기준금리 장기 추이



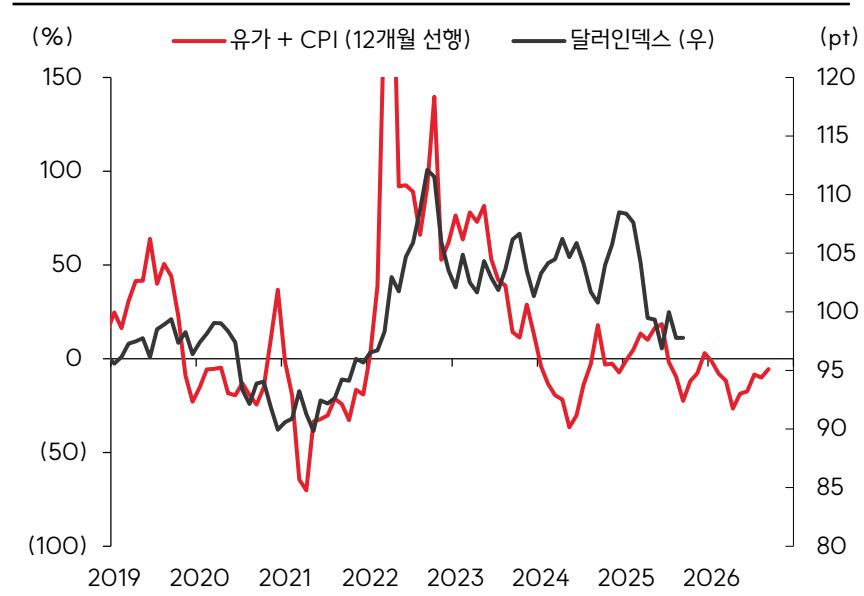
자료: Bloomberg, SK증권



# [FX] 달러: 흔들리는 강세를 지지했던 요인

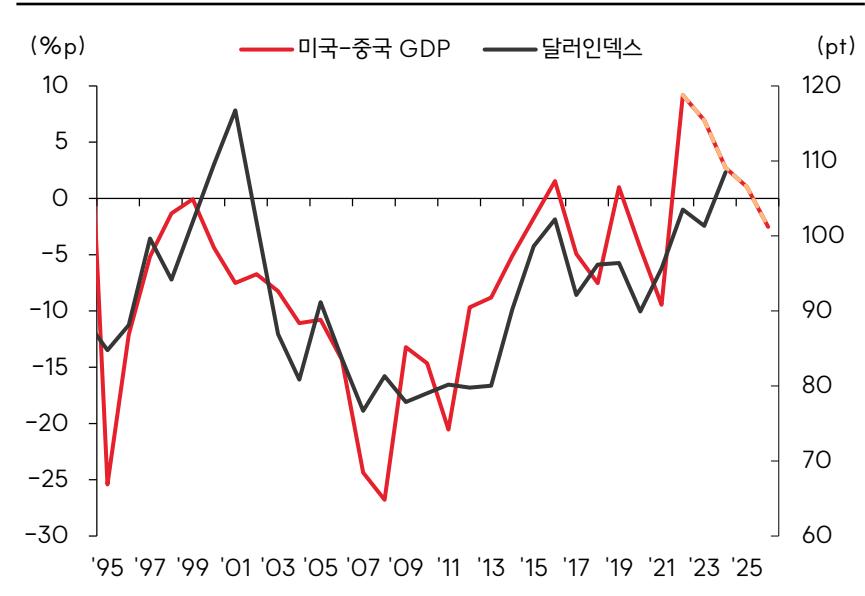
- 미국 경기의 가계 소비 중심의 경기둔화가 가시화됨에 따라 미국 경제 성장에 대한 우려가 확대되면서 달러 하락을 견인하는 가운데 무역량 감소 등 글로벌 저성장 국면 진입 역시 달러의 절하 요인으로 작용. 지정학적 리스크에 대한 불확실성은 존재하고 있지만, 글로벌 주요 국가들의 경기둔화 국면 진입에 따라 글로벌 수요의 큰 폭의 확대 기대는 낮은 상황이기 때문

달러 인덱스와 유가 및 CPI 증가율 추이



자료:Bloomberg, SK증권

달러 인덱스와 미국과 중국 GDP 성장률 스프레드



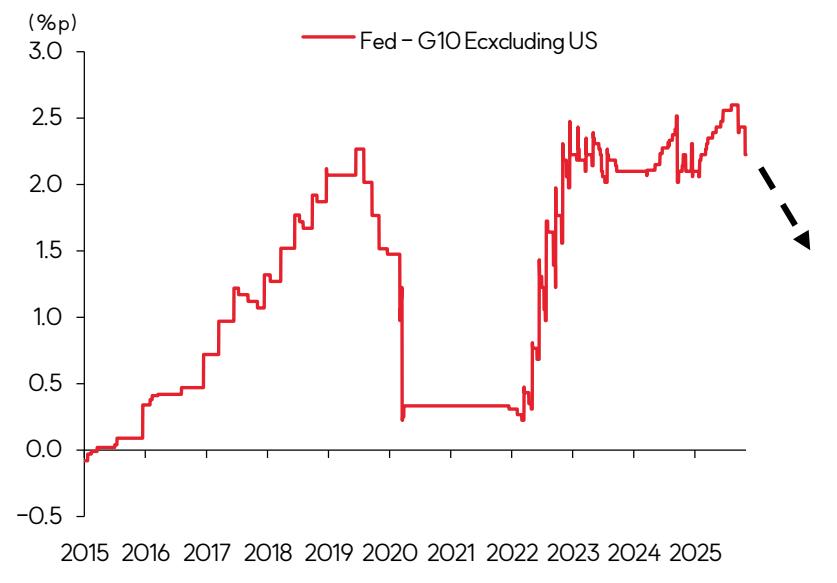
자료: Bloomberg, SK증권



# [FX] 달러: 헤지 수요 증가와 안전자산 선호 감소

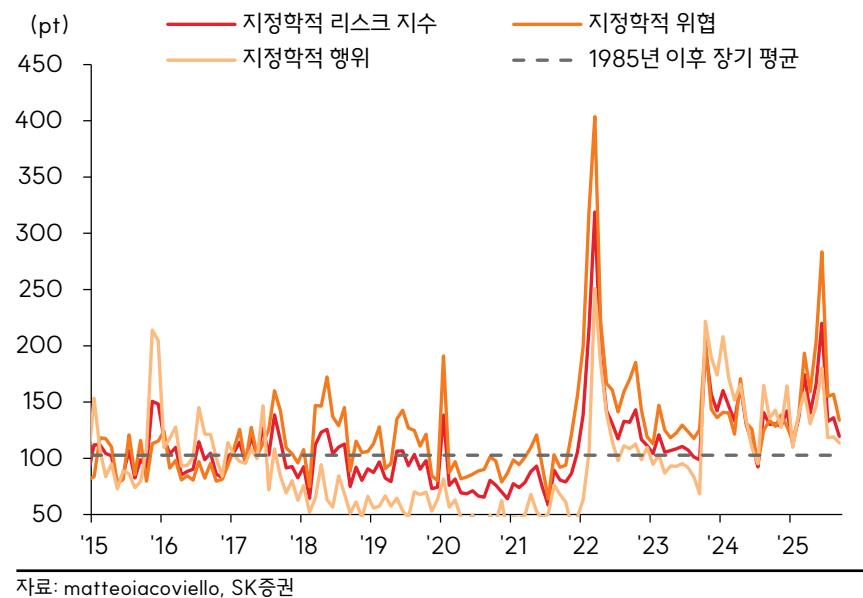
- 미국 자산 시장의 수익률이 긍정적이고 달러 강세에 대한 기조가 유지되고 있었던 상황에서 많은 외국 자본이 미국으로 유입. 미국 자산에 대한 선호 심리는 유효하다고 생각되는 가운데 달러화가 약세 방향성으로 전환하게 된다면 외국 투자자들의 외화 헤지 활동 증가에 따라 추가적인 달러 절하 가능성 존재
- 또한 현재까지 가장 주요한 분쟁 중 하나였던 대미 투자와 미국과의 무역 협상이 대부분 마무리되기 시작함에 따라 안전자산에 대한 선호 심리 역시 완화될 것으로 기대

미국 기준금리와 G10 금리 차이



자료:Bloomberg, SK증권

지정학적 리스크 지수와 세부항목 추이



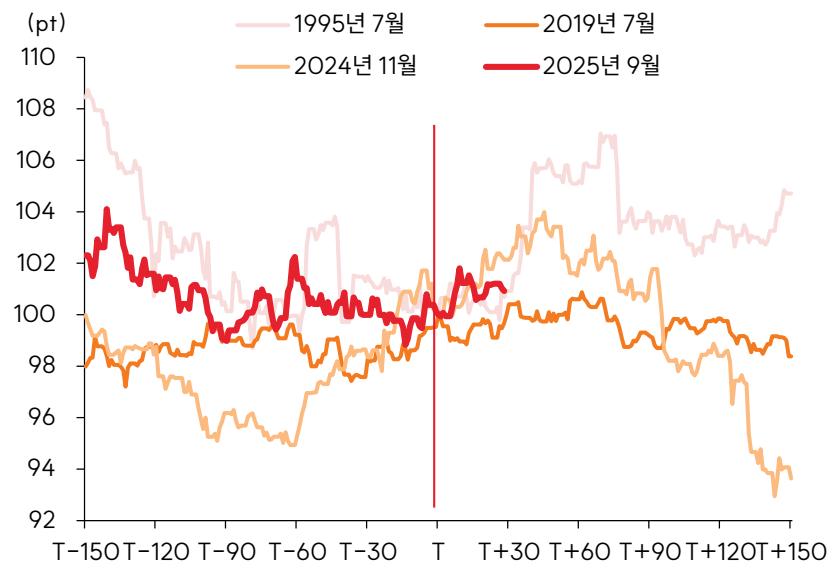
자료: matteoiacoviello, SK증권



# [FX] 달러: 다만, '보험성' 금리 인하가 주는 한계

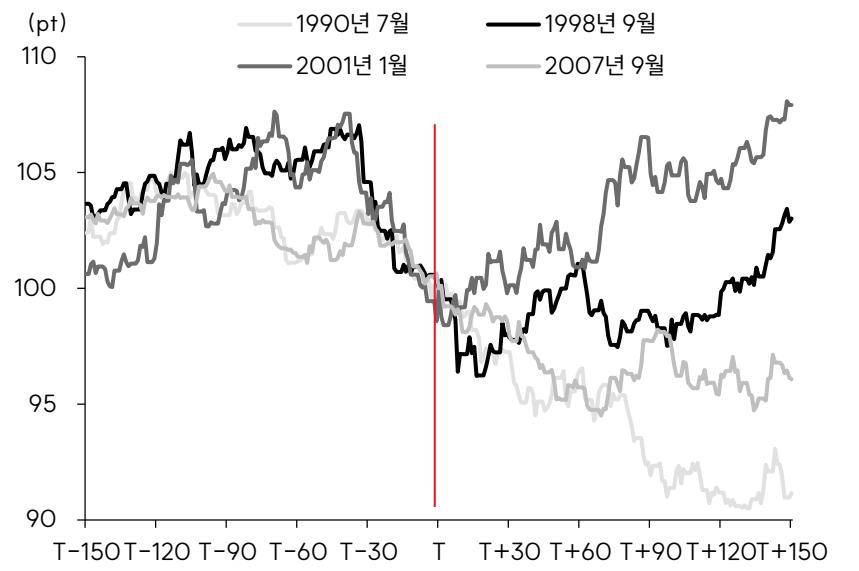
- 미국 경기의 하방 리스크가 있다는 점은 점차 나타나고 있지만 현재까지 경기 지표들이 견조하게 발표되고 있으며 물가 역시 3%대 등락을 보여주고 있는 상황. 이에 따라 연준의 금리 인하 속도 역시 빠르게 나타나지 못할 것으로 예상
- 추가로 경기 침체가 오기 전 보험적인 성격의 금리 인하라는 점을 고려할 때 달러 인덱스의 절하 정도는 제한적일 것

보험성 금리 인하 시기 달러 움직임



자료: Bloomberg, SK증권

그 외 기준금리 인하 시기 달러 움직임



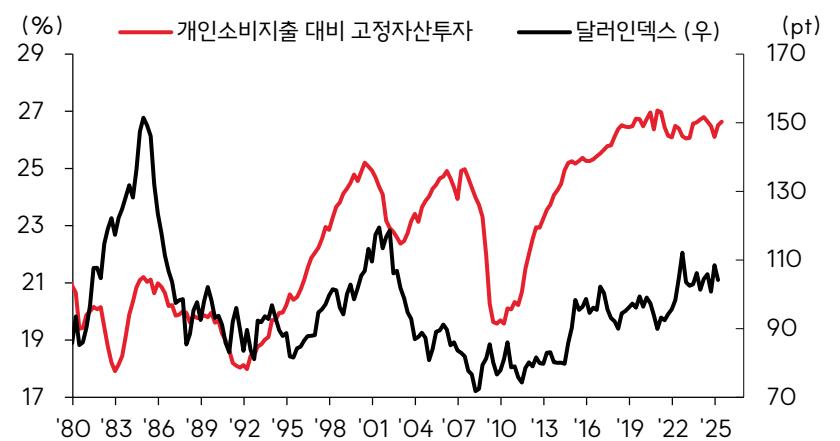
자료: Bloomberg, SK증권

# [FX] 달러: 투자 활동 확대 및 자본 유입 속도 완화



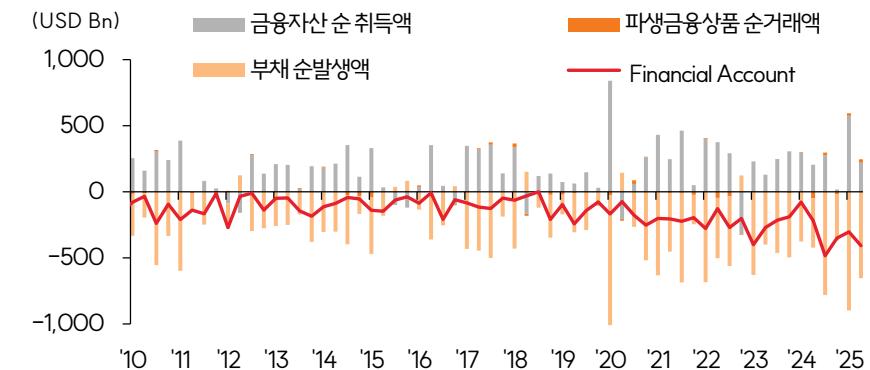
- 달러 레벨에 하방 경직성이 형성되었다는 점 역시 달러 레벨 하락을 제한하는 요인으로 작용
- 해외 투자자의 미국 자산 매수 움직임이 여전히 활발하며 급격한 자본 유출 가능성은 현재까지 낮은 상황. 또한 AI를 중심으로 한 정부 투자와 해외 기업들의 투자 유입 등에 따라 내수 투자 움직임이 나타나고 있기 때문

달러 인덱스와 경제 내 투자 비중 추이



자료: Bloomberg, SK증권

미국 금융 계정과 세부항목 추이



달러 인덱스와 GDP 대비 미국 경상 및 재정수지 추이



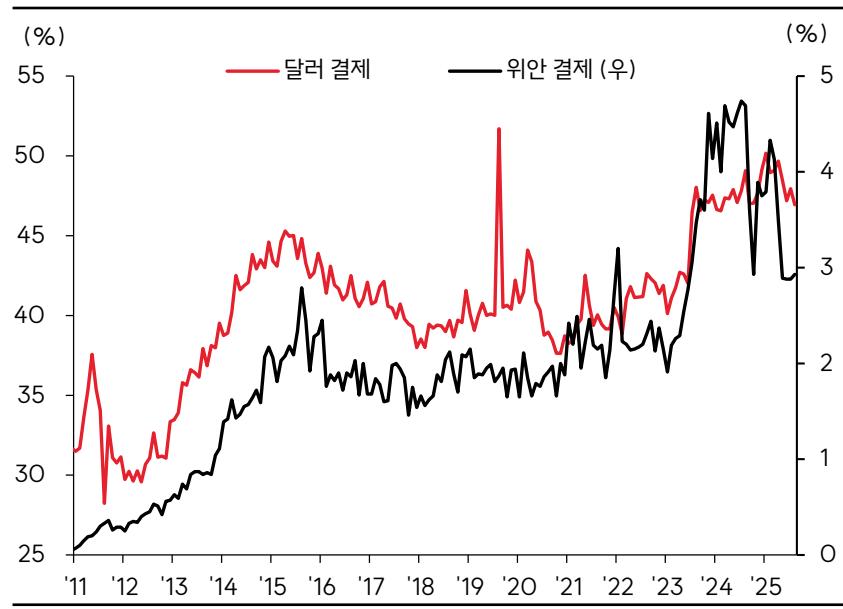
자료: Bloomberg, EPU, SK증권



# [FX] 달러: 가시화되긴 이른 탈달러 영향력

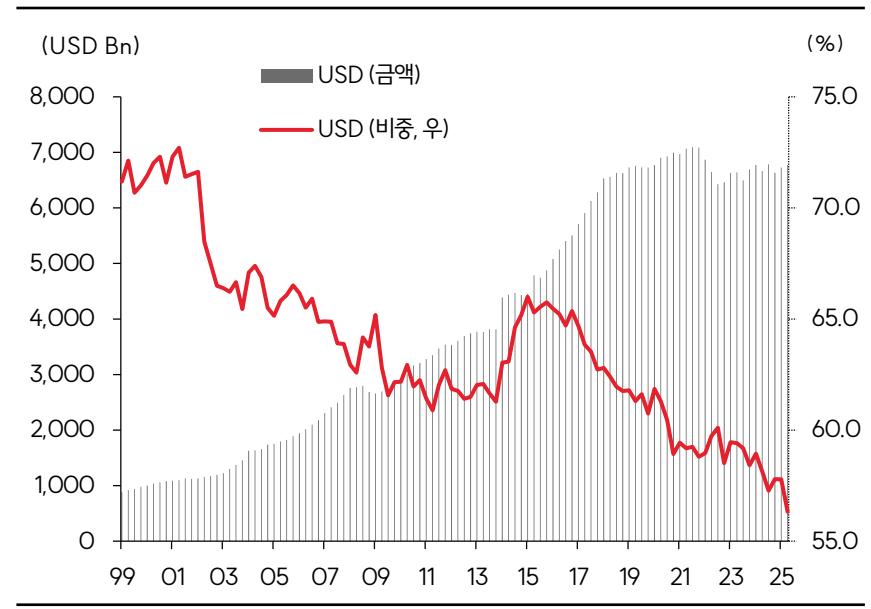
- 장기적으로 탈달러로의 움직임 및 방향성이 나오고 있다는 것은 분명하지만, 그게 당장 현실화 되거나 달러의 절하 압력을 견인할 정도의 영향 제한적
- 위안화 결제 비중이 확대되고 있는 움직임이 나타나고 있지만 전체 결제 비중의 약 3-4% 정도
- 글로벌 외환보유고에서 달러의 비중의 빠른 하락세가 달러 하락에 대한 우려를 만들기도 하지만, 세부항목을 봐야 할 필요가 있다는 판단. 표면적으로는 달러 화에 대한 의존도가 낮아진 것으로 보이지만, 달러가 이전 대비 약세를 보이면서 다른 통화 자산의 환율 평가액이 확대되면서 상대적 비중 감소가 나타난 영향이 크기 때문. 실제로 절대적 달러 보유량은 상승하는 모습

달러와 위안화 SWIFTS 결제 비중



자료:Bloomberg, SK증권

글로벌 외환보유고 달러 비중 및 금액 규모



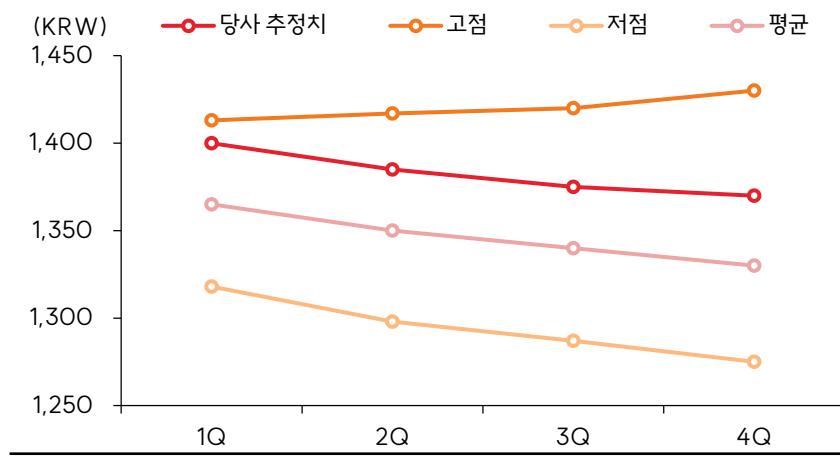
자료: Bloomberg, SK증권



# [FX] 원/달러: 강해질 이유를 마련해야 하는 원화

- 주요국 화폐 움직임과 비교했을 때 달러 하락에도 원화 레벨은 큰 폭의 약세를 유지. 가장 큰 리스크 요인 중 하나였던 미국과의 무역과 투자 협상, 정치 리스크가 완화되었음에도 원화는 약세 기조를 보이고 있다는 점에 주목
- 대내외 불확실성 감소는 긍정적이지만 원화 자체의 강세 모멘텀이 크지 않은 만큼 달러 하락 및 엔화 강세 등에 연동하면서 제한적인 강세 움직임을 보일 것으로 전망

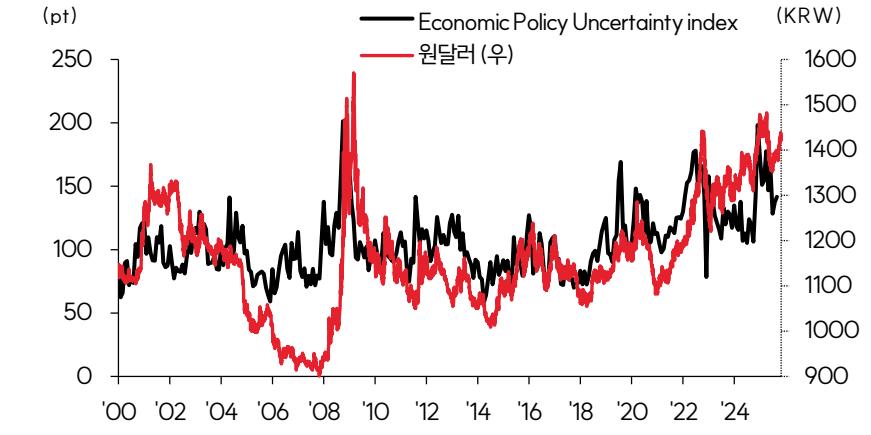
## 원/달러 전망치 추이



## 원/달러 장기 추이와 상위 평균 값



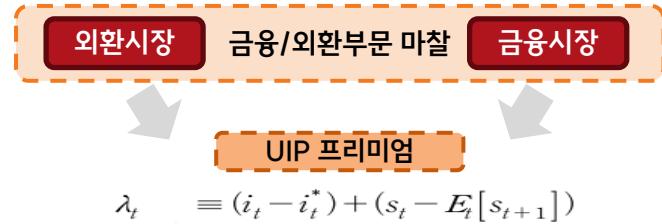
## 원/달러와 경제정책 불확실성 지수



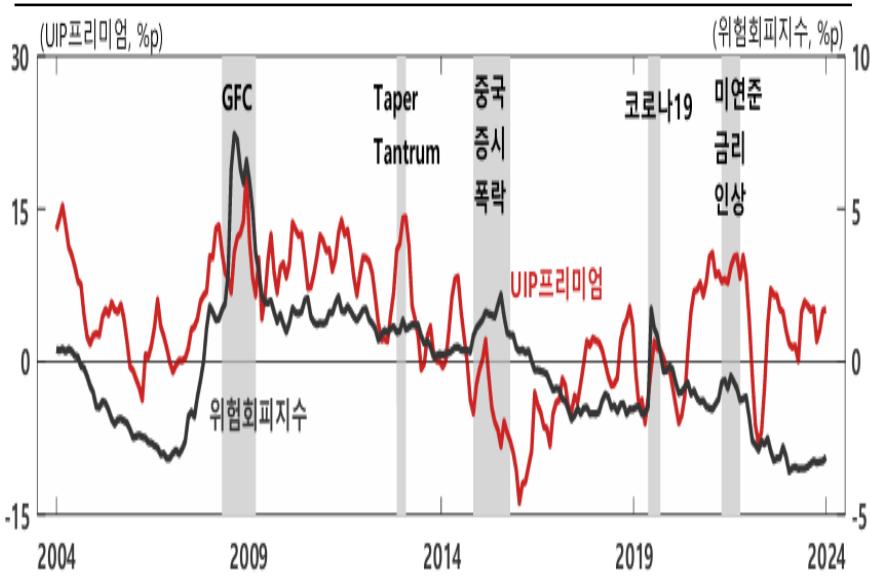


# [원화] 원/달러: 상대적 위치의 취약성 증가

- 우리나라에서는 유위험금리평형(Uncovered Interest Parity, UIP) 조건을 만족하는 가운데 마찰 요인에 따라 UIP프리미엄 발생
- 한국의 UIP프리미엄은 주요국 대비 높은 편으로 대외 차입 시 더 높은 비용을 지불함과 동시에 시장의 깊이가 얕아 외환거래량이 적고 시장참여자가 제한적인 등 작은 충격에도 변동성이 높음

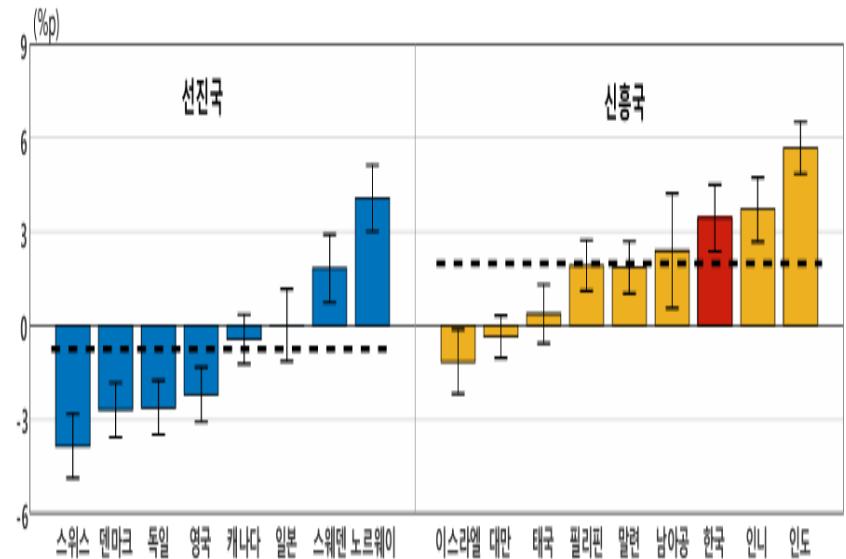


글로벌 위험회피지수 및 우리나라 UIP 프리미엄(3개월물)



자료: BOK, SK증권

국가별 UIP 프리미엄(3개월)



자료: BOK, SK증권



# [원화] 원/달러: 성장에 대한 제한적인 기대감

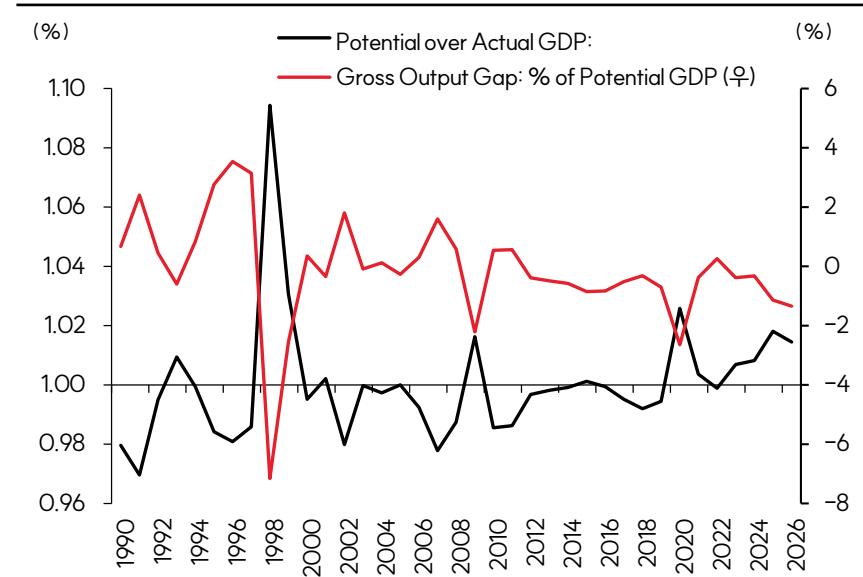
- 2026년 한국 경제는 앞서 언급했듯이 내외수 항목들의 모두 개선되는 모습들을 보여주면서 완만한 회복 경로를 보여줄 것으로 예상. 다만, 산업의 경우 그 쓸림 정도가 크고 경제 주체들의 지출 여력이 크지 못한 만큼 실질적인 경제 회복 속도는 빠르지 못할 것
- 한국 역시 경제 규모가 커짐에 따라 성장 모멘텀 자체가 둔화되고 있다는 점이 중첩되면서 경기에 대한 기대감은 역시 크지 않은 모습
- 이에 따라 자체적인 원화의 강세 모멘텀에 대한 힘이 강하지 못하다는 점이 원화 강세를 제한하는 요인으로 작용

한국 기간별 실질 GDP 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 잠재성장률과 실질 성장률 추이



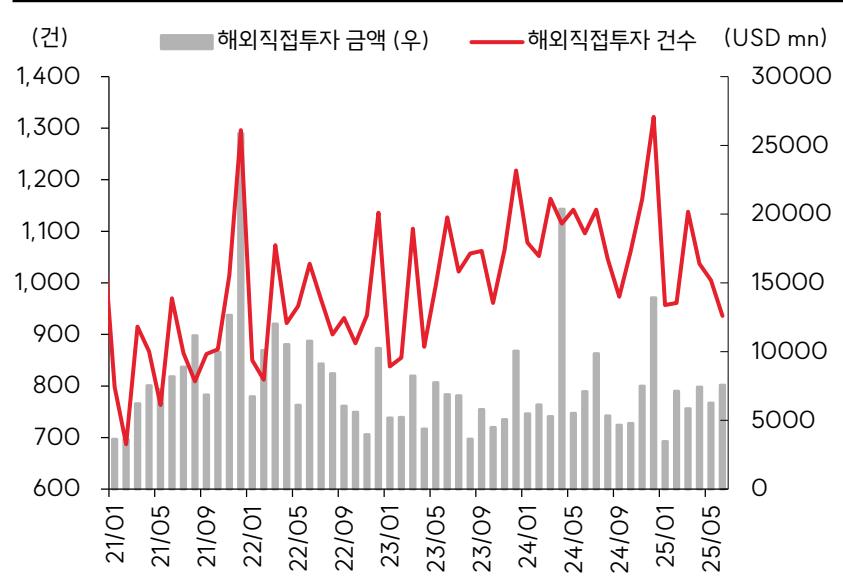
자료: IMF, OECD, SK증권

# [원화] 원/달러: 활발한 해외투자가 형성하는 절하 압력



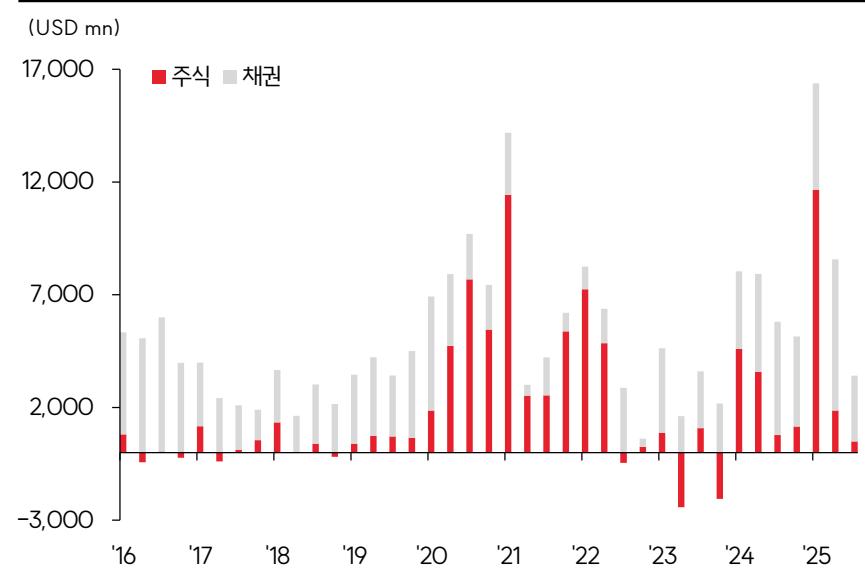
- 한국 시장의 경우 주요 선진국 대비 민간 부문의 해외 투자가 활발하다는 특징을 보유. 국내 증시의 상승에 따라 이전 대비 규모 감소에 대한 기대감이 존재하지만 높은 선호도는 달러 수요의 하방 경직성을 형성
- 또한 대미 투자 협상 이후 해외투자 확대 및 달러 수요 확대 가능성도 존재한다는 점도 복합적으로 작용

한국 해외직접투자 금액과 건수 추이



자료: 한국은행, SK증권

한국 외화증권예탁결제 추이



자료: 한국예탁결제원, SK증권