

2027년 연간전망

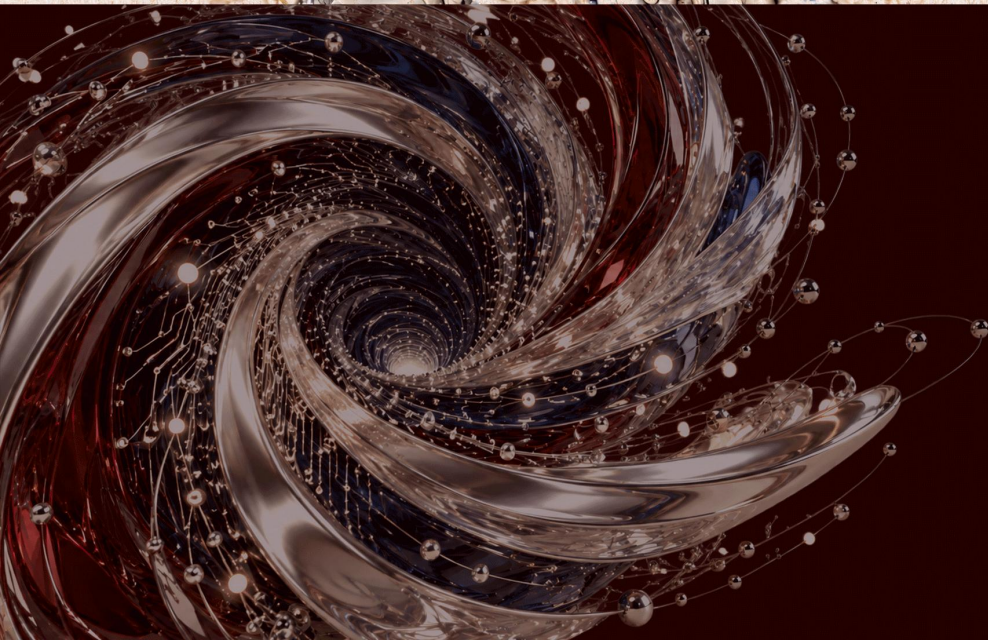
2027

발간일자 2026.10.26



높아진 리스크, 지속될 사이클

[경제/환율] 위재현 선임연구원
jhwee11@iprovest.com



Contents

2027년 경제/환율 전망

I	경제전망(미국): 높아진 리스크, 강해진 저항력	... 5pg
II	경제전망(한국): 수출이 주고 간 선물	... 21pg
III	외환시장 전망(달러): 달라질 달러, 달라진 달러	... 31pg
IV	외환시장 전망(원화) : 여전한 힘	... 41pg

Summary

[미국경제 : 높아진 리스크, 강해진 저항력]

- 미국 경제는 AI 투자 사이클이 지속되며 2.0% 수준으로 성장할 전망. 현재 미국 경제는 높아진 경제의 조달 비용과 고유가라는 리스크를 동시에 직면. 특히 국채금리 상승에 더해 일부 AI 기업들을 중심으로 회사채 가격 급락과 CDS 프리미엄 상승이 나타나며 기초금리와 가산금리가 동반 상승. 다만 현재 조달시장은 전통적인 은행 대출이나 회사채 의존에서 벗어나 다양한 금융 기법을 활용해 자금을 조달 중이며, 가산금리의 결정 요인은 자금조달의 주체가 아닌 빅테크를 비롯한 계약 상대의 신용. 따라서 AI 기업들은 회사채 시장 경색에도 불구하고 대체 경로를 모색하며 AI 투자 사이클이 유지될 전망

[한국경제: 수출이 주고 간 선물]

- 국내 경제는 수출 증가율 둔화에도 내수 확대와 정부지출 증가에 2.7% 성장률을 기록할 것으로 예상. 이번 성장 사이클에서는 실질 GDP 성장보다 교역조건을 감안한 GDI 성장이 더욱 부각. 교역조건 개선의 성격 또한 수입물가 하락보다 수출물가 상승에 영향 받아, 기업이익 경로를 통해 내수 확산으로 이어질 가능성 높은 상황. 다만 근원물가 상승세의 확산 정도로 보면 성장의 과실이 아직까지는 소수에 집중되어 있어 전방위적 낙수효과에 대해서는 단계적 평가가 필요

[달러: 달라질 달러, 달라진 달러]

- 달러화는 재정우려와 상대적 성장률 격차 해소에 소폭 약세를 보일 전망. 올해 달러화는 AI 투자에 따른 성장 수혜를 받은 반면, AI 노출도가 낮고 에너지를 순수입하는 국가들의 성장률은 부진. 내년의 경우 미국의 AI 성장 기여도가 줄어드는 가운데 지정학 리스크 완화에 따른 신흥국 성장 회복이 겹치며 달러화는 올해의 강세폭을 일부 되돌릴 것으로 예상

[원화: 여전한 힘]

- 달러-원 환율은 하락세 지속되겠으나 내년 연말을 기점으로 반등할 전망. 현재 환율 하락을 주도하는 대규모 무역수지 흑자와 확대된 수출업체 환전 유인은 내년에도 유효한 공식. 성장률이나 금리차 같은 펀더멘탈 관점에서 보더라도 원화 강세 공간은 여전히 충분. 다만 수출업체 환전 수요가 상반기에 집중되는 한편, 연말에는 추세적인 내국인 해외투자로 수급의 추가 기울며 연말 환율은 반등할 전망

[경제/환율] 국내외 경제지표 전망 테이블

주요 경제지표 및 환율 전망

		2026				2027				2026	2027
		1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간
미국	GDP(QoQ, 연율화)	2.1	1.5	4.1	1.4	2.6	1.7	1.4	1.1	2.3	2.0
	CPI(YoY)	2.7	3.8	3.5	3.5	3.1	2.7	2.6	2.5	3.4	2.7
한국	GDP(QoQ)	1.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	3.7	2.7
	CPI(YoY)	2.3	3.0	2.9	2.8	2.7	2.2	2.3	2.4	2.8	2.4
달러 인덱스		98.4	99.3	100.2	101.0	100.0	99.0	98.0	97.0	99.0	98.5
달러-원		1,467	1,502	1,418	1,340	1,310	1,280	1,310	1,340	1,430	1,310

자료: 교보증권 리서치센터

주: 성장률은 기말, CPI와 환율 전망치는 평균

2027

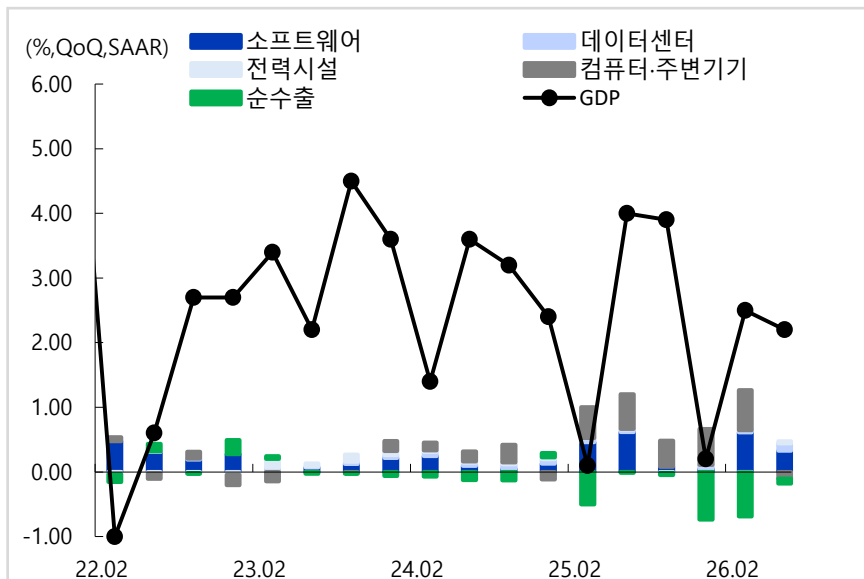


I. 경제 전망(미국) : 높아진 리스크, 강해진 저항력

[미국] AI 투자는 지속, 증가율은 둔화

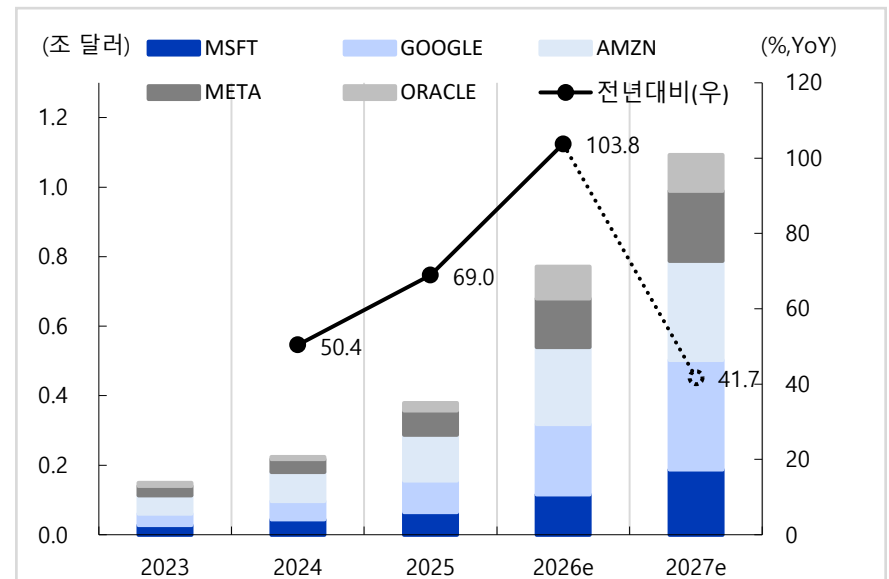
- 미국 경제에서 AI 투자가 차지하는 비중은 꾸준히 상승. 2027년 성장률에 있어서도 AI 투자의 지속 가능성과 증가율 수준이 중요 변수가 될 전망. 다만 AI 투자금액 중 상당 부분은 해외 자본재 수입 형태로 유입되며 성장률에 중립적인 측면이 있음
- 하이퍼스케일러 기업들의 Capex 전망치는 내년에도 금액으로 보면 증가세가 유지. 다만 증가율 자체는 올해 4분기 컨센서스 기준 둔화 될 것으로 전망

미국 GDP 성장률과 AI 관련 투자의 성장 기여도 추정치



자료: FRB, BEA, BLS, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

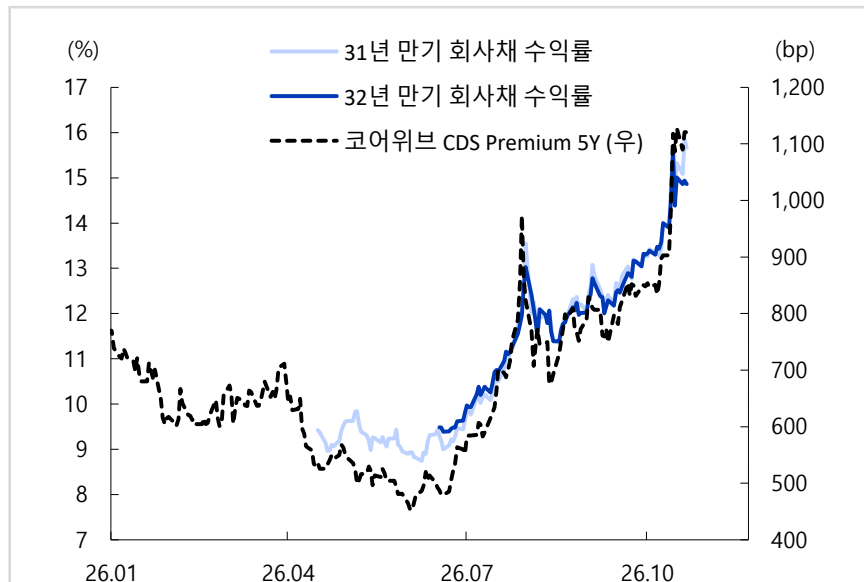
하이퍼스케일러 5개사의 Capex 전망치 (26.10.26기준)



[미국] AI 투자의 조달시장 리스크 부각

- 현재 AI 투자 사이클에서 가장 리스크로 부각되고 있는 것은 조달시장의 불안. 네오클라우드 업체 중 하나인 코어워브의 5-6년 만기 회사채 금리는 두 달 사이 9%대에서 15%대로 급등하며 AI 기업 전반의 조달 비용 상승 우려가 확산
- 다만 현재 AI 기업들의 자금조달 경로가 다변화되어 있는 점을 고려해야 함. 기업대출/회사채/전환사채/벤더 파이낸싱 등 다양한 경로가 존재하며, 현재 문제가 되고 있는 부분은 회사채 시장 중에서도 무담보 채권. 다른 조달 경로로의 확산은 아직 제한적

코어워브 회사채 가격 급락(금리 상승), CDS 프리미엄도 급등



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

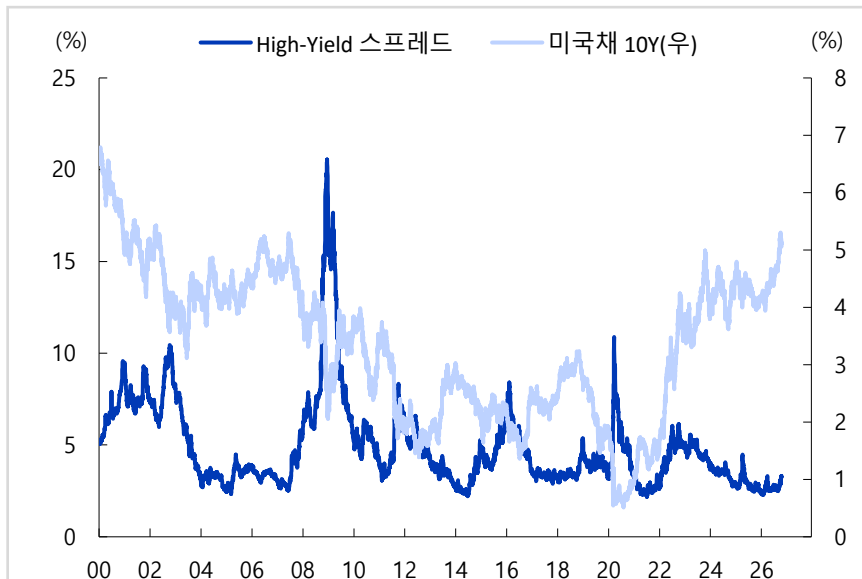
중소형 AI 기업들의 자금조달 경로 구분



[미국] 아직 산업 전반으로 조달 비용 부담이 확산되지 않음

- 조달비용은 기초금리와 가산금리의 합으로 계산. 현재 조달시장의 문제는 기초금리가 되는 국채금리의 상승. 아직 개별 기업이나 산업의 신용위험이 전체 시장에 반영되는 단계는 아님
- 기초금리인 국채금리는 10년물 기준 연초대비 약 100bp 가량 상승. 가산금리는 조달방식/계약조건 별로 상이하겠지만 전반적으로 계약 상대의 신용도에 따라 크게 벌어지기도 하며, 전환사채를 발행한 기업의 경우 주가 움직임에 따라 조달 비용이 달라지게 됨

미국채 10년물 금리(기초금리)와 하이일드 스프레드(가산금리)



자료: Bloomberg, CoreWeave, 교보증권 리서치센터

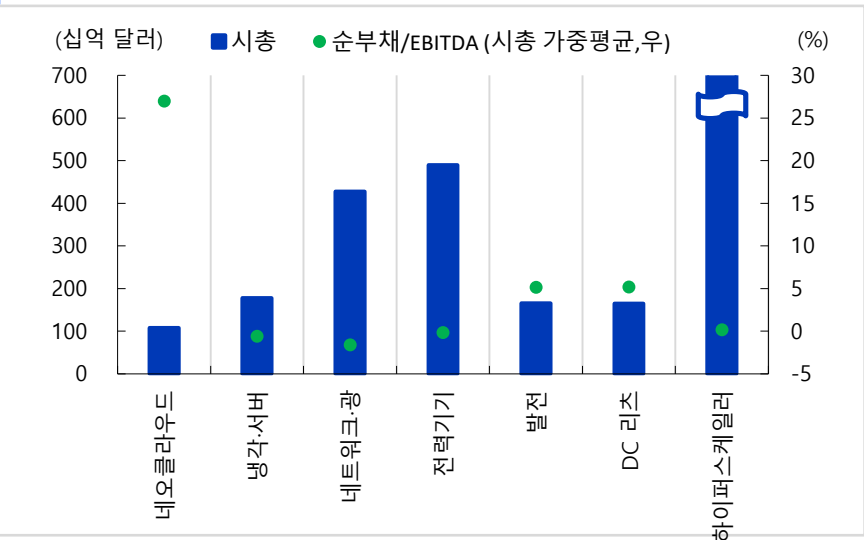
코어위브의 자금조달 내역: 계약 상대의 신용도에 따라 가산금리 격차↑

구분	DDTL 4.0	DDTL 5.0	DDTL 5.5
계약시기	26.03.31	26.05.18	26.08.07
규모	85억 달러	31억 달러	26억 달러
담보 계약 상대	투자등급 AI 기업	비투자등급	등급 미공시
신용등급	A3	Ba2	Ba2
스프레드	SOFR +225bp	SOFR +450bp	SOFR +550bp
만기	6년	5.5년	5년
담보	SPV 전자산	그룹 자산 및 지분	차주그룹 전자산 및 지분 100%
DSCR 유지약정	1.15x	1.35x	1.35x

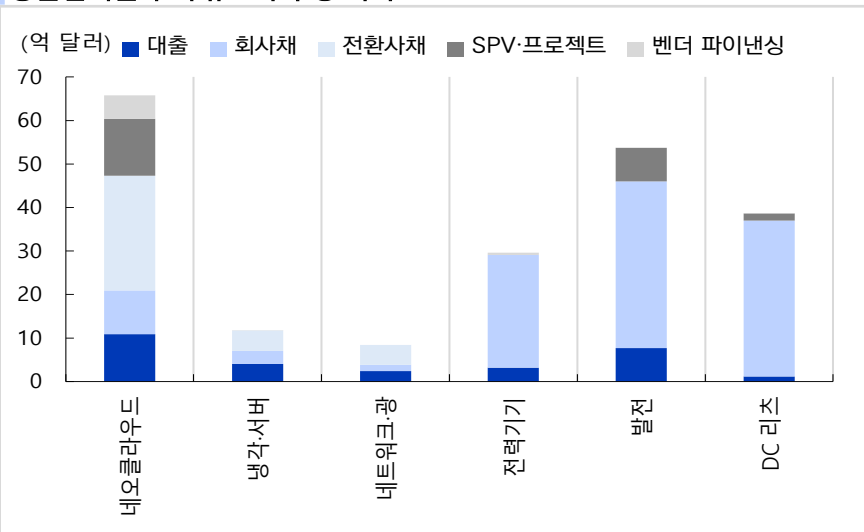
[미국] AI 벨류체인의 약한 고리 - 네오클라우드

- AI 벨류체인 전반으로 봤을 때 하이퍼스케일러 기업들의 경우 회사 채 발행이 늘어나고는 있지만 차입금 비중이 낮고 현금 창출 능력도 양호해 투자 사이클을 저해할 수준은 아님
- 자금조달 리스크에 쉽게 노출되는 기업들은 대체로 공급업체에 해당되며, 네오클라우드/냉각·서버/네트워크·광케이블/전력기기/발전/데이터센터 등이 해당
- 공급업체의 올해 2분기 말 기준 부채 잔액은 약 2,000억 달러 수준이며, 부채의 규모나 잉여현금흐름(FCF)으로 보면 네오클라우드 업체의 자금조달 위험이 가장 높아 보임

하이퍼스케일러와 공급업체의 시총규모와 순부채 비율



공급업체별 부채 규모와 구성 내역



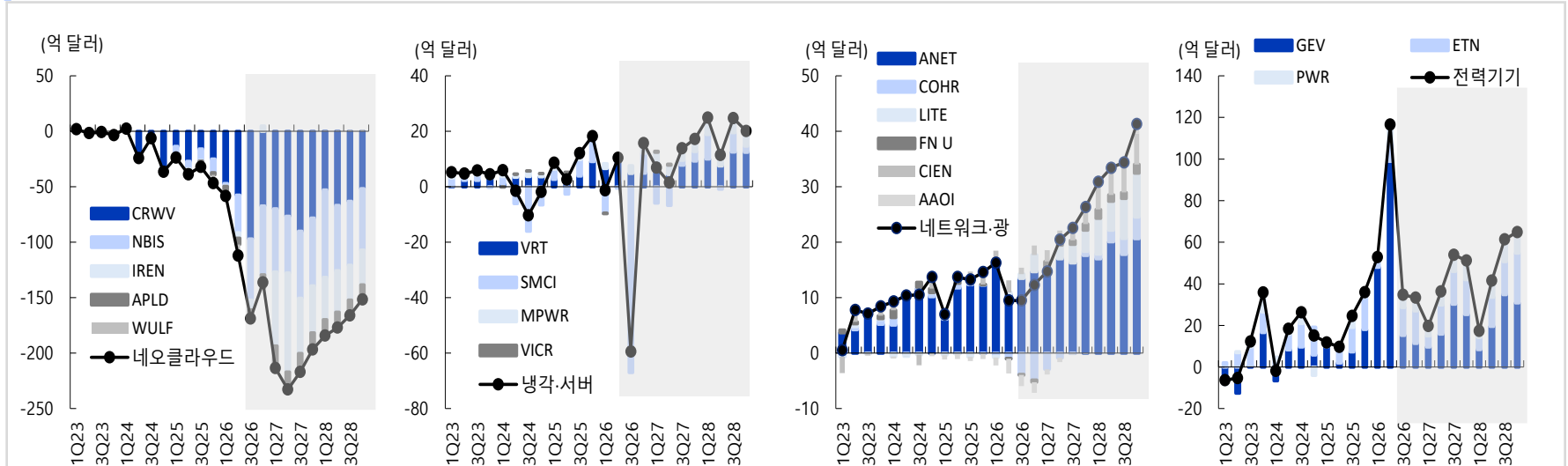
부채 구성별 가산금리 결정 요인: 대체경로 모색할 가능성 ↑

모회사 신용	은행·사모 대출	무담보 회사채	주식연계·하이브리드	
	<ul style="list-style-type: none"> 리볼빙 크레딧(RCF): 팀론 A(은행 보유, 상각) 팀론 B(기관·CLO 신디케이트)-브리지론 사모대출 	<ul style="list-style-type: none"> 선순위 무담보채 (HY-IG) 유로화 등 비달러 채권 	<ul style="list-style-type: none"> 전환사채 의무전환우선주-우선주 	
자산·계약 신용	GPU 담보 DDTL	비소구 SPV 대출	담보채·프로젝트채	사모채·유동화
	<ul style="list-style-type: none"> 모회사 보증 대출 GPU·고객계약 담보, DSCR 약정 	<ul style="list-style-type: none"> 링펜스 SPV, 단일 앵커 계약 보험사 자금 (신용등급) 	<ul style="list-style-type: none"> 자회사 발행 담보채 JV·오프밸런스 프로젝트채(144A) 	<ul style="list-style-type: none"> USPP(미국 사모채)·데이터센터 ABS-CMBS JV 지분(사모펀드 80% + 임차인 20%)
거래상대방 지원	OEM·벤더 금융	공급사 지분·백스톱	고객 선금금	리스
	<ul style="list-style-type: none"> 장비 판매사 할부·단기 금융 	<ul style="list-style-type: none"> 공급사 지분투자·미판매 용량 매입 약정 하이퍼스케일러 임차료 백스톱(+워런티) 	<ul style="list-style-type: none"> 용량 계약 선지급금·선금형 대출 	<ul style="list-style-type: none"> 데이터센터 운용리스·GPU 금융리스 세일앤리스백

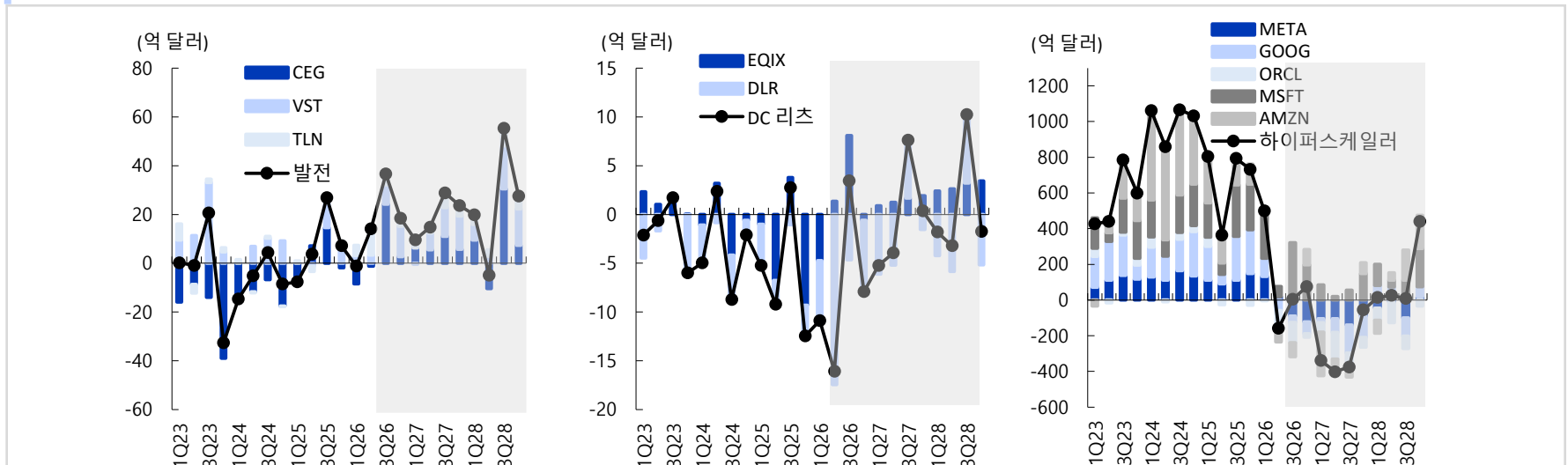
자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: 각 공급업체별 기업 리스트는 다음 페이지를 참고

[미국] 높아지는 AI 수익성에 대한 우려

공급업체 잉여현금흐름(FCF) 컨센서스 추이: 네오클라우드 대규모 Capex로 인해 현금흐름 가장 취약



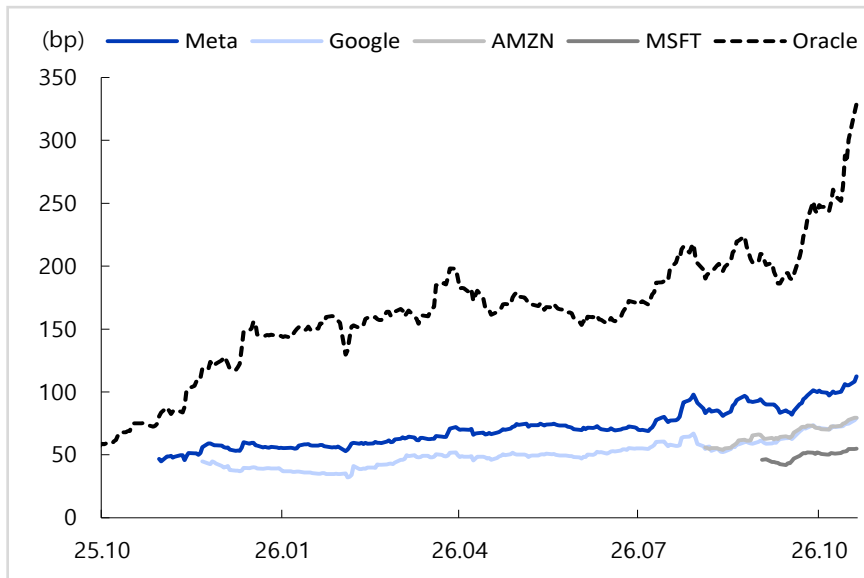
공급업체와 하이퍼스케일러 잉여현금흐름(FCF) 컨센서스 추이: 하이퍼스케일러는 2027년 마이너스지만 28년도부터 정상화 예상



[미국] 투자 중단이나 지연이 될만한 임계점은?

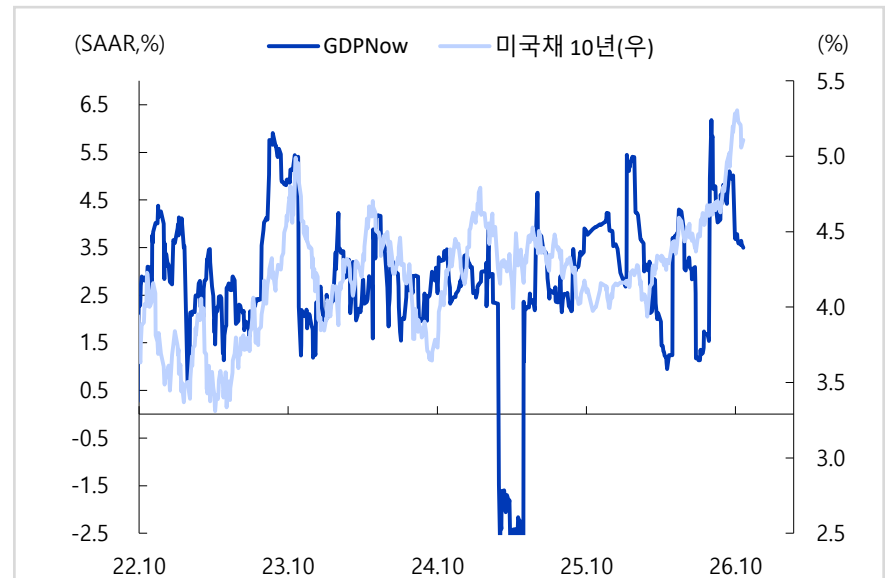
- 이미 발행된 부채보다는 향후 신규 조달될 부채의 비용과 차환 비용이 문제. 모회사 신용을 기반으로 가산금리를 결정하는 은행·사모대출 경로보다 하이퍼스케일러를 계약 상대로 하는 담보대출(DDTL, SPV 대출)이 대체경로로 활용될 가능성 높음
- 이 경우 하이퍼스케일러 기업들의 신용도가 중요한데, CDS 프리미엄이 상승하고 있지만 오라클을 제외하면 절대적 수준은 아직 낮음. 즉 조달비용 급등과 투자 중단으로 이어질 개연성은 낮은 상황
- 투자사이클이 저해될 수 있는 임계점은 찾기 어려움. 다만 "기초금리인 국채금리 상승이 경제성장 뒷받침 없이 이뤄지는 경우(재정우려+수급우려)+ AI 관련 매출 수익성이 둔화되는 조짐을 보이는 경우"가 동반된다면 급격한 조정이 나타날 전망. 아직은 그런 단계가 아님

하이퍼스케일러 5개사의 CDS Premium (5Y)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

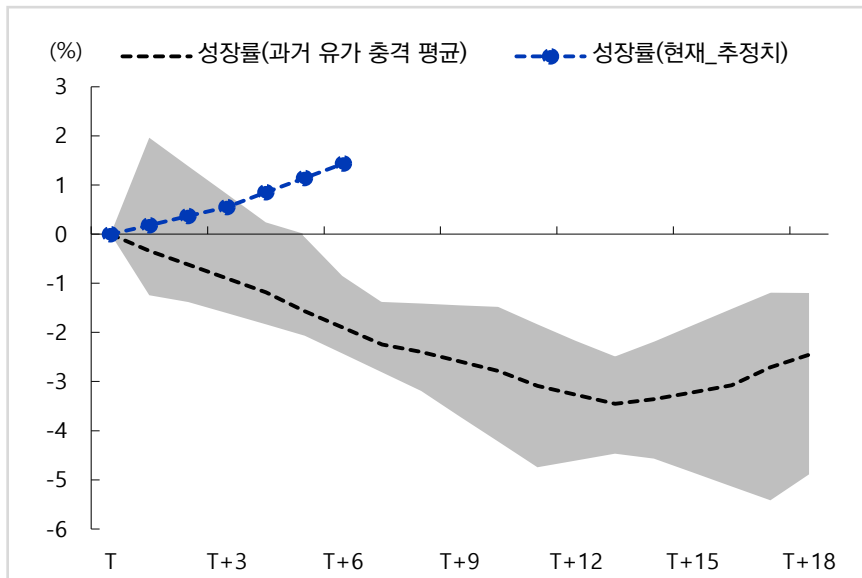
미국 경제성장률 실시간 추정치와 10년물 금리



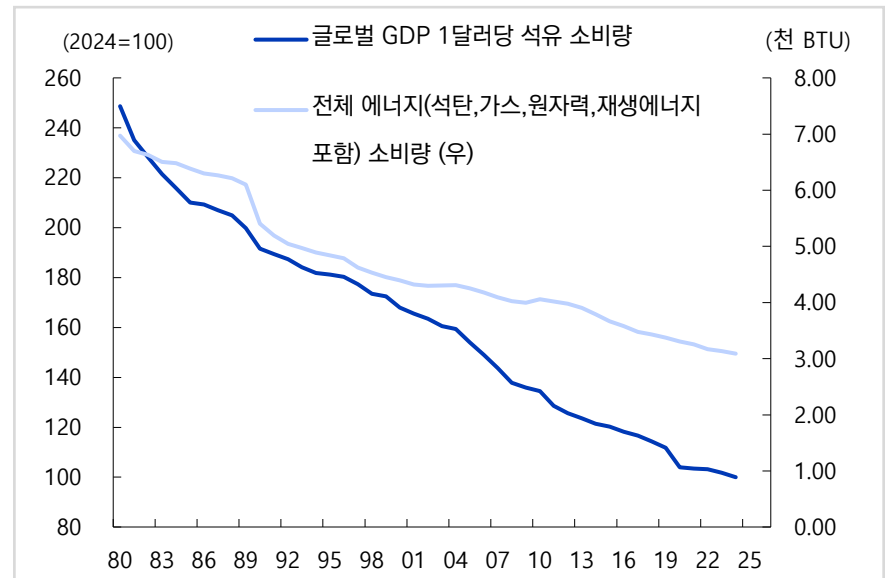
[미국] 아직까지는 버텨낸 유가 충격, 이후에는?

- 미국 경제의 또 다른 리스크는 유가 상승. 과거 에너지 가격 급등(4차례) 당시 미국의 경제성장률은 예외 없이 둔화되었으나, 이번 충격 발생 이후에는 이례적으로 성장률이 견조하게 유지 중
- 그 이유는 전통 에너지에 대한 의존도 자체가 과거 대비 많이 줄었고, 미국은 에너지 순수출국으로 전환되며 오히려 이익으로 작용하는 부분이 있기 때문
- 다만 최근 글로벌 원유 재고의 지속적인 방출로 인해 완충지대는 얇아진 상황. 공급 차질 지속된다면 유가 상승에 따른 실질소득 감소 뿐만 아니라 AI에 필요한 에너지 수급까지 꼬이게 되면서 경제 전반에 충격을 줄 수 있음. 선물시장은 아직까지 내년 유가 하락을 반영중

과거 유가 충격 당시 성장률 경로와 현재: 달라진 상황



글로벌 에너지 의존도는 과거 대비 꾸준히 하락

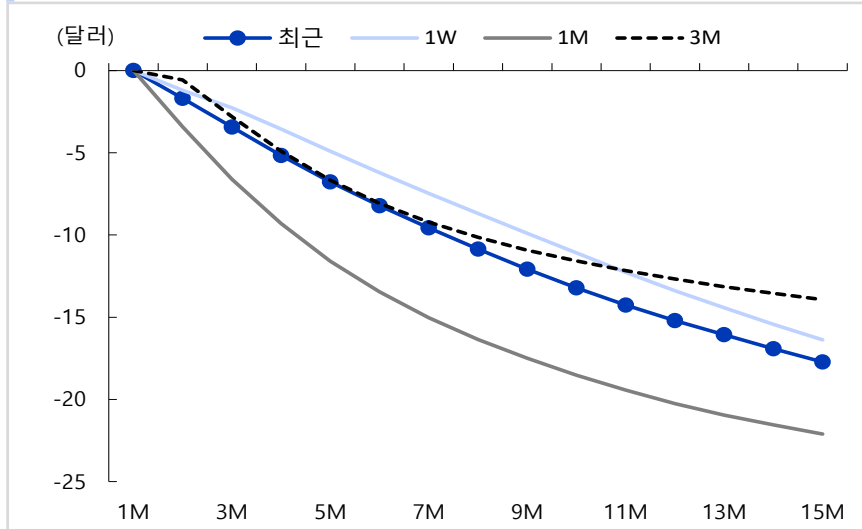


자료: Bloomberg, 저자 계산, IMF, 교보증권 리서치센터

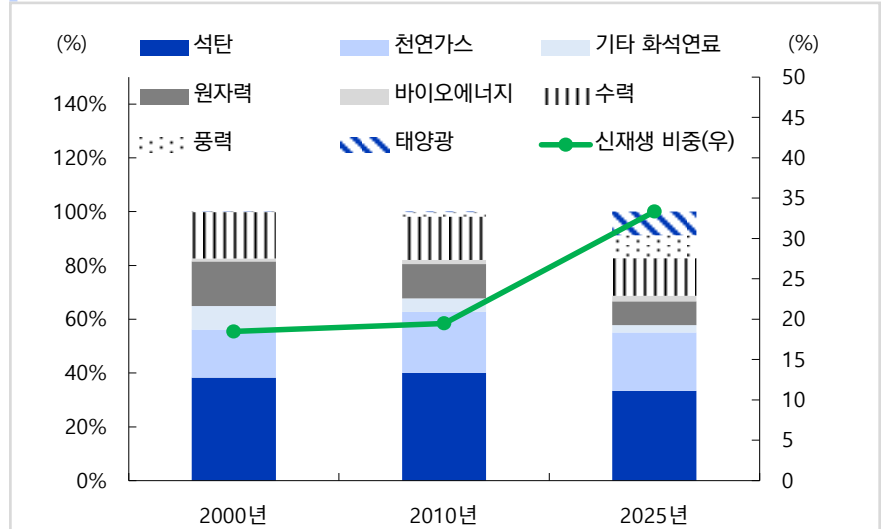
주: 왼쪽 차트 중 X축은 유가 충격 발생 이후 경과 월수. 과거 유가 충격 사례는 1979년, 1990년, 2010년, 2021년 사례를 적용. 음영은 최대/최저, 검은 점선은 평균. 현재 실질 성장률 추정치의 경우 3분기는 GDP NOW 기준 성장률을 적용하였으며, 2026년 충격발생 시점(T)은 2026년 3월로 가정

[미국] 재고 소진 심화, 완충지대는 얇아진 상황

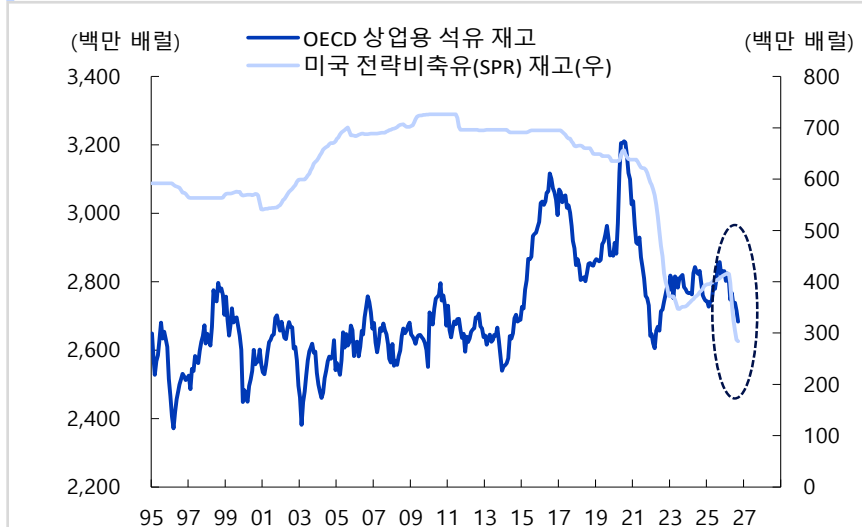
원유 선물시장 반영 가격 백워데이션 여전, 다만 커브는 변동성 ↑



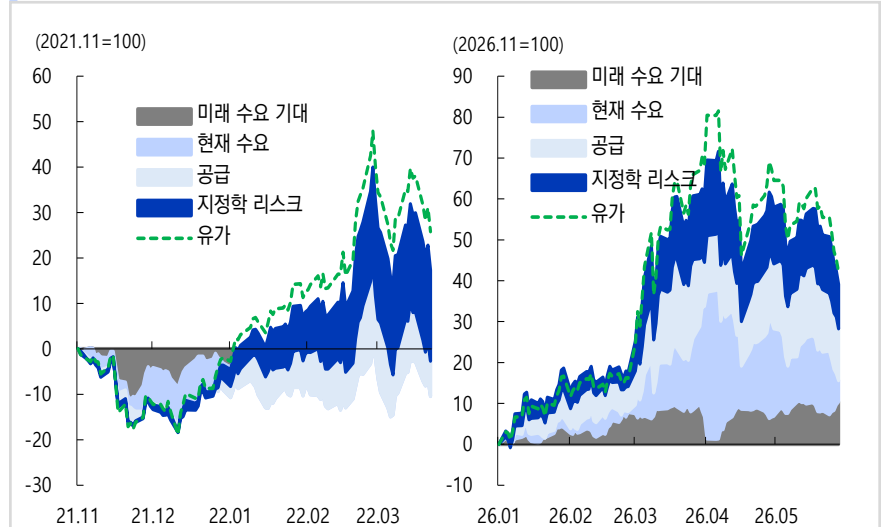
에너지원별 발전량(Twh 기준) 추이: 높아진 신재생 발전 비중



글로벌 원유재고는 장기평균 대비 저점 부근



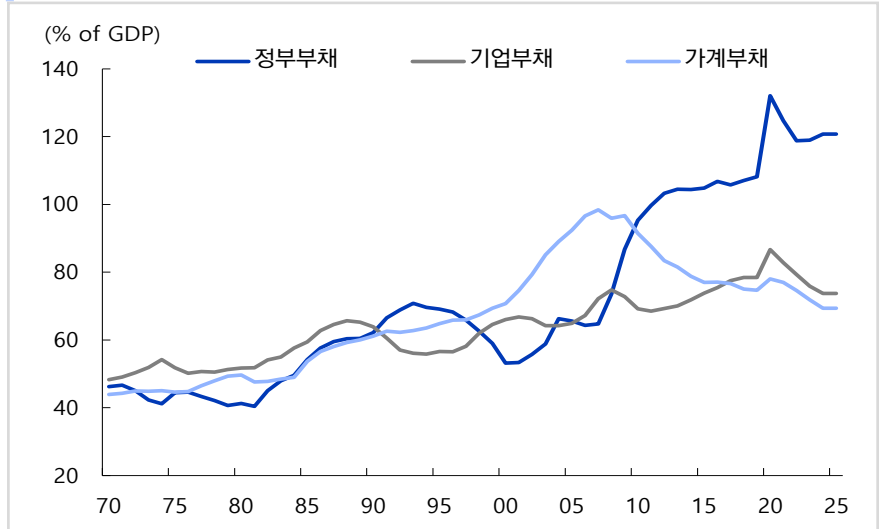
2022년 당시 유가 충격 vs 2026년 현재 유가 충격의 기여도 분해



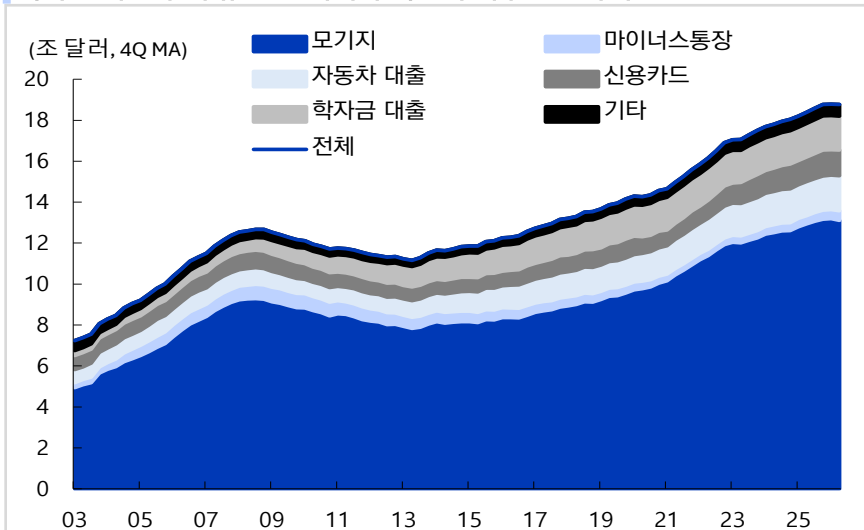
[미국] 고금리의 구축효과는 아직 제한적

- 고금리와 고물가는 구조적으로 K자 양극화를 심화시키는 요인. 고금리는 신용경로를 통해, 고물가는 실질소득 경로를 통해 취약계층을 압박
- 신용경로를 보면 고금리 여파가 민간 신용 리스크로 아직 번지고 있는 상황. 가계부채의 가장 많은 비중을 차지하는 모기지 대출은 아직 저금리 시기에 묶여둔 고정금리 영향에 연체율 영향 제한적
- 게다가 경제 전체의 부채비율을 보더라도 현재 가계부채는 기업부채와 정부부채 대비 양호. 부채위기가 발생한다면 진원지는 가계보다 기업과 국가일 가능성 높음

미국 경제주체별 GDP 대비 부채 비중: 가계부채는 금융위기 대비 낮아짐

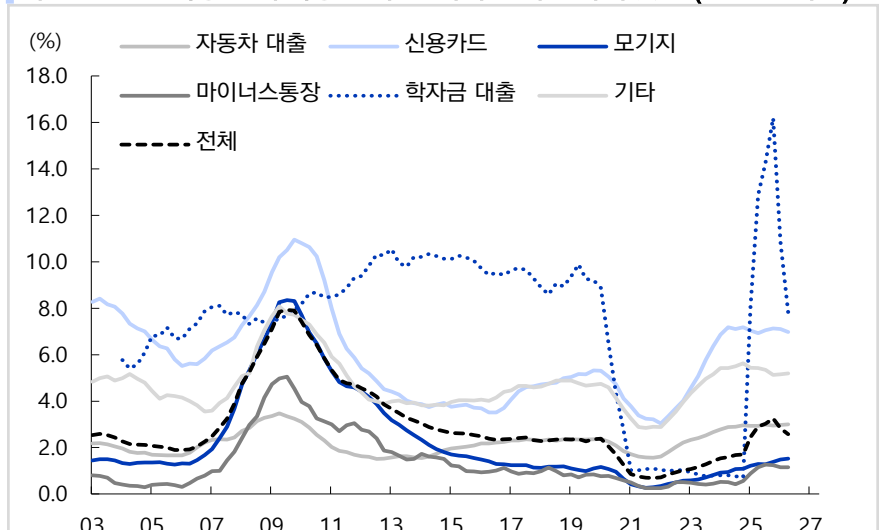


미국 잔액별 부채 규모: 모기지가 여전히 대부분을 차지



자료: NY Fed, FRB, 교보증권 리서치센터

대출별 90일 이상 연체 비중 변화: 모기지 연체율 아직 낮음 (26.2Q 기준)



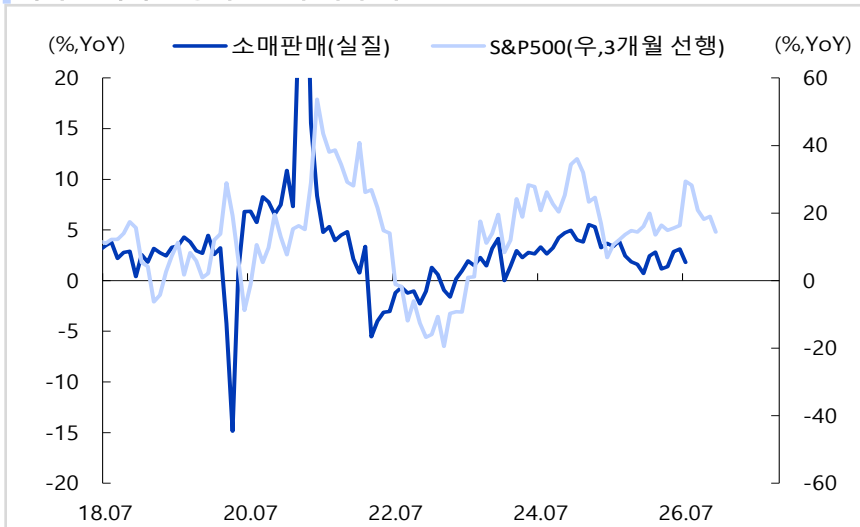
[미국] 고용시장보다 주식시장 조정에 더 크게 반응할 소비

- 현재 미국 경제는 주식시장 조정에 매우 취약한 구조. 소비 기반은 고용시장보다 주식시장 흐름에 더 크게 좌우. 1970년대 이후 가계 자산에서株式이 차지하는 비중은 꾸준히 확대
- AI 투자 사이클 지속과 별개로 수익성에 대한 우려로 주가가 부진할 경우, 주식시장과 내수 소비의 경로를 통해 성장률에 타격

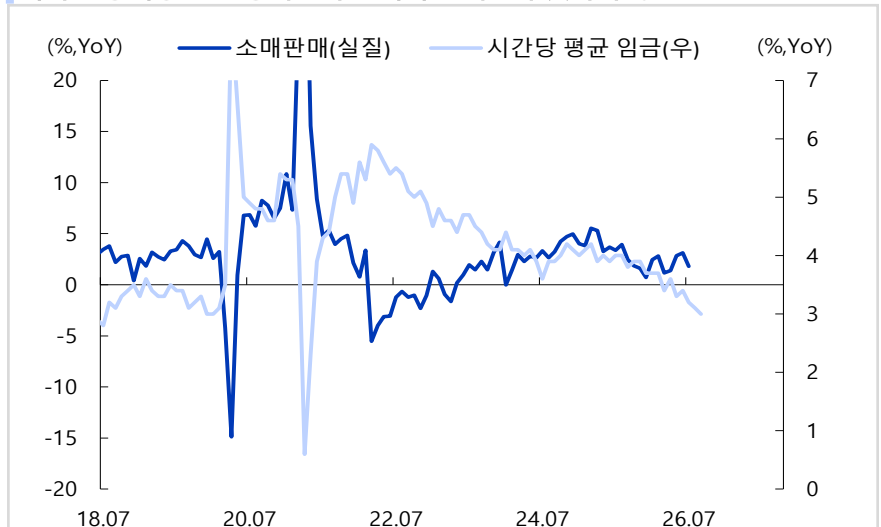
미국 가계 자산내株式이 차지하는 비중은 현재 30% 이상



미국 소비의 선행지표는株式 수익률



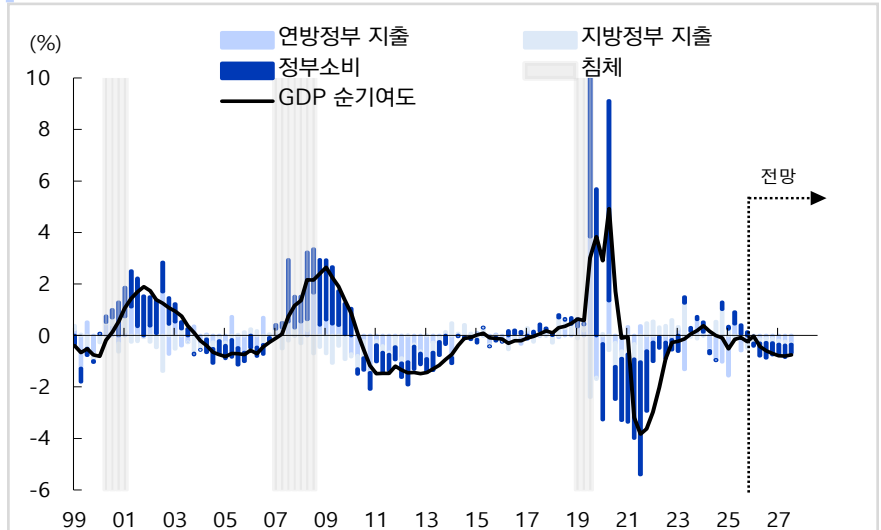
미국 고용시장 임금 증가율과 소비의 관계는 뚜렷하지 않음



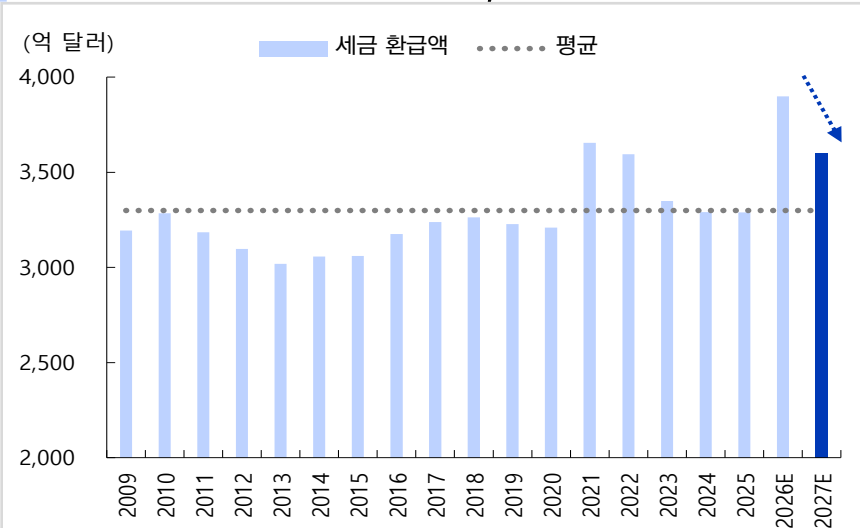
[미국] 정부지출의 성장 부양 효과는 크지 않을 것

- 올해 양호했던 미국의 소비지출은 주식시장의 건조한 흐름 뿐만 아니라 정부의 대규모 세금환급 효과도 있었음. 내년에는 이러한 증분 효과가 사라지며 정부지출이 경제 성장에 미치는 효과는 제한적일 전망
- 반면 IEEPA 법안 무효에 따른 관세 환급은 이미 상당 부분 진행되었으나, 10월 8일 국제무역법원이 소송을 제기하지 않은 수입업자를 환급 대상에 포함시키며 내년까지 추가 환급 이어질 여지는 존재
- 한편 벌어들인 관세로 국민들에게 리베이트 형태로 돌려주겠다는 트럼프 공약은 비현실적. 실제 시행할 경우 추가 재정을 활용해야 함

정부지출의 성장 기여도는 내년을 기점으로 마이너스 전환될 전망

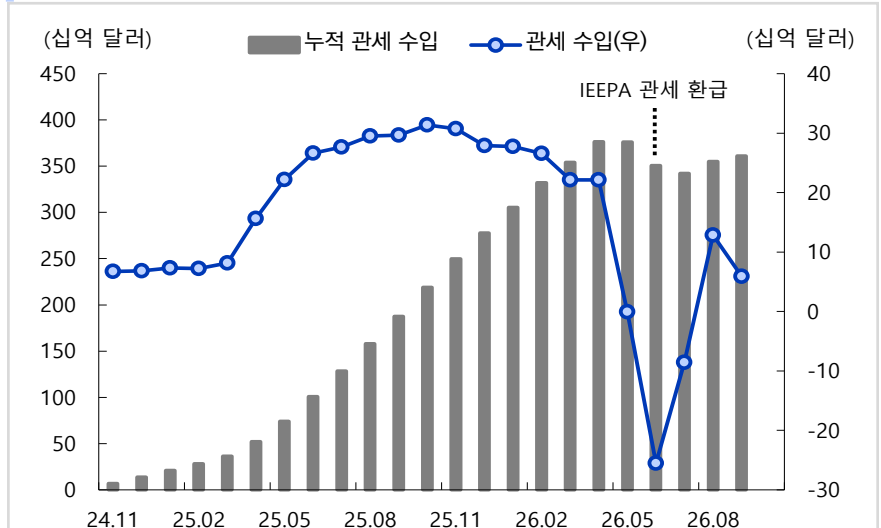


미국 개인소득세 환급액 규모: 올해가 고점, 내년은 소폭 감소 예상



자료: Hutchison Center, US Treasury, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

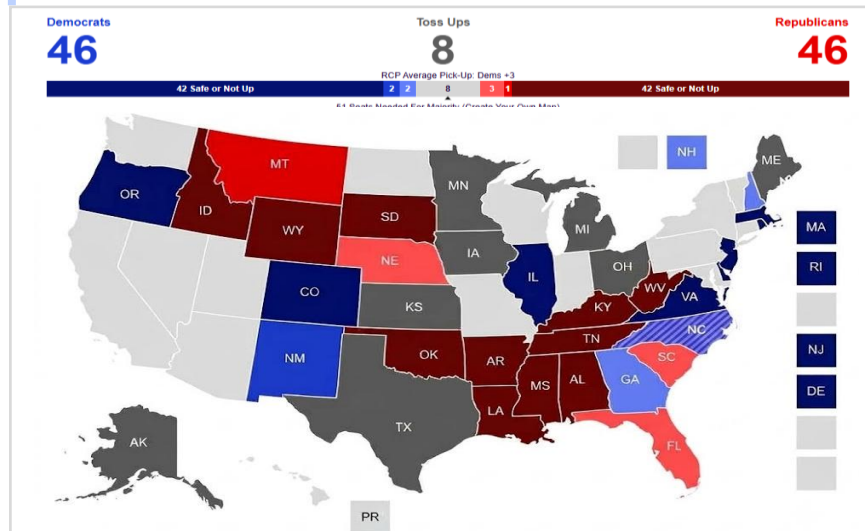
대법원의 IEEPA 판결 이후 미국의 관세 수입은 저조



[미국] 중간선거 - 결과와 무관하게 경제정책에 큰 변화 없을 것

- 중간선거의 경우 1) 상원은 공화당 과반, 하원은 민주당 과반으로 나눠거나 2) 상하원 민주당 장악의 두 가지 시나리오 가능성이 가장 높아 보이는 상황
- 다만 두 경우 모두 관세/재정 정책의 큰 틀에 큰 변화를 주지 않을 것으로 예상. 관세 정책과 이란 전쟁은 대통령 권한으로 지속될 수 있으며, 무엇보다 민주당이 양원을 모두 가져가도 거부권을 뒤집을 3분의 2 의석에는 못 미칠 가능성이 크기 때문
- 민주당의 Blue Wave가 나타날 경우 저소득층 이전지출 증가(ACA 복원과 메디케이드 삭감 철회)와 관세 리베이트 법안이 통과되면서 재정이 더 확장적으로 운용될 가능성은 존재

현재 상원은 민주당과 공화당 경합이 필요



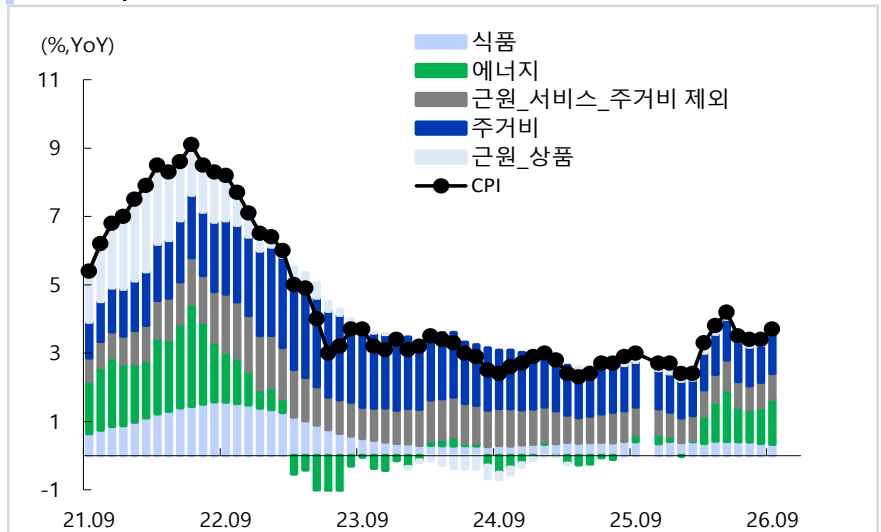
■ 중간선거 시나리오별 경제정책 예상 변화

정책	시나리오 1: 공화당 상원 과반 의석 유지 + 민주당 하원 과반 의석 확보		시나리오 2: 민주당 상·하원 과반 의석 확보	
	변화	내용	변화	내용
관세·무역	유지	<ul style="list-style-type: none"> - 301조 관세가 하한선 역할을 하며 유지 - 무역 정책은 대부분 대통령 권한으로 의회가 수정 어려움 - 국내 입법이 막히면 외교·무역에 더 집중할 가능성 존재 	대체로 유지 (일부 조정 가능)	<ul style="list-style-type: none"> - 대통령 권한이라 유지 - 민주당은 핵심 제조업 보호는 유지하되 일부 소비재 관세인하 추진 가능성 존재
재정·감세	추진 어려움	<ul style="list-style-type: none"> - 주요 세금·지출 법안 통과 어려움, 추가 재정조정은 사실상 불가 - 현 재정경로가 상당부분 유지될 가능성 	추진 어려움	<ul style="list-style-type: none"> - 공화당은 오바마케어 요구 등 헬스케어·사회보장 분야에서 제한적 양보만 확보 가능할 전망
부채한도	협상 부담 증가	<ul style="list-style-type: none"> - 12/11(임시예산(CR) 만료)시점이 레임덕 회기 중 공화당이 부채 한도를 선제 상향할 유력한 기회 	협상 난항 예상	<ul style="list-style-type: none"> - 2027년 협상에서 민주당의 ACA 보조금 연장, 청정 에너지 인센티브 복원 등 요구 예상
연준·인사	유지	<ul style="list-style-type: none"> - 상원 인준권은 공화당이 유지 	인준 견제 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 파월 이사 임기(2028년 1월)와 월러 이사 임기(2030년 1월) 후임 등 모든 지명에 민주당 동의 필요 - 행정부의 연준 인사 구성 영향력 제약 가능
이란 전쟁	작전 지속 / 예산 심사 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 작전은 대통령 권한으로 지속 - 전쟁 예산 승인 과정에서 민주당 견제 	작전 지속 / 예산 심사 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 이란 전쟁이 즉각 종료되지는 않을 것으로 예상 - 다만, 전쟁권한 제한과 국방예산 통제를 통해 트럼프 행정부의 추가 확전 및 장기전 수행 여력은 상당 부분 제약

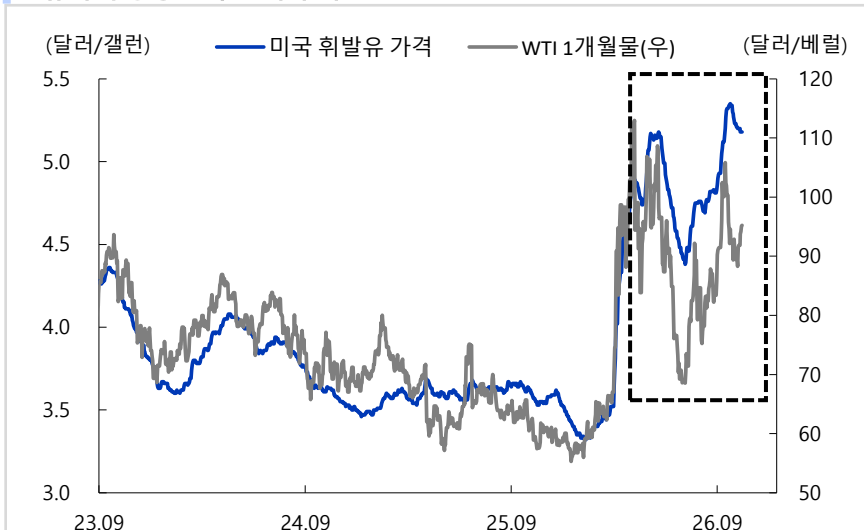
[미국] 물가 – 유가가 여전히 주요 변수

- 현재 미국의 물가는 전쟁 전후 2.4%(2월) → 3.7%(9월)로 급등. 기여도를 분해해 보면 3월 이후 헤드라인 물가 상승의 약 100%를 유가 상승이 기여 (식품 물가 기여도 하락이 근원물가 상승을 상쇄)
- 문제는 원유 가격 뿐만 아니라 정제 마진을 더한 휘발유 소매 가격. 러-우 전쟁에 따른 정제 시설 타격이 지속되면 원유가격이 하락해도 휘발유 가격 낙폭은 제한적일 수 있음
- 긍정적인 부분은 유가를 제외한 기저물가 흐름은 아직 안정적. 명목 임금이나 기대인플레이션을 통한 2차 파급효과는 나타나지 않고 있어, 지정학 리스크가 진정된다면 헤드라인 물가는 내년에 다시 2% 후반대로 하락할 전망

미국 CPI, 전년대비 기여도 분해: 2월 이후 물가 상승은 대부분 에너지

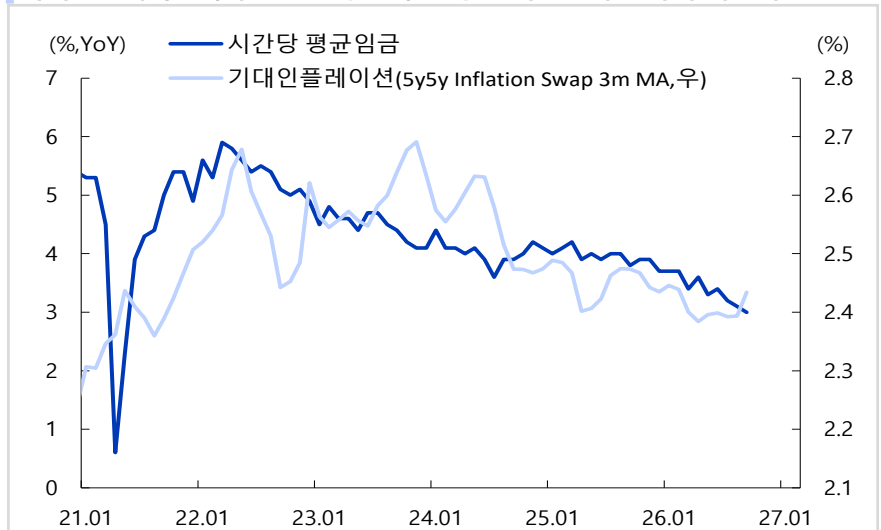


원유가격 상승만이 문제가 아님



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

기대인플레이션이나 임금 인상 요구를 통한 파급효과는 아직 제한적



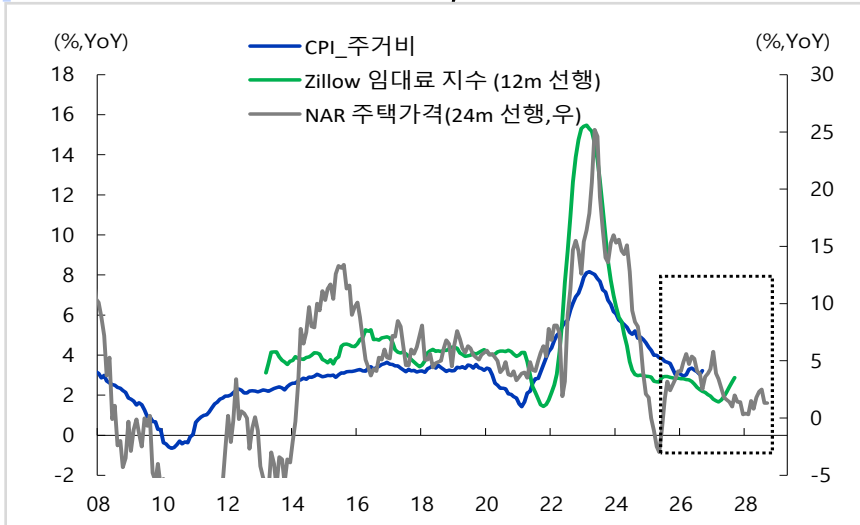
[미국] 물가 - 주거비 영향에 하단은 제한적일 것

- 주택 시장 흐름을 보면 근원 물가는 2.5%~2.8% 수준에서 하단이 강하게 받쳐질 가능성이 높음
- 23~25년에는 주거비가 물가를 끌어내리는 핵심 축이었으나, 현재는 지속되는 높은 모기지 금리가 주택가격과 임대료에 미치는 영향이 차별화되면서 CPI 내 주거비 항목의 하방 경직성이 강화될 전망
- 고금리가 지속되며 매매 수요를 임대 수요로 밀어내는 한 편(주택 소유비용>임대비용), 다세대 착공이 급감하고 있어 임대 수요는 늘고 공급은 줄어드는 상황. 시차를 두고 임대료 가격 상승이 주거비 항목에 반영될 것으로 예상

미국 30년 만기 모기지 금리: 전고점 부근까지 상승

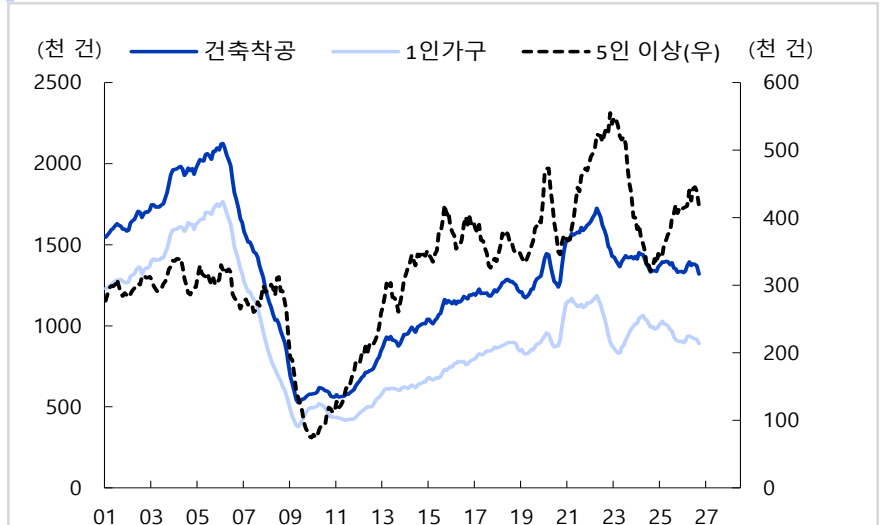


임대료 지수와 주택가격의 엇갈린 흐름, CPI는 임대료 따라갈 것



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

재고 과잉에 착공물량도 꾸준히 감소 중 -> 미래 임대 공급 축소



KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

2027

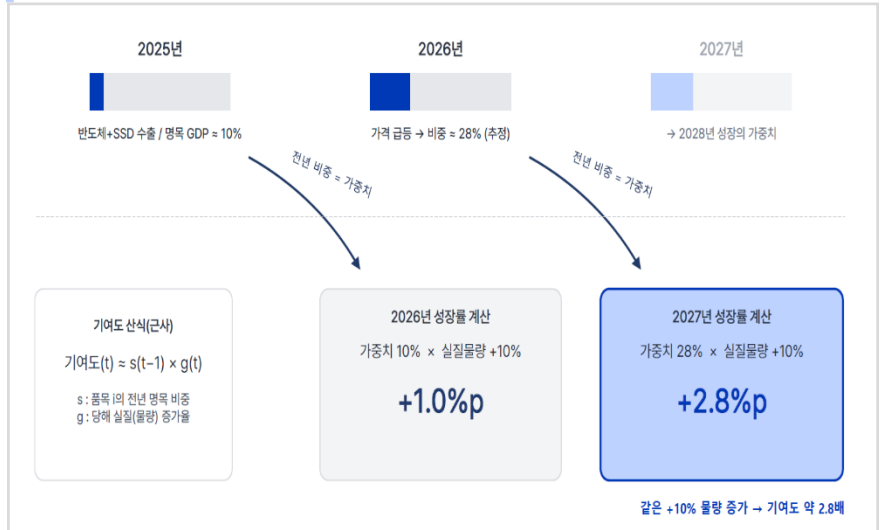


II. 경제 전망(한국) : 수출이 주고 간 선물

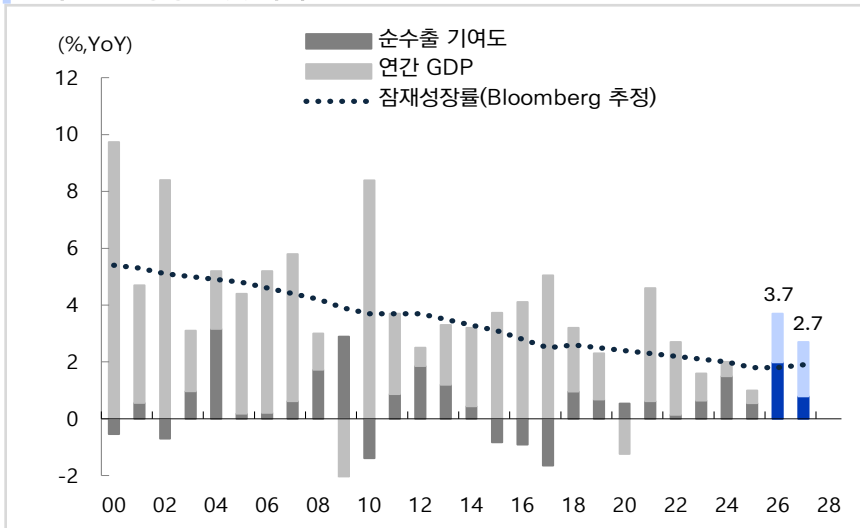
[한국] 양호한 성장세는 내년에도 지속

- 한국 성장률은 올해 3.7%, 내년 2.7%로 양호한 성장 지속될 전망. 수출은 금액 기준 증가는 지속되겠으나 증가율은 올해 연말부터 둔화되어 2028년 초에 마이너스로 전환될 것으로 예상
- 수출 증감율이 둔화해도 성장 기여도는 여전히 높을 것. GDP 산식 상 올해 가격 급등으로 인해 명목 비중이 커진 반도체 수출 품목은 내년 GDP 계산 비중이 높아지기 때문
- 게다가 수출을 제외하고 보더라도 정부지출 확대와 설비투자 증가 등 성장 플러스 요인 존재. 내년에도 잠재성장률을 상회하는 양호한 성장세 이어질 전망

2027년 GDP 산식 변화 (연쇄가중법 예시)

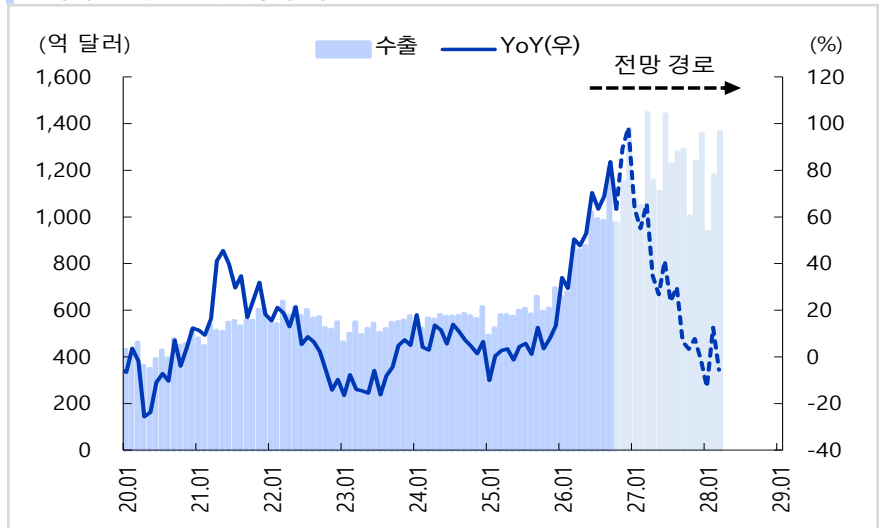


한국 GDP 성장률 및 기여도



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

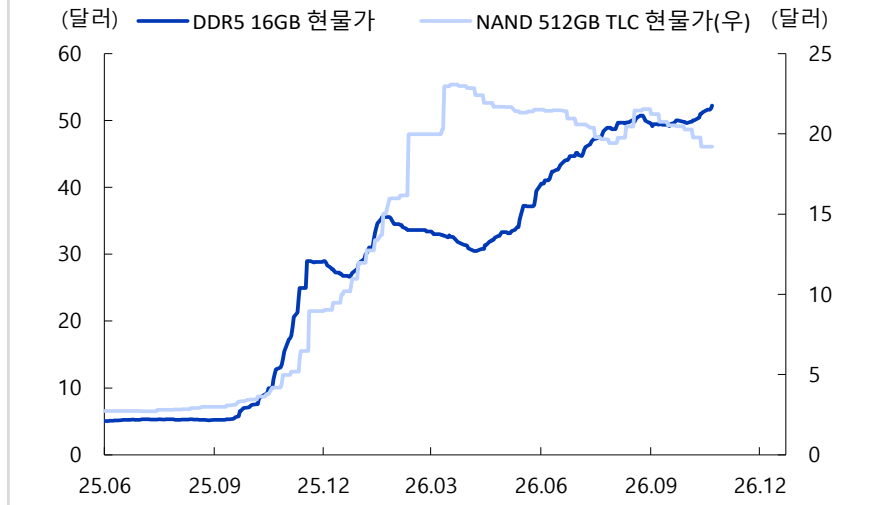
한국 수출 증감율 및 추정치



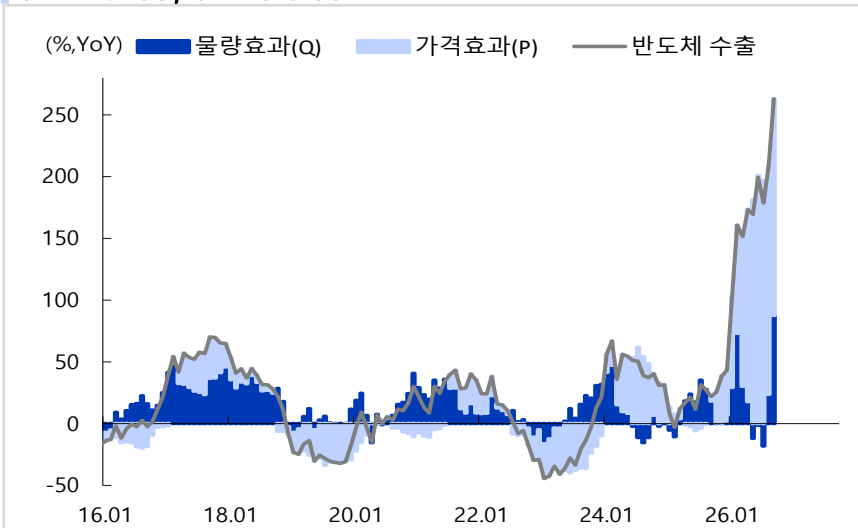
[한국] 반도체 가격 효과는 피크아웃, 물량 효과가 일부 상쇄

- 반도체 가격 상승은 올해 수출금액 증가의 대부분을 기여. 다만 내년 도 공급 부족이 지속된다 하더라도 현물 반도체 가격 상승세는 고점 대비 둔화될 것으로 예상
- 줄어드는 가격효과를 물량효과가 일부 상쇄하며 수출 둔화 속도를 제어할 것. 게다가 반도체 가격의 현물가격과 별개로 계약가격이 높은 수준으로 유지된다면 예상보다 양호한 수출 흐름 지속될 여지
- 한편 반도체를 제외한 비IT 품목의 수출이 반등 중. 유가 상승에 따른 석유·화학품 수출과 AI 투자에 따른 철강금속·기계류 수출도 동반 증가

DRAM 현물가격은 증가세 둔화, NAND 가격은 하락

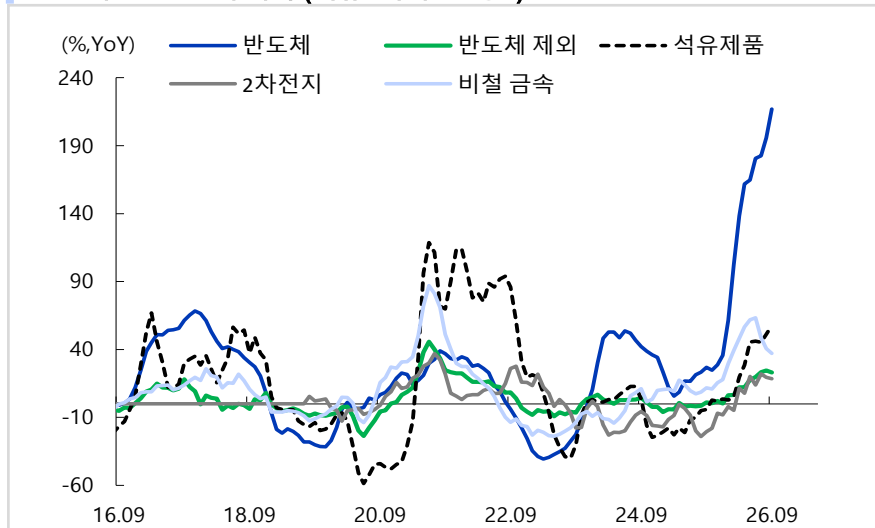


수출 물량지수, 수출 가격지수



자료: 한국은행, 국가데이터, 교보증권 리서치센터

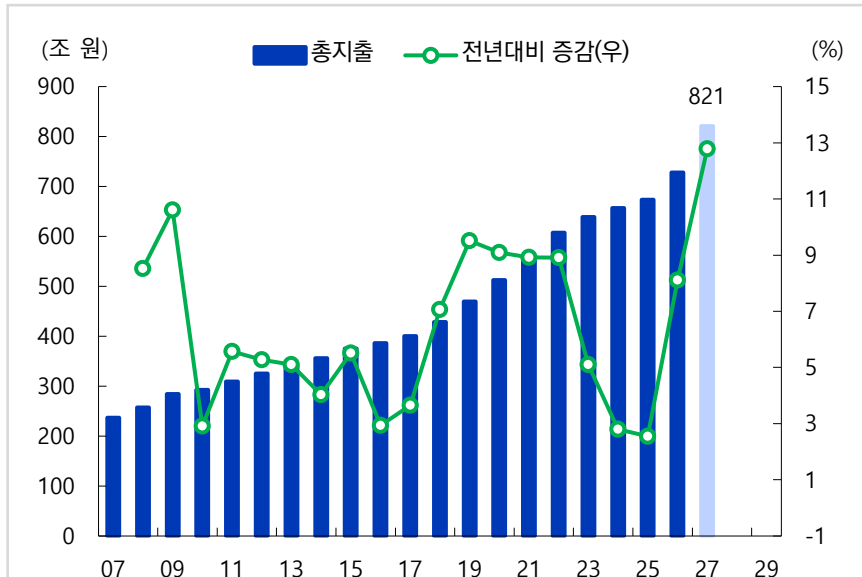
반도체 VS 반도체 제외 (석유..기계.. 철강..)



[한국] 수출을 제외하더라도 성장 동력 존재

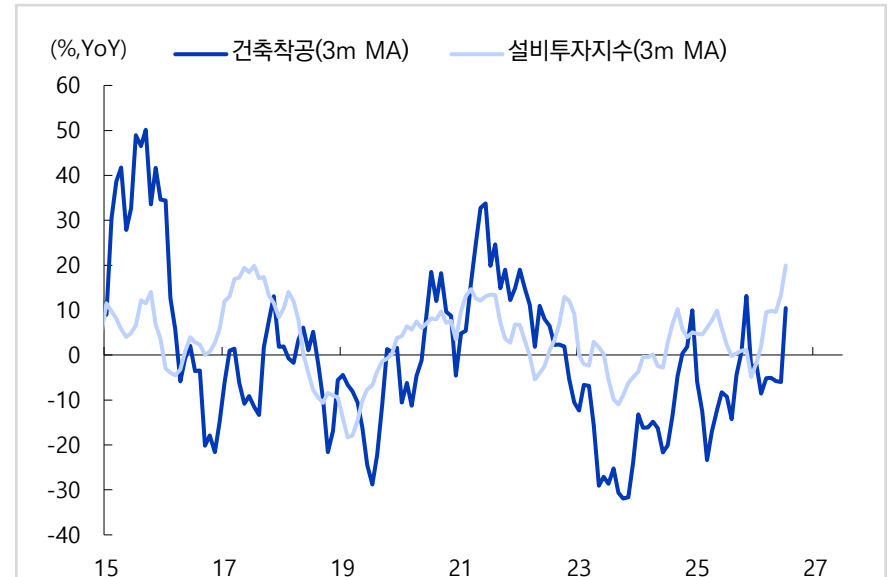
- 늘어나는 정부지출은 성장률에 긍정적 요인. 내년도 예산안에서 예정된 재정지출은 약 821조 원으로 20년래 가장 높은 증가율을 기록. 반도체 초과세수를 활용해 AI 관련 투자(+97.2%, YoY)와 차세대 첨단산업(+22.7%, YoY) 중심으로 투자성 지출 여력 확대
- 건설투자는 반도체 공장과 데이터센터 등 AI 관련 투자지출 증가세에 힘입어 최근 반등, 설비투자 또한 반도체 장비 등 기계류를 중심으로 높은 증가세를 유지. 수출 증가율 둔화에도 불구하고 당분간 정부지출과 국내투자가 성장률을 견인할 전망

2027년 예산안 기준 총지출은 821조로 큰 폭 증가



자료: 기획예산처, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

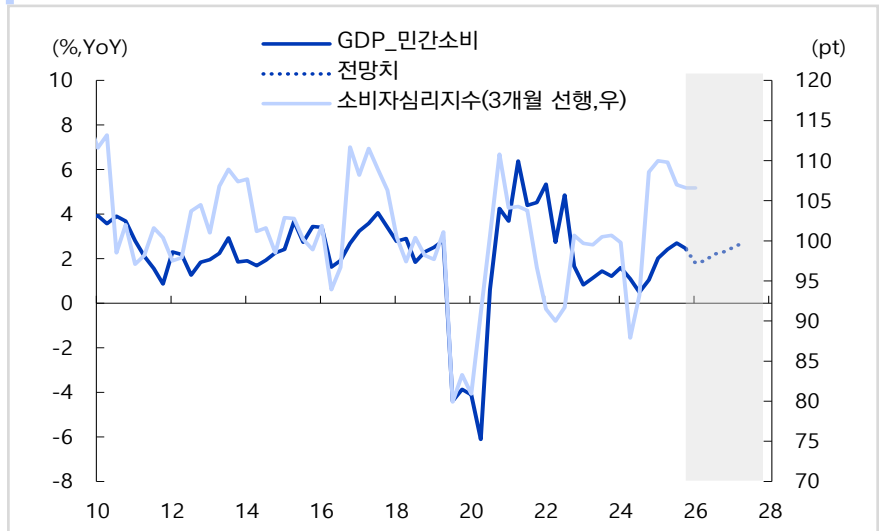
건축착공과 설비투자는 AI 낙수 효과로 반등세 지속될 전망



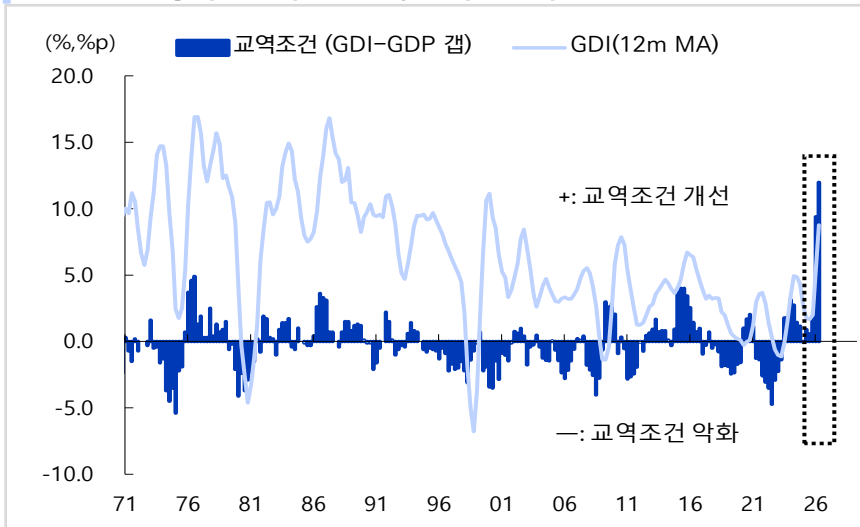
[한국] 조건부 경기 낙관론

- 민간소비는 내년도 완만한 회복세 이어질 전망. 현재는 GDP 개선세보다 교역조건을 반영한 GDI 개선폭이 더 큰 상황. 과거 교역조건 개선은 통상 유가 하락(수입물가 하락) 국면에 의존했으나, 이번 사이클에서는 반도체 가격 상승(수출물가 상승)에 기인하며 민간 소비 확대로 이어지는 경로가 강화
- 교역조건 개선의 이익은 대부분 기업의 영업이익으로 귀속. 가계 소비로 이어지기 위해서는 기업의 이익이 1) 임금과 성과급 인상 2) 배당소득 증가 3) 정부 세수 증대로 인한 이전지출 증가 4) 환율 하락에 따른 구매력 개선 등 경로로 가계에 전달되어야 함. 이러한 파급효과가 시차를 두고 내년도부터 완만하게 나타날 전망

민간소비 전망치와 소비자심리지수: 완만한 반등세 지속될 전망

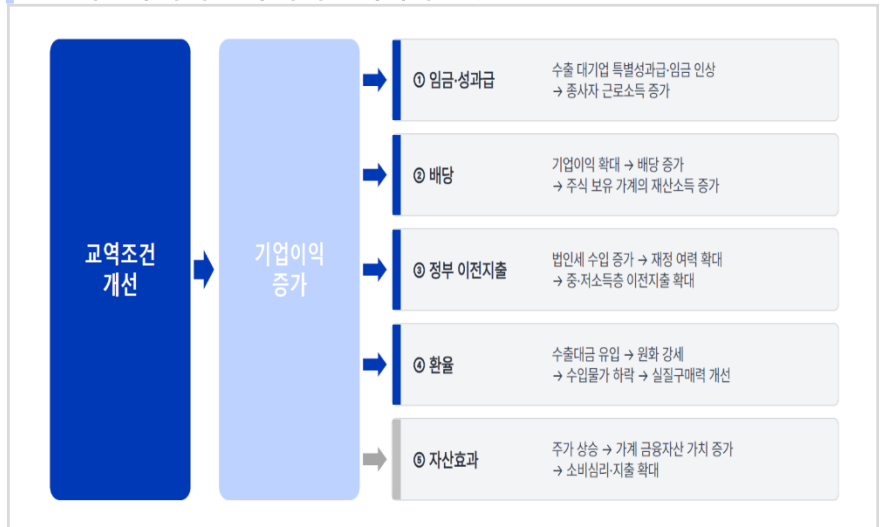


실질 GDP도 좋지만 교역조건은 더 큰 폭으로 개선



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

GDI 개선이 가계 소비 확대로 이어지는 경로



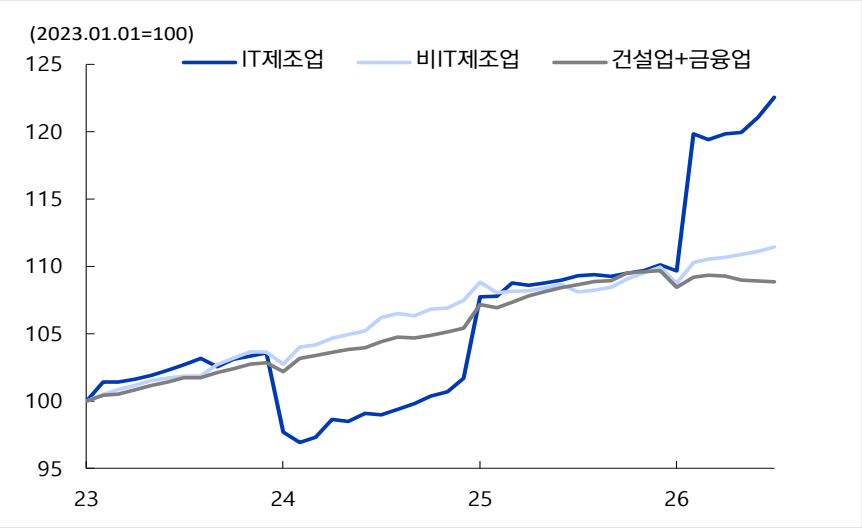
[한국] 소득 양극화 ≠ 소비 양극화

- 내년 1분기에는 반도체 기업들 중심으로 성과급 지급이 급증하며(약 60조원 규모) 가계 소비 여력이 확대될 전망. 다만 성과급 지급이 소수 업종과 인원에 집중되는 만큼 전반적인 소비 확대로 이어질 지는 지켜봐야 하는 단계
- 반도체 업종 중심의 임금 상승세로 인해 계층간 소득 격차는 더 확대될 전망. 다만 법인세로 확보한 세수를 이전지출 형태로 저소득층에 지급하며 저소득층 소비도 일부 개선될 여지 존재

내수 회복 여건별 영향 시기 및 계층 (한국은행 재인용)

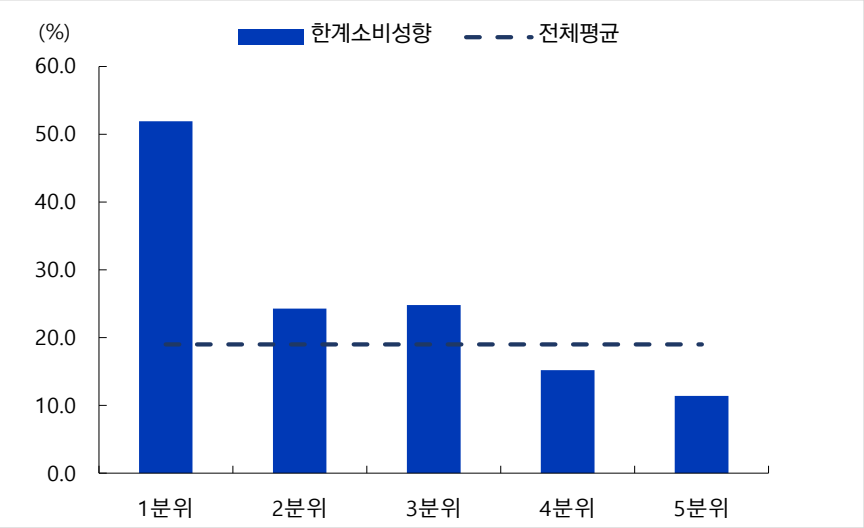
요인	영향 시기	영향 계층
회복 여건	26.3/4 4/4 27.1/4 2/4 3/4 4/4 영향 강도 약 중 강	저소득 중소득 고소득 약 중 강
1 특별성과급		
배당		
2 정부 이전지출		
3 환율 하락		

국내 업종별 임금 증가세: IT 제조업 중심 증가, 소득격차는 확대 지속될 것



자료: 한국은행, 고용노동부, 교보증권 리서치센터

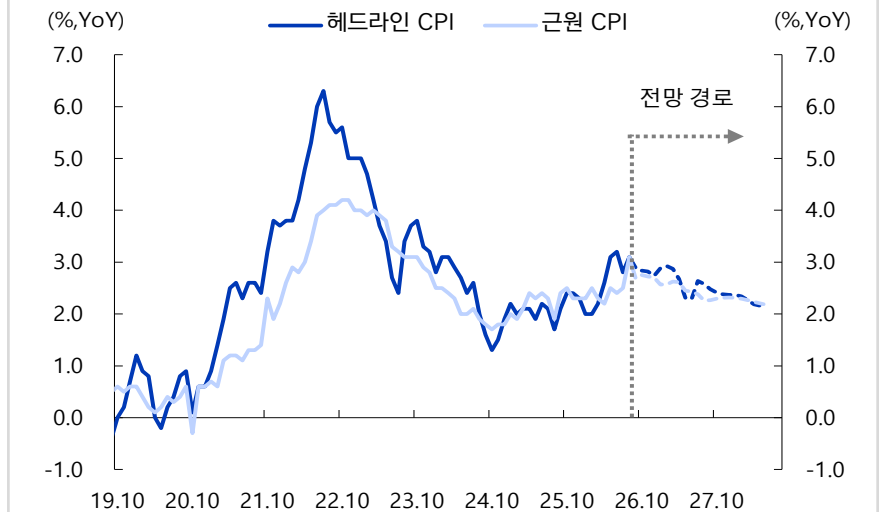
정부 이전지출은 한계소비성향이 높은 저소득층 소비를 확대시킬 것



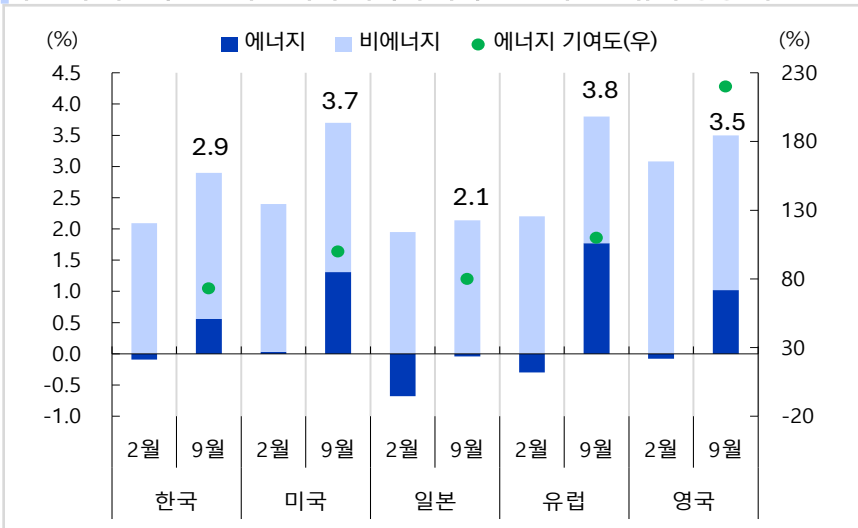
[한국] 물가 - 주요국 대비 잘 버텨낸 유가 충격

- 국내 물가는 헤드라인 기준 올해 2.8%(평균), 내년 2.4%(평균) 수준으로 둔화될 전망. 국내 물가에 있어 중요한 부분은 공급 인플레이션보다 수요 인플레이션
- 한국의 경우 중동발 에너지 공급 충격 영향이 제한. 3월 중동전쟁 발발 이후 주요 선진국 대비 헤드라인 물가 상승폭이 크지 않았고, 기여도를 보더라도 에너지 가격이 물가 상승에 미친 영향이 상대적으로 작았음
- 이는 최고가격제 시행 + 원유 대체 수송로 확보 등으로 에너지 물가 상승 부담을 상당 부분 흡수한 영향

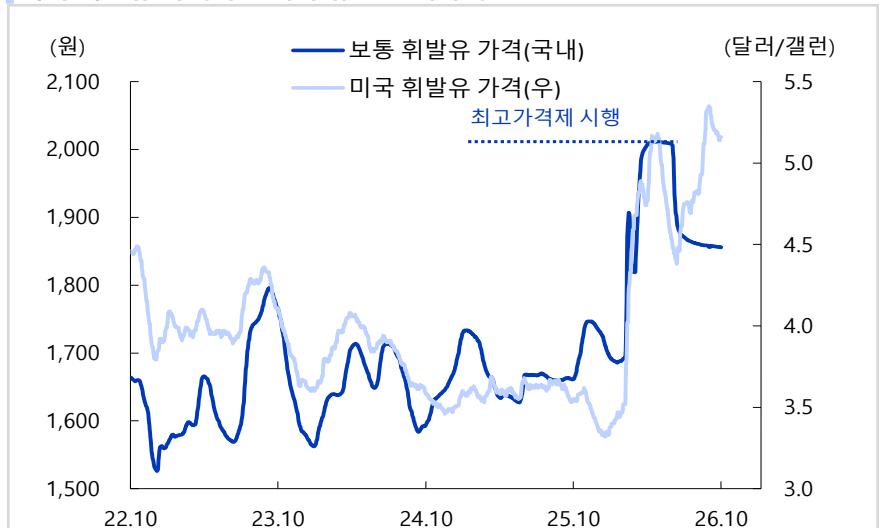
국내 CPI와 전망 경로: 완만히 둔화되겠으나 2% 목표는 2028년 도달 예상



주요국 헤드라인 물가 변화와 에너지 기여도: 한국은 고유가 영향 제한



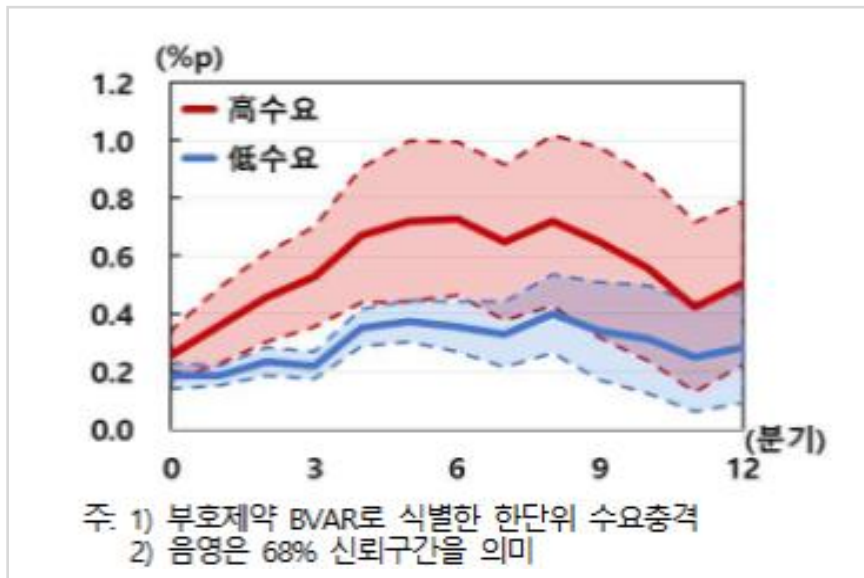
미국 휘발유 가격과 한국 주유소 판매가격



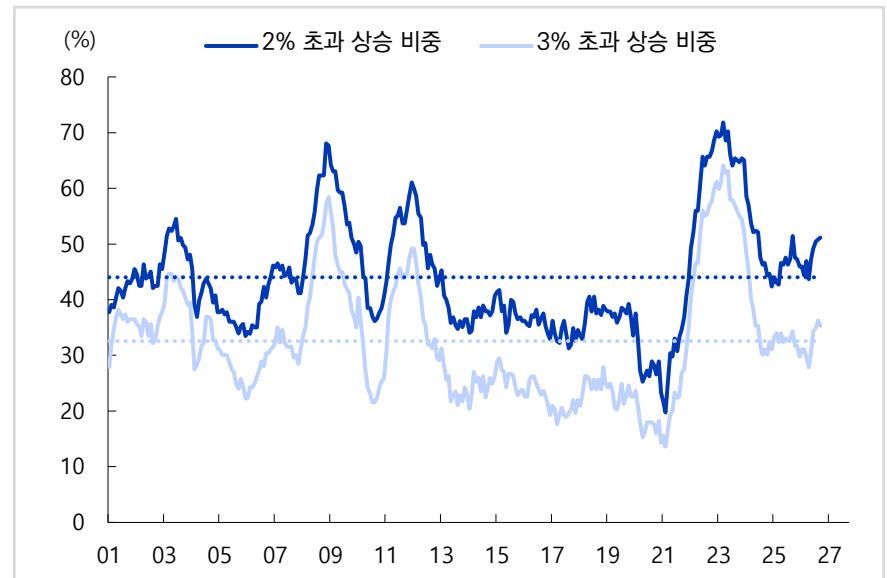
[한국] 물가 – 향후 근원물가 추이에 따라 금리 경로에도 큰 변화

- 중요한 것은 에너지를 제외한 근원 물가(수요 인플레이션)의 향방. 한국은행의 경우 GDI 개선이 가계 소득 여건을 개선시켜 향후 근원물가에 상방 압력을 가할 수 있다고 분석
- 근원물가의 전품목 확산 정도를 보면 장기평균 대비 높은 수준이나, 과거 근원 물가 상승기 대비하면 강도는 약함
- 최근 근원물가 상승은 수요 확대 영향보다 유가 영향 품목에 집중되었고, 여행철 수요에 따른 계절성 측면이 있음(다음 페이지 참고). 아직 서비스 수요의 전반적 확산을 예측하기에는 이른 상황. 향후 근원물가 확산 여부에 따라 국내 통화정책 경로에 큰 변화가 발생할 여지

■ GDI 수요 충격이 근원물가에 미치는 영향 (한국은행 재인용)



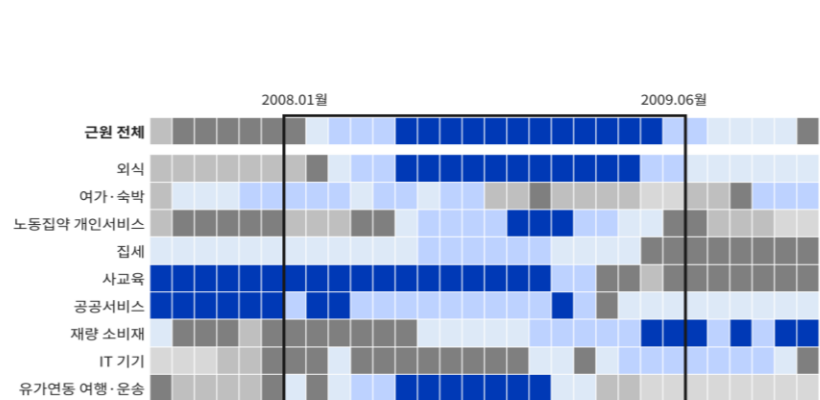
■ 국내 근원물가 전체 품목 중 2%,3% 초과 상승 품목 비중 (물가확산지수)



자료: 한국은행, 국가데이터처,저자 계산, 교보증권 리서치센터

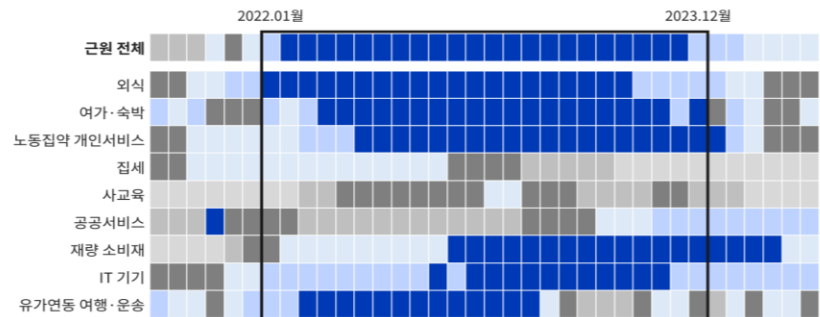
[한국] 물가 – 아직 전반적인 확산 단계는 아님

과거 근원물가 상승기와 비교한 2026년 근원물가 구성 히트맵: 2026년 현재(우측 하단) 아직 전반적 확산을 단정짓기는 어려움



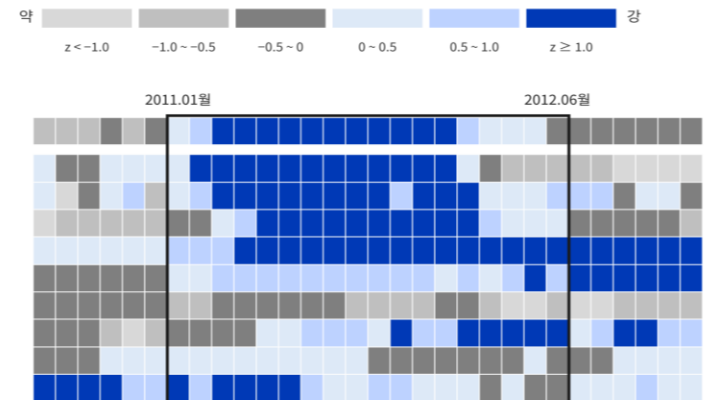
<1기> 2007.07~2009.12

주도: 외식 · 사교육 | 성격: 수요 · 비용 혼재



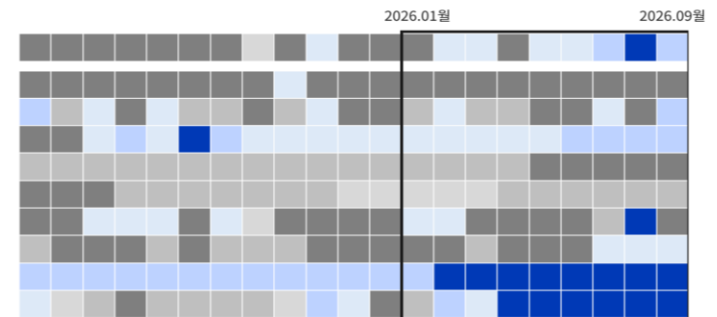
<3기> 2021.07~2024.06

주도: 외식 · 여가숙박 · 개인서비스 · 재량소비재 | 성격: 전면적 수요 확산



<2기> 2010.07~2012.12

주도: 집세 · 여가숙박 · 개인서비스 | 성격: 주거 · 서비스 수요



<4기(현재)> 2025.01~2026.09

주도: 유가연동 여행·운송 · IT 기기 (노동집약 서비스 일부) | 성격: 공급·비용 요인 주도

자료: 한국은행, 국가데이터저, KOSIS, 저자 계산, 교보증권 리서치센터
주: 품목 그룹별 전년 대비 동월비를 2002.01~2026.09 평균·표준편차로 표준화(z)하여 상대 강도를 계산

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

2027

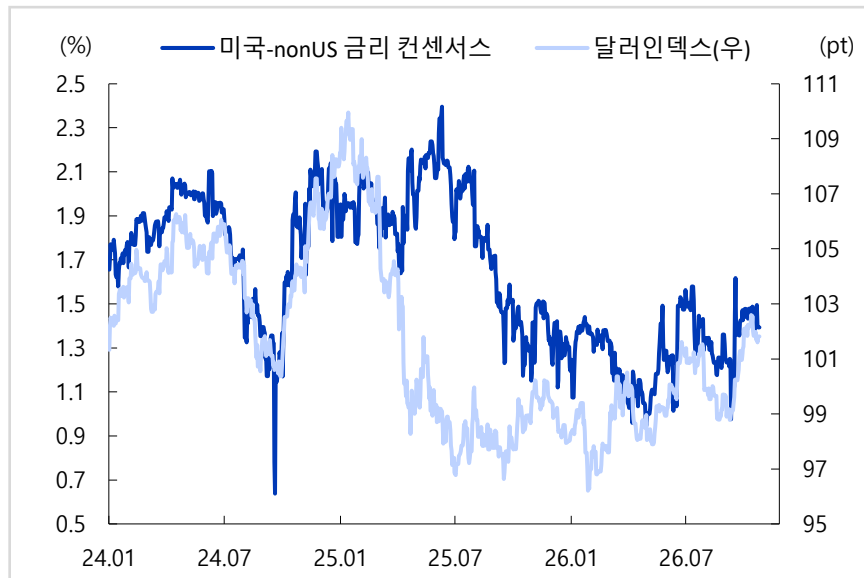


III. 외환시장 전망(달러) : 달라질 달러, 달라진 달러

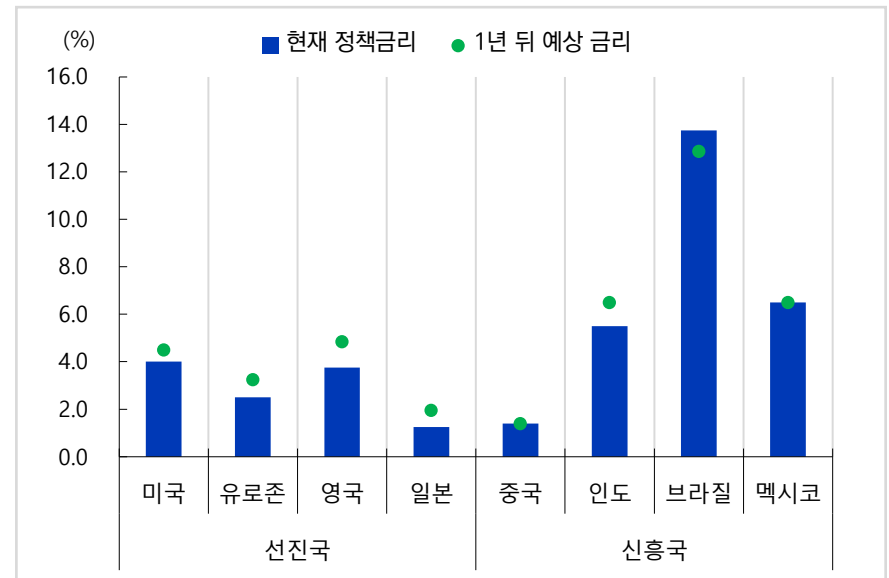
[달러] 2027년에는 약세 압력이 우위

- 달러화는 올해 대체로 강세 흐름. 강세폭의 대부분은 미국과 non-US 국가간 금리차로 설명이 가능. 중동 지역의 지정학 리스크가 물가를 높이며 연준의 인상 기대감으로 작용한 한편, AI 투자 지속에 따른 성장효과도 달러화 강세 재료로 소화
- 다만 내년도 달러화는 강세재료보다 약세재료가 우위. 선물시장에 반영된 글로벌 금리 전망치를 보면 연준의 인상폭 대비 선진국(유로존/영국/일본)의 인상 기대가 더 강함. 게다가 신흥국을 보더라도 인하 기대감이 있는 브라질을 제외하면 대체로 매파적 기조 유지

미국-비미국 시장금리 컨센서스와 달러인덱스 추이



주요국 현재 정책금리와 1년뒤 예상 금리 수준: 미국의 인상폭 크지 않아



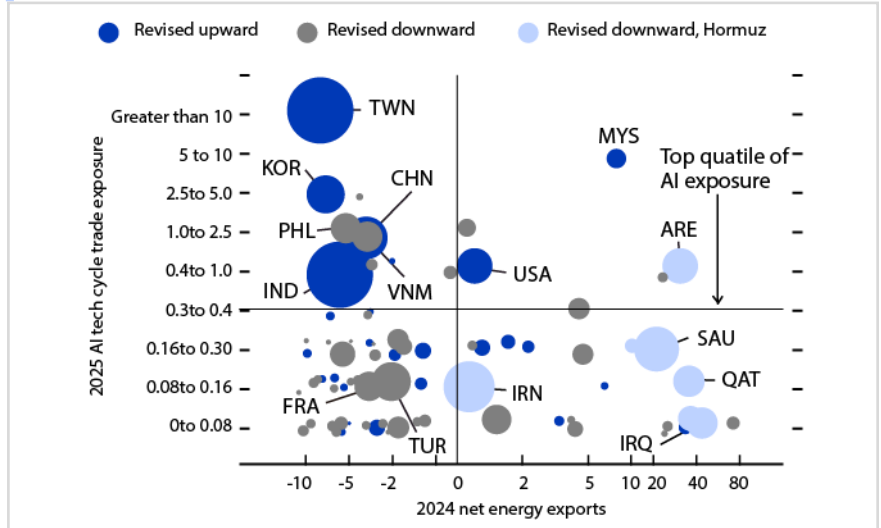
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주: 각국 1년뒤 예상 금리는 OIS 시장에 반영된 내재금리를 적용. 중국은 FR007 금리를 기준금리로 가정하였으며 IRS 시장에 반영된 수치를 적용

[달러] '달러화 가치=상대적 성장률' 공식 유지

- 단기적 관점에서 보나, 장기적 관점에서 보나 달러화 가치는 결국 상대적 성장률 격차에 수렴
- 최근 미국은 AI 투자의 수혜를 직접적으로 입는 한편, AI 산업 연관도가 낮고 에너지를 순수입하는 국가들은 성장 타격을 입을 것이란 기대감에 달러화가 선행적으로 강세를 보임
- 다만 내년에는 미국의 AI 성장 기여도 하락과 지정학 리스크 완화에 따른 신흥국 성장 회복 이어지며 상대적 성장률 격차는 축소 → 달러 강세 되돌림(약세)으로 이어질 전망

IMF의 글로벌 성장률 전망치 조정: AI 수혜국 상향 + 원유 순수입국 하향

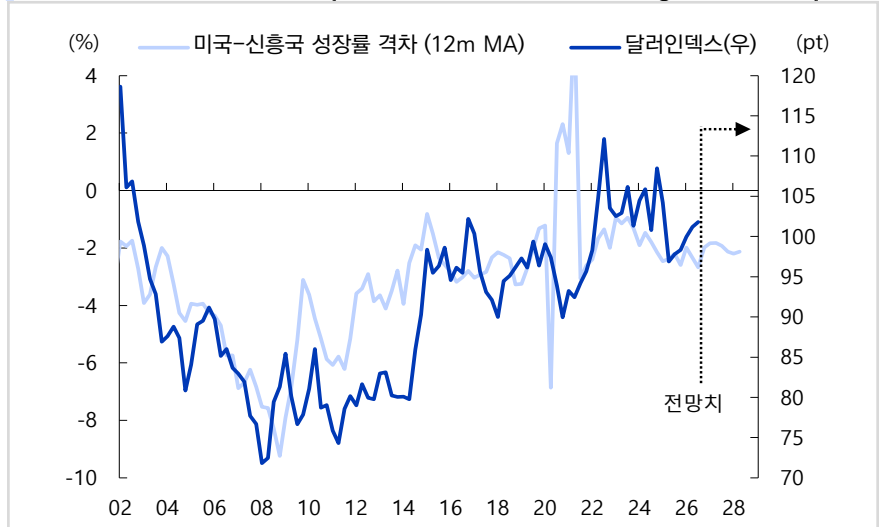


미국과 비미국 성장률 컨센서스 차이와 달러인덱스



자료: Bloomberg, IMF, 교보증권 리서치센터

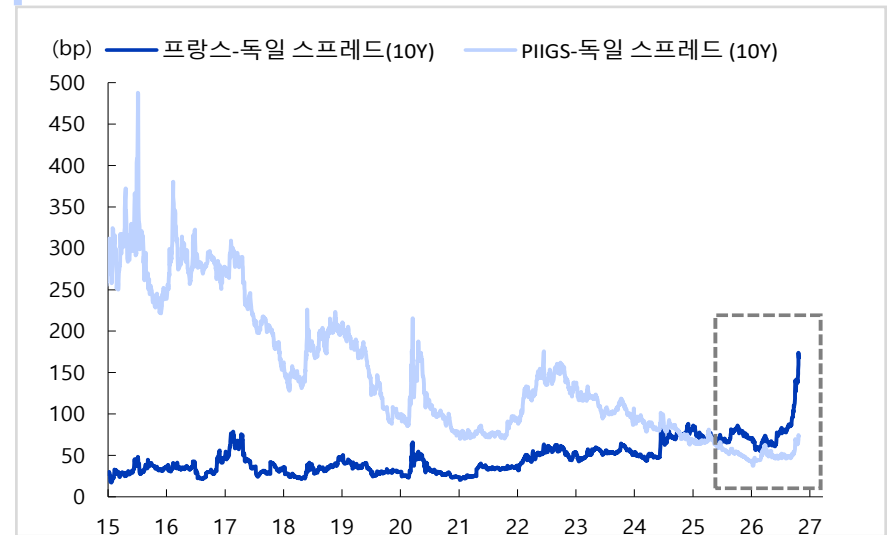
미국과 신흥국 성장률 격차 (신흥국 성장률은 Bloomberg 전망치 사용)



[달러] 프랑스 사태는 유로화 약세 재료(달러 강세)?

- 최근 프랑스의 정치적 불확실성과 재정 우려가 겹치면서 프랑스 금리 급등 + 유로화 약세가 동반. 프랑스 10년물 금리는 과거 유로존 재정위기를 주도했던 PIIGS 국가 10년물 평균 금리를 상회
- 결국 유로화가 구조적 약세를 보이려면 프랑스의 문제가 유로존 전반으로 확산되는지 여부가 중요
- 프랑스의 의회 분열 양상이나 재정 긴축안에 대한 양당 합의 부재 등 약재 해소 가능성은 낮아보이는 것은 사실. 다만 프랑스를 제외한 기타 유럽국가로 금융시장 불안이 확산되지는 않음

프랑스-독일 스프레드는 급등. 다만 프랑스 제외 유로존 국가 영향은 제한적



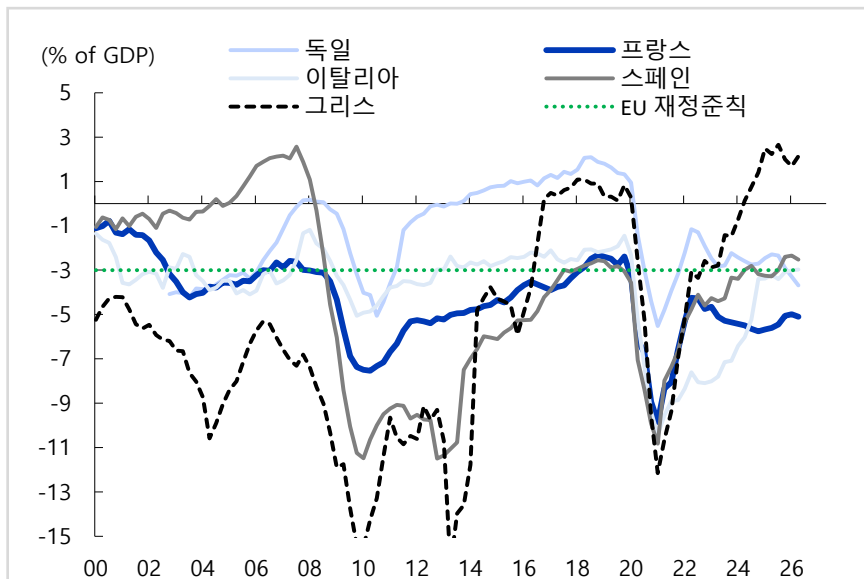
과거 유로존 재정위기와 유로-달러 환율 추이: 가장 크게 약세를 보였던 기간은 재정위기 본격화와 유로라는 지역통화에 대한 회의감이 증폭된 기간



[달러] 프랑스의 문제는 독립적, 유로화 약세 가능성 제한

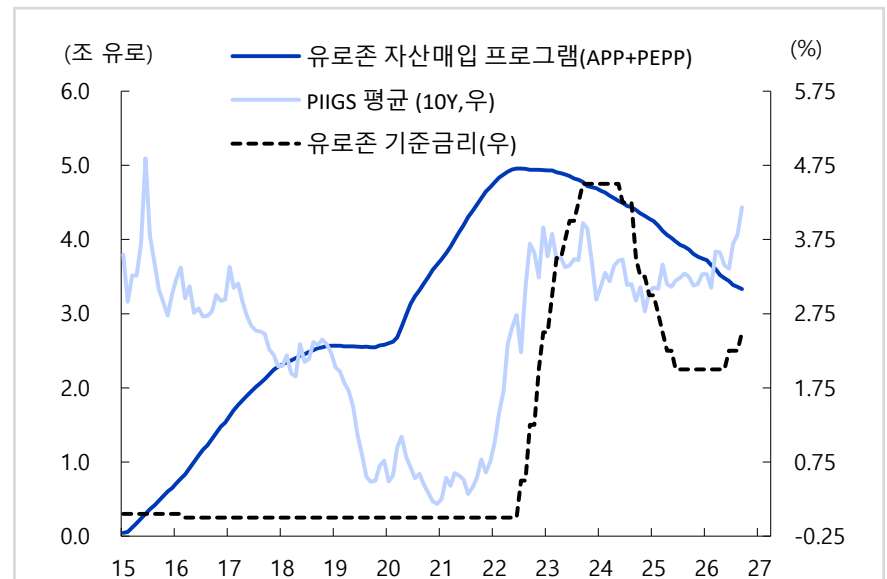
- 프랑스의 최근 재정수지를 보면 기타 유로존 국가 대비 적자폭이 심화. 여당과 야당은 재정건전화 필요성 자체에는 공감하고 있으나, 방법론 (증세+지출삭감 vs 감세 + 지출 대폭 삭감)에서 차이가 발생. 프랑스를 제외한 유로존 국가들은 재정건전성이 상당폭 개선된 상태이며, 은행의 스트레스 감내도도 높아진 상황이라 유로존 전체 위기로 번질 가능성은 제한적
- 프랑스는 EU 재정준칙(GDP 대비 재정수지 -3% 이내)도 준수하지 않고 있어 ECB의 개입 요건을 충족하지 않음. ECB의 개입 시점은 프랑스 불안이 유로존으로 확산될 경우에 한정될 가능성 높을 것. 현재는 가능성이 낮은 상황

유로존 국가의 GDP 대비 재정수지 비율



자료: Eurostat, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

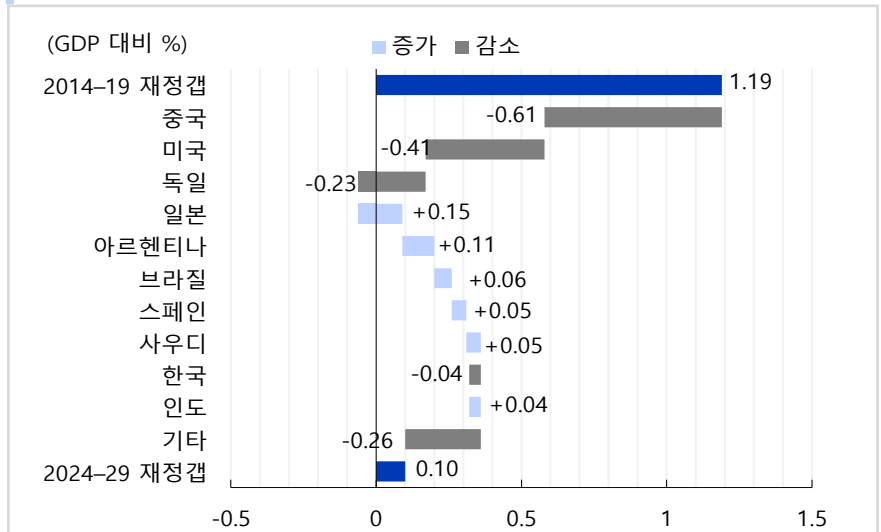
과거 ECB는 자산매입(QE)으로 유로존 금리 불안을 진정



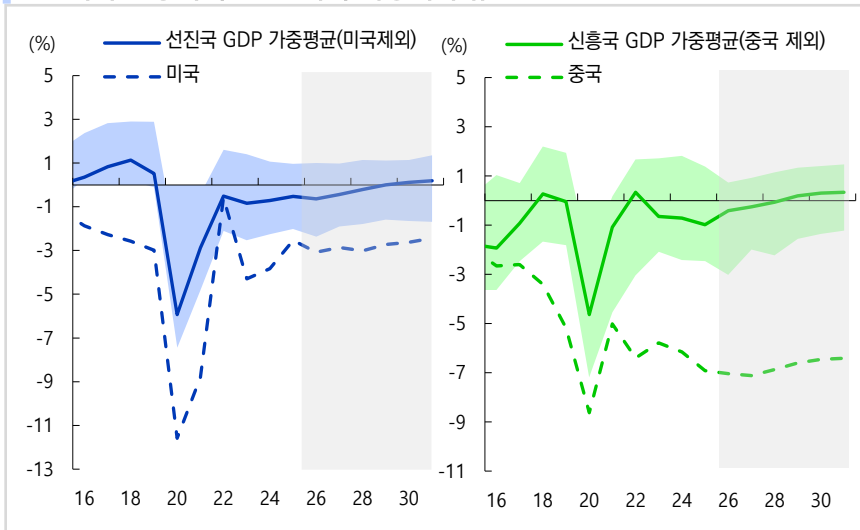
[달러] 재정을 따지자면 달러가 더 문제

- 프랑스는 정치 불확실성이 시장 불안의 주요 동인. 사실 글로벌 전체로 넓혀보면 재정 문제는 미국이 가장 심각한 상황. GDP 대비 정부 부채 규모로 보나, 재정수지 레벨을 보나 악화 속도가 가장 빠름
- 부채 수준이 높을 뿐 아니라 짧은 만기구조 영향에 이자비용 부담도 확대 중. 시장의 이목이 다시 재정우려에 쏠릴 경우 매도 압력에 가장 취약한 통화는 달러화일 것
- 중국의 부채규모 증가 속도도 빠르지만 금리 수준이 낮아(1.4%) 미국 대비 이자비용 부담이 작음

IMF 추정 GDP 겹 변화의 국가별 기여도: 미국과 중국이 대부분 기여

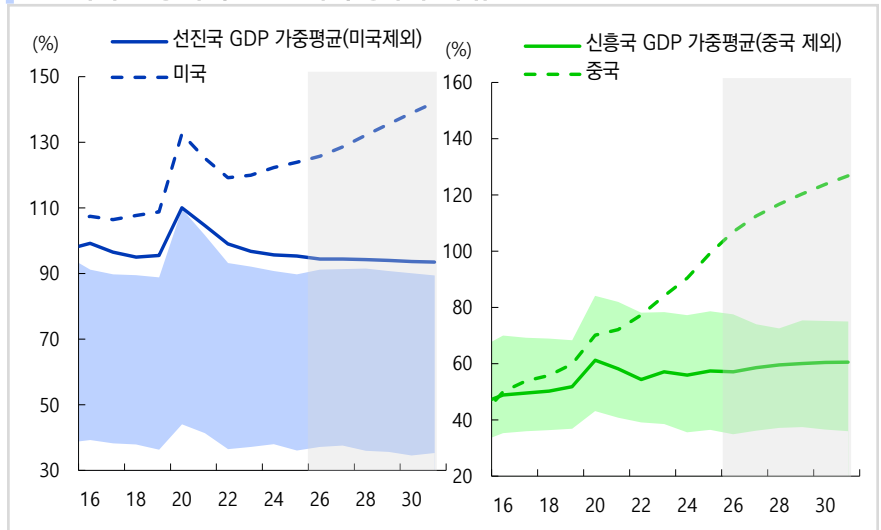


선진국과 신흥국의 GDP 대비 재정적자 규모



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

선진국과 신흥국의 GDP 대비 정부부채 규모



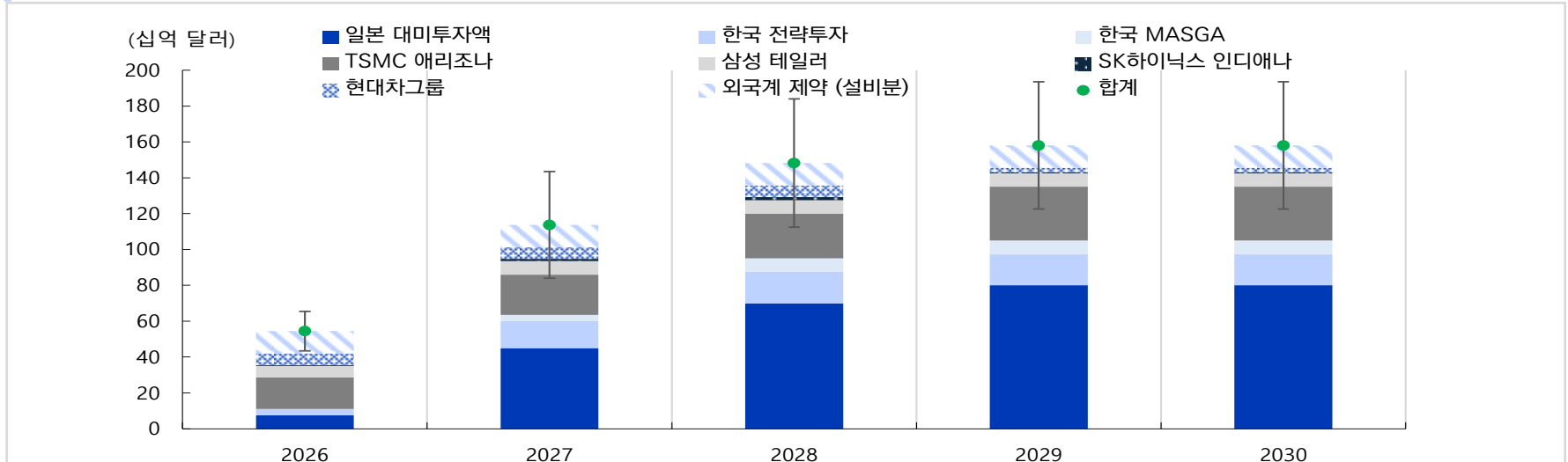
[달러] 수급 요인(1): 대미투자는 달러 강세 재료가 아니다

- 대미투자 진척은 2027년도부터 본격화. 다만 대미투자가 집행되더라도 세부 조달 방식을 보면 달러 강세 효과는 제한적일 전망
- 대미투자 금액의 가장 큰 축(5,500억 달러)을 차지하는 일본의 경우 JBIC(일본국제협력은행) 대출과 NEXI(일본무역보험) 보증을 활용. 한국도 마찬가지로 외환보유액 운용수익과 해외 발행 정부보증채를 통해 조달하며 현물환 시장 부담을 최소화
- 민간 기업의 경우 미국 자회사의 이익 재투자, 미국 현지 은행 대출이나 회사채 발행을 통해 조달할 가능성 높음. 실제 외환시장에서 환전 가능성이 높은 대상은 전체 대미투액의 약 15% 내외로 추정

대미투자(국가)와 민간기업 투자 규모와 자금조달 경로 구분

	실제 환전 가능성 높음	환전 가능성 낮음
FDI 집계 가능성 높음	① 220~350 억달러 비중: ~4.5% <ul style="list-style-type: none"> 현대차-현화-SK의 모회사 출자대여 중 원화 재환분 한국 MASGA 기업 지분투자분 → USD/KRW에 직접 영향 	② 2,000~2,900 억달러 비중: ~38.1% <ul style="list-style-type: none"> TSMC (북미 매출로 모회사가 이미 달러 보유) 삼성 SK의 달러 수출대금 활용분 유럽 제약사 (미국 매출 재투입), 자회사 재투자수익 한국 전략투자 중 지분형 투자분 (조건부)
FDI 집계 가능성 낮음	③ 430~760 억달러 비중: ~9.3% <ul style="list-style-type: none"> JBIC 재원 중 일본 정부 연회 대출분 (통화스와프로 해지하면 현물환 영향 축소) 한국 정부보증채를 원화로 발행할 경우 	④ 2,200~3,800 억달러 비중: ~48.0% <ul style="list-style-type: none"> JBIC 외환외국 달러채 기반 대출 NEXI 보증부 민간대출 (시타, JPM 등 미국 은행권 포함) 한국 외환보유액 위탁-운용수익 해외 달러채 CHIPS 보증금, 미국 현지 차입

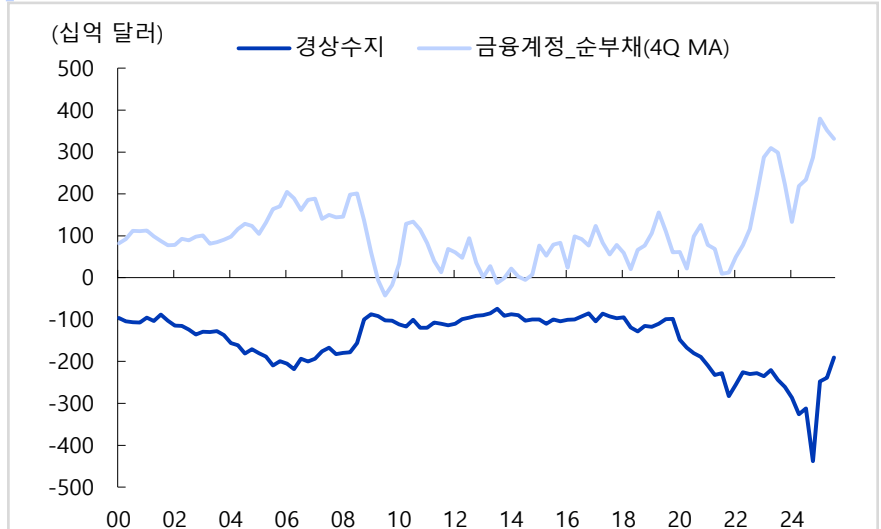
연도별 미국 현지투자 진척도 예상: 2027년도부터 본격화되나 대부분 자금은 외환시장 직접 조달 가능성 낮음



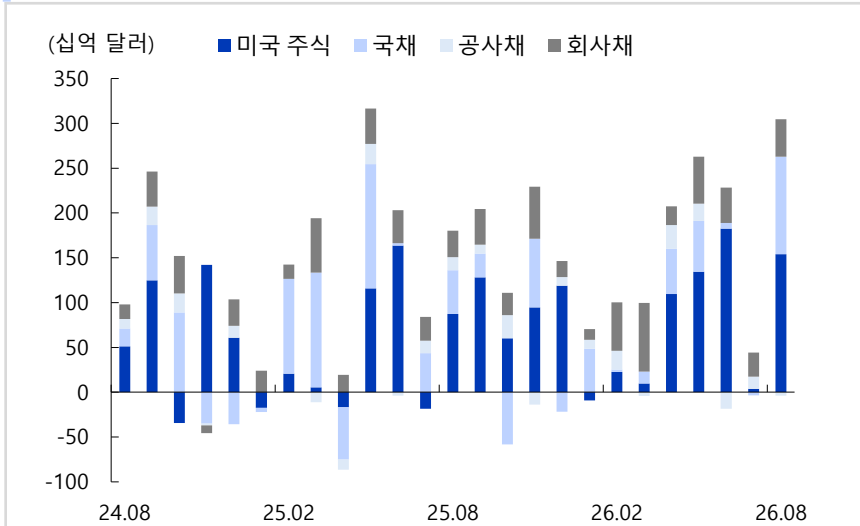
[달러] 수급 요인(2): 달라진 달러의 역학 관계

- 기축통화국으로서 미국은 경상수지 적자를 통해 달러를 해외로 유출. 반대편에서 경상수지 흑자를 낸 국가들은 다시 자본시장 경로를 통해 달러 자산을 매입
- 달러 자산 매입은 과거 채권 비중이 높았으나, 2022년 AI 사이클 본격화 이후 주식 비중이 확대. 가장 최근 들어서는 미국 자산 유입의 상당 부분은 주식이 차지
- 시가평가로 계산한 잔액 기준을 보면 주식가격 상승에 영향 받아 주식 비중이 크게 높아짐. 해외 투자자가 보유한 미국 자산 비중 변화에 따라 달러화 역학 관계도 과거와 달라지게 됨

달러 리사이클링 구조: 미국의 경상 적자는 다시 자본경로를 통해 재유입

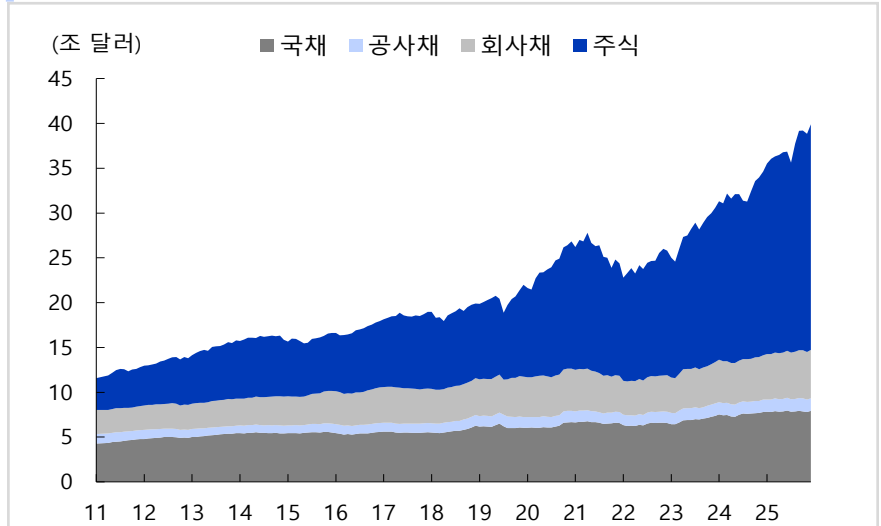


해외투자자의 미국 자산 순매입 규모와 자산별 구성: 주식 비중 ↑



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

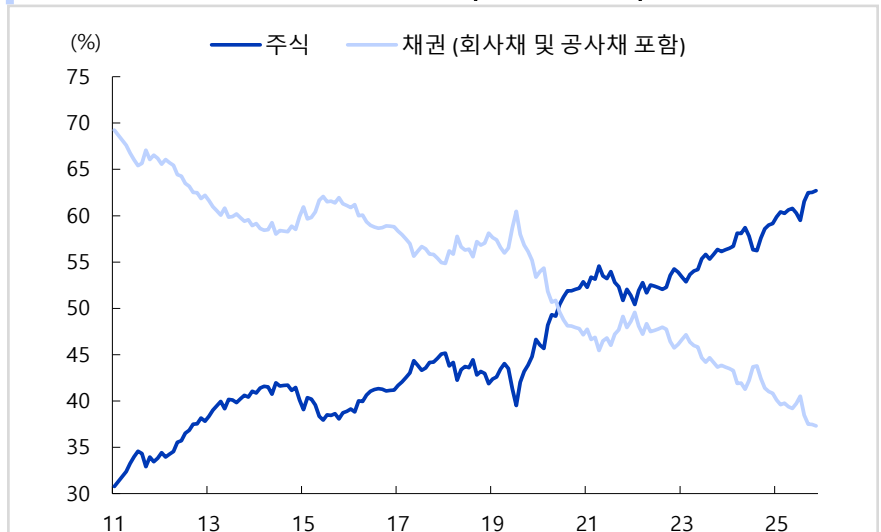
해외투자자의 미국 자산 보유잔액: 주식 가격 상승으로 비중 급격히 상승



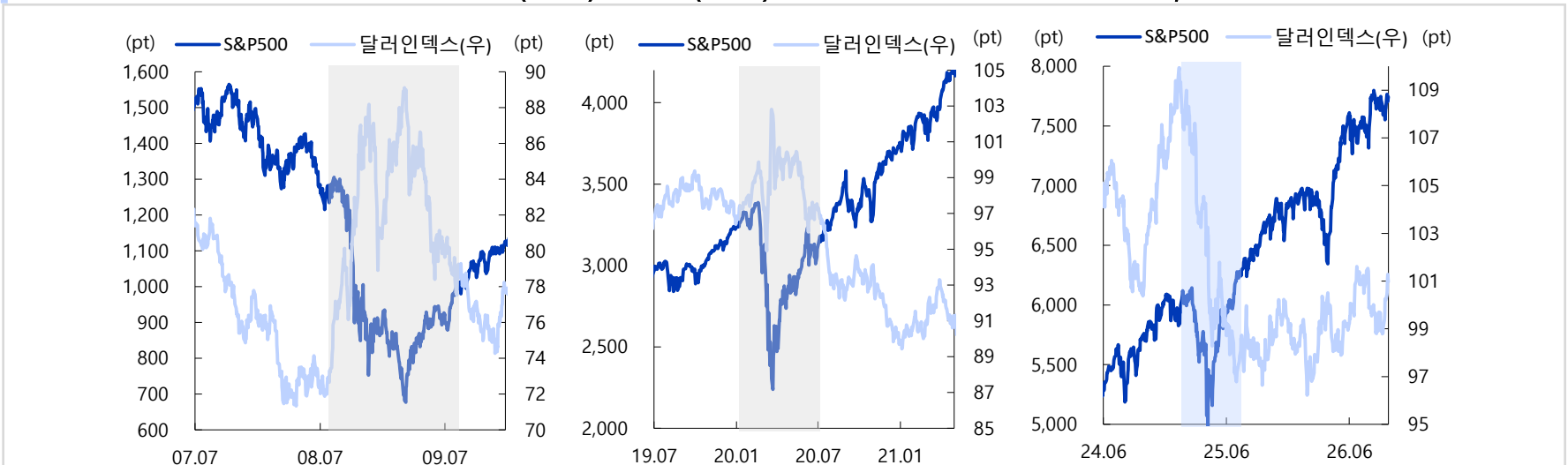
[달러] 수급 요인(2): 달라진 달러의 역학 관계

- 과거 달러화는 위기 발생시 급격한 강세를 보이며 안전자산의 역할을 담당. 이는 달러화가 장기간 신흥국 대비 저금리를 유지했고, 조달통화로 작용하며 대규모 달러 자금이 해외에 투자된 영향. 위기 시 이러한 투자자금이 급격히 회수되며 달러화가 강세를 나타냄
- 다만 최근에는 미국의 구조적 고금리 여파에 조달통화 역할이 약화. 게다가 반대로 미국 주식에 노출된 해외투자 자금이 막대해지며 오히려 위기 발생시 해외투자 자금이 본국으로 유출되는 상황이 발생 (달러화 약세)

해외투자자의 미국 자산 보유 비중 변화 (시가평가 기준)



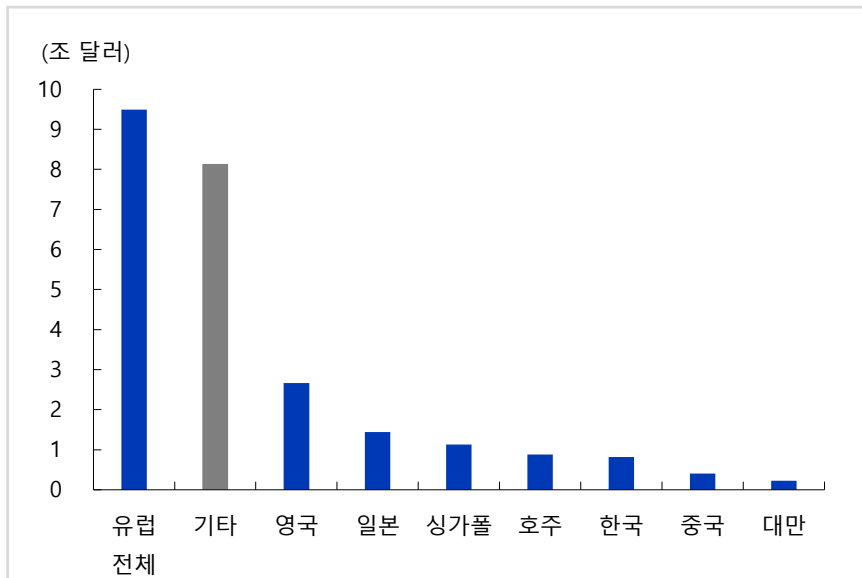
달러인덱스와 S&P500의 상관관계 변화: 금융위기(2008)와 코로나(2020) 당시 주식 가격 급락과 달러 강세가 동반, 2025년 관세 여파의 경우 정반대



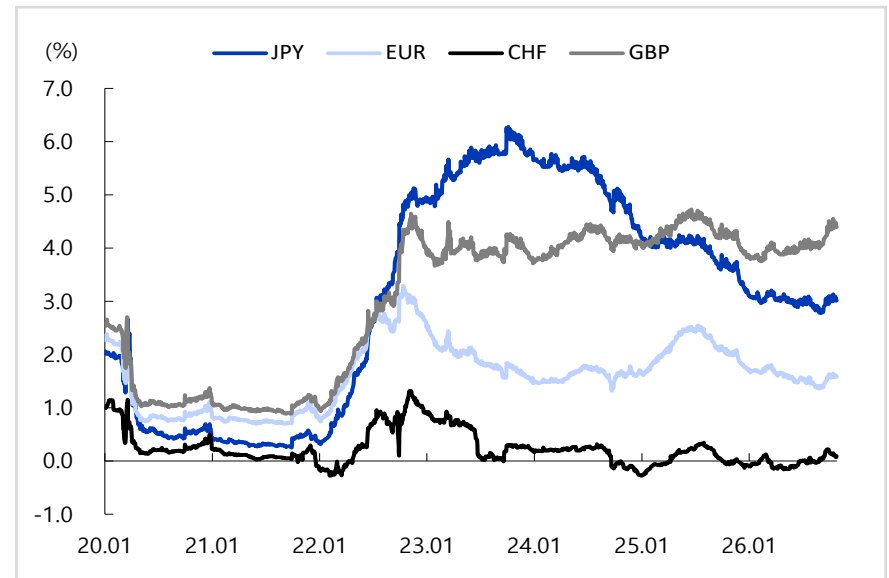
[달러] 헤지비용 하락시 달러화 약세 압력 확대

- 미국 주식을 보유한 해외 투자자를 국가별로 나눠보면 유럽의 비중이 가장 큼. 다만 유럽 자체 투자자보다 룩셈부르크와 같은 세금 회피처를 활용한 글로벌 헤지펀드, 유럽의 수탁기관으로 우회한 중국 투자자금으로 구성된 것으로 추정됨
- 통상 주식을 투자하는 기관의 경우 환헤지 비중이 낮지만, 현재와 같은 재정우위 국면에서 일방적인 달러화 약세가 나타날 경우 사후적 환헤지를 단행할 수 있음
- 주요국 통화의 헤지비용이 전반적으로 고점대비 낮아지는 추세에서 사후적 환헤지가 단행되면 예고없는 달러화 약세 현상이 나타날 가능성 존재

해외 국가의 미국 주식 보유 순위: 대부분 유럽이지만 우회 경로일 것



주요국 통화와 헤지 비용: EUR, JPY 기반 투자자 헤지비용 빠르게 하락



자료: US Treasury, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2027

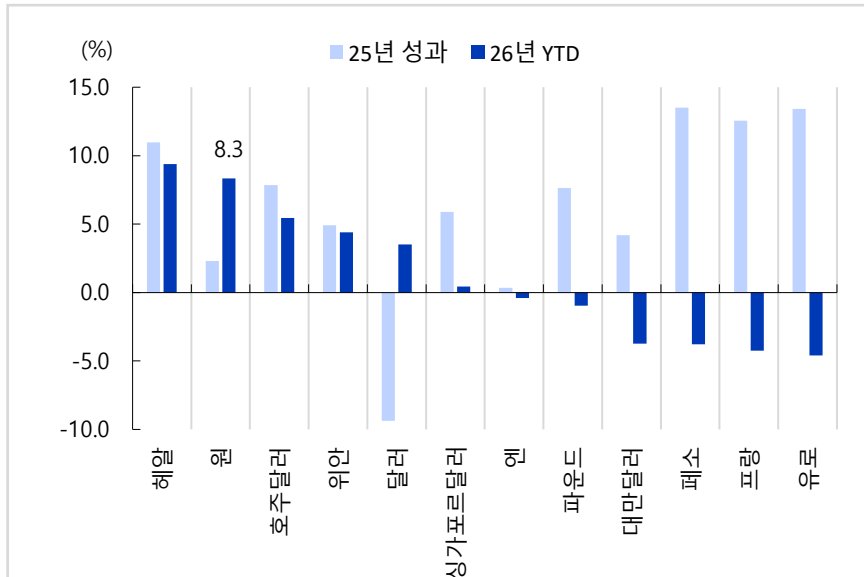


IV. 외환시장 전망(원화) : 여전한 힘

[원화] 달러-원 환율 추가 하락 전망. 연말로 갈수록 U자 반등

- 원화는 연초대비 +8.3% 절상되며 주요국 통화 가운데 양호한 성과를 기록. 이는 환율 고점 인식 하에서 수출업체들의 환전 수요가 연말 아 유입된 영향. 미국의 금리 인상과 지정학 리스크에 달러가 강세를 보였음에도 불구하고 원화는 수급 변수에 크게 영향 받음
- 내년에도 수급이 환율을 결정짓는 주요 변수로 작용하며 환율 추가 하락 이어질 것. 무역흑자가 지속되는 가운데 수출업체들의 환전 유인은(법인세/주주환원/성과급 지급/국내 Capex 투자 등) 지속적으로 확대될 전망. 다만 연말로 갈수록 수출업체 환전 유인은 줄어드는 가운데 내국인 해외투자가 지속되며 환율은 완만하게 반등할 전망

2025년과 2026년 연초대비 주요국 통화 수익률 추이(달러 대비)



달러-원 환율과 전망 경로: 내년 3분기까지 환율 하락 압력 지속

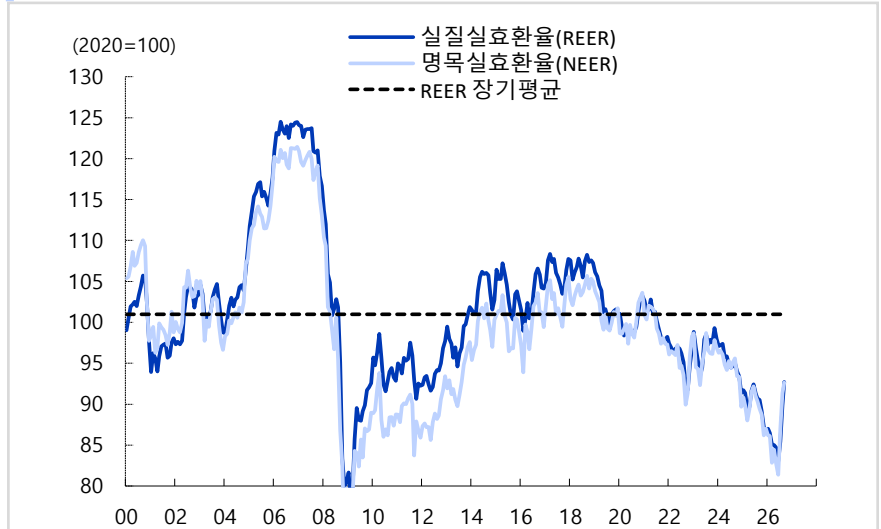


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

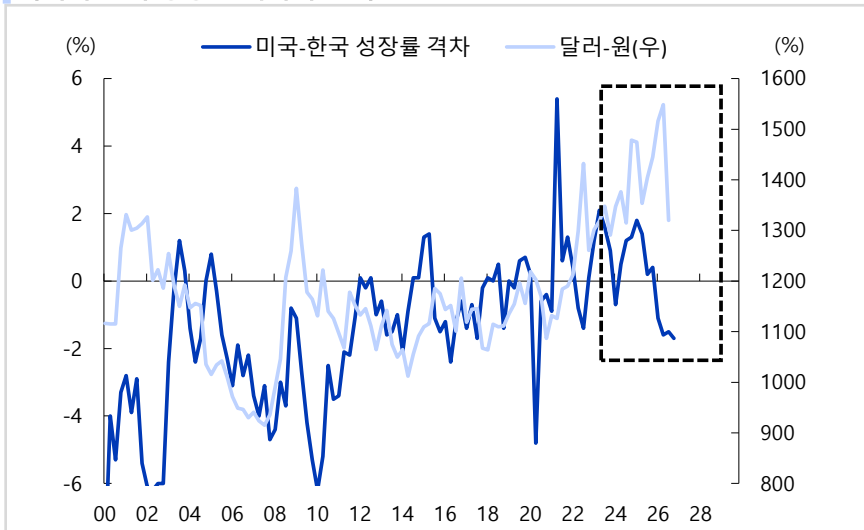
[원화] 펀더멘탈로 보면 강세 공간 아직 충분

- 수급을 제외하고 펀더멘탈을 보더라도 원화 강세는 지속될 여지가 충분. 내년에도 한국의 성장률이 미국을 상회하는 구간 이어지고, 한국은행의 기준금리 인상 사이클에 금리차도 축소될 전망
- BIS가 발표하는 실효환율을 보면 여전히 장기평균을 크게 하회. 실효환율은 주요 무역대상국 통화와 가중평균을 한 수치. 중국과 미국의 무역 비중이 높다는 점과 두 국가 대비 한국의 상대적 성장률이 양호하다는 관점에서 원화 추가 강세 여력 존재

원화 실효환율(명목,실질)과 장기평균 추세

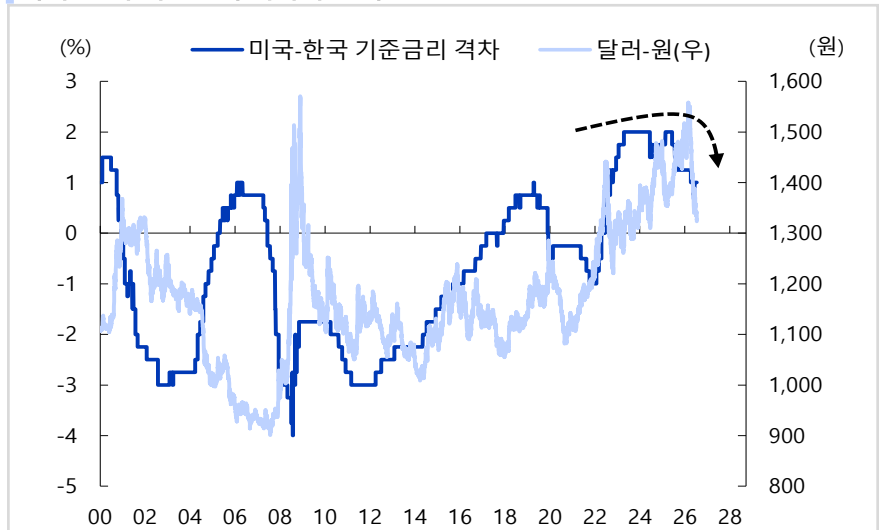


미국과 한국 성장률 격차와 달러-원 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

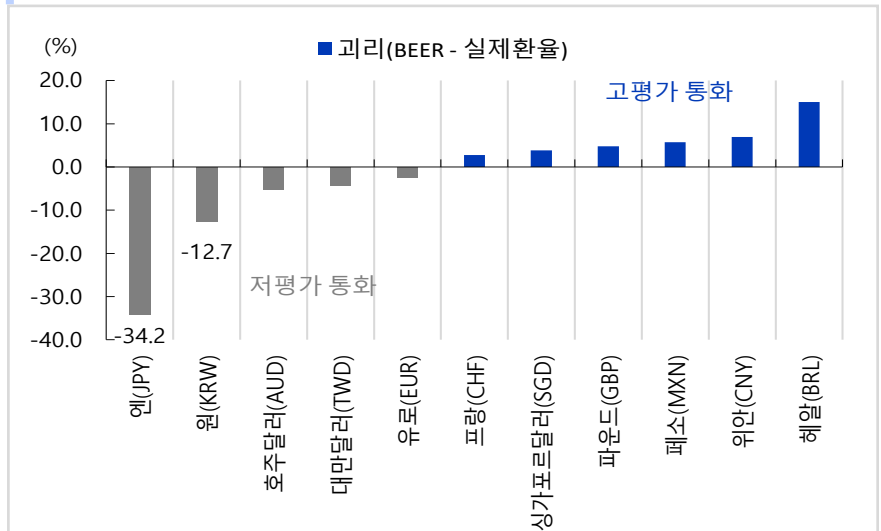
미국-한국 기준금리 격차와 달러-원 환율



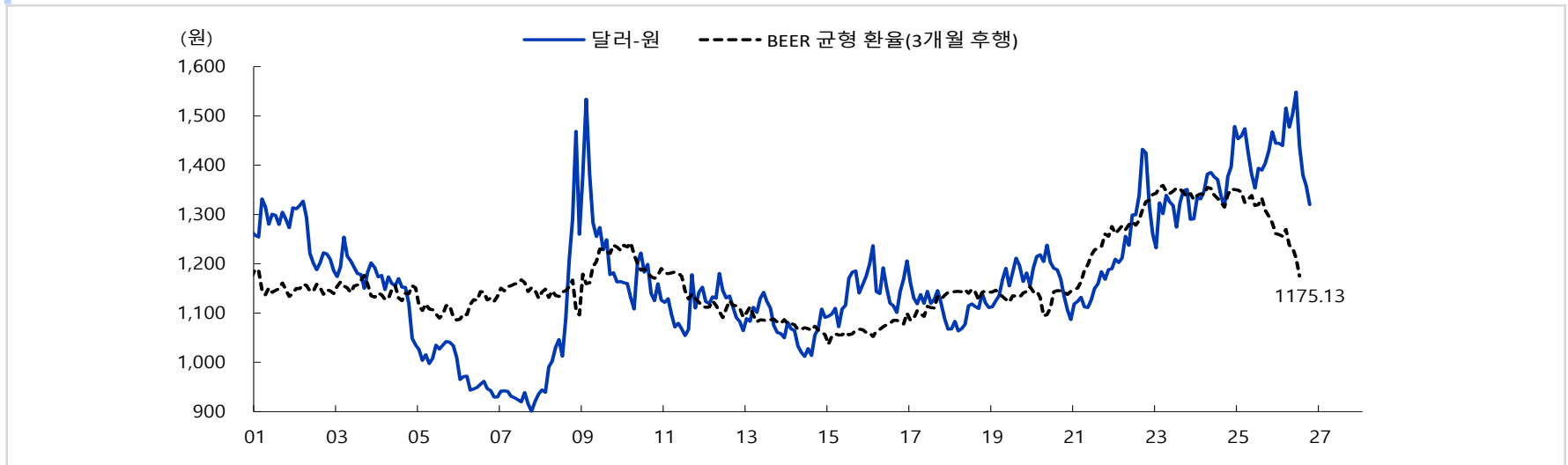
[원화] 적정환율을 보더라도 아직 저평가된 원화

- 단순 성장률과 금리 뿐만 아니라 여러 거시경제 변수를 감안해도 원화는 아직 저평가. 상대적 금리차, 물가 차이, 교역조건과 GDP 대비 투자 비율 등을 고려한 원화 적정 환율은 올해 7월 말 기준 1,175원
- 주요국 통화의 적정환율 상대 수준과 비교해도 엔화를 제외하면 여전히 저평가 폭이 큼
- 다만 해당 균형환율은 해외투자자와 같은 수급 변수를 고려하지 않기 때문에 적정 수준을 왜곡하는 측면이 있음

주요국 통화와 적정환율 괴리 수준: 원화는 엔화 다음으로 저평가



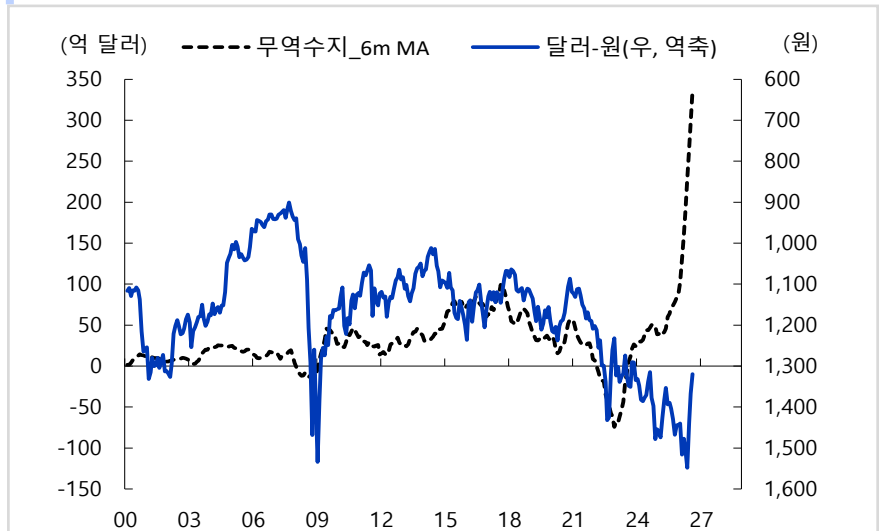
달러-원 환율과 BEER 균형 환율: 거시경제 변수를 감안하면 추가 하락할 공간 여전히 존재



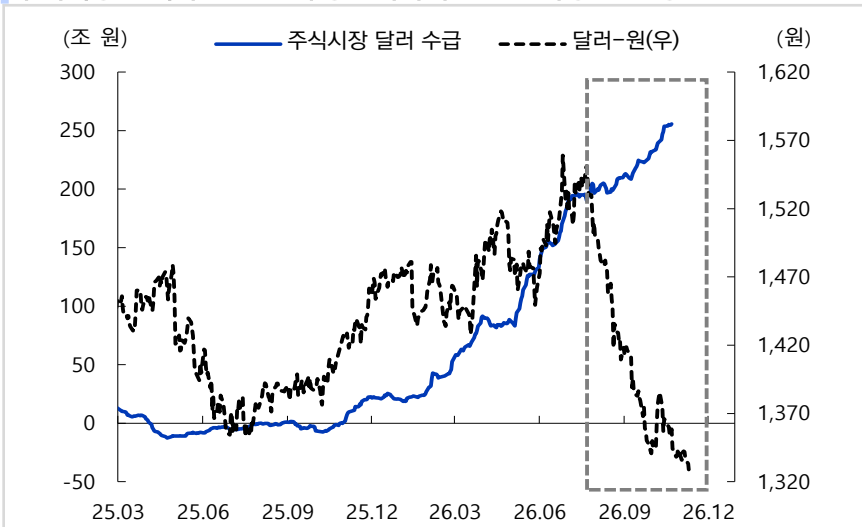
[원화] 달라진 수급 판도: 주식시장 → 무역수지

- 올해 달러-원 환율이 1,550원까지 급등한 배경에는 주식시장 수급이 존재. 외국인들의 대규모 주식 매도가 환율 상승을 견인
- 반면 2023년부터 환율을 가장 잘 설명했던 주식시장 수급(내국인 해외투자+외국인 국내투자)와 달러-원 환율간의 관계는 이탈
- 반대로 장기적 관점에서 환율과 가장 밀접한 상관관계를 가진 수출 증가율과 다시 동조화

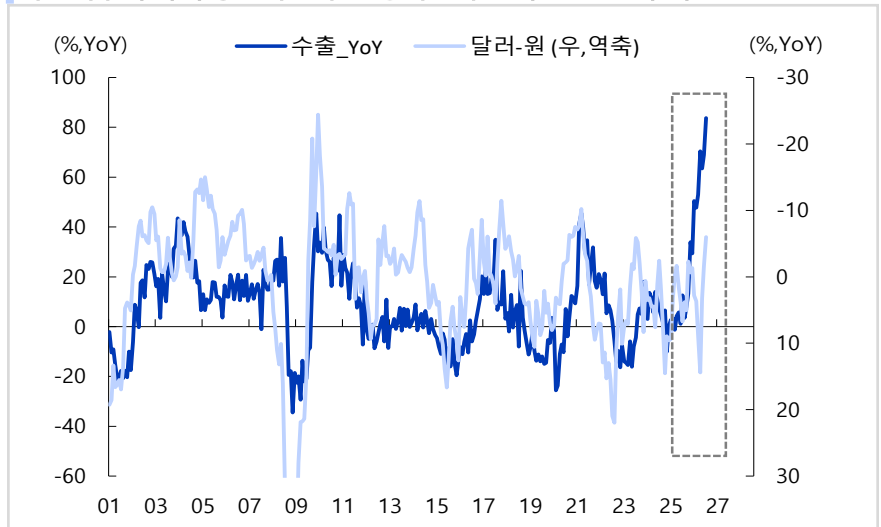
무역수지 흑자 규모와 달러-원 환율 추이



주식시장 달러 수급은 올해 상반기까지 환율을 가장 잘 설명



하반기부터 다시 동조화된 수출 증가율과 달러-원 환율 추이



[원화] 가장 중요한 두 가지 질문

- 결국 향후 외환시장 향방에서 가장 중요한 질문은 두 가지 1) 무역흑자가 얼마나 지속될 수 있는지 와 2) 수출업체들이 환전할 유인이 앞으로 남아있는지 여부. 당분간 무역 흑자는 금액 기준으로 지속될 가능성이 높으며, 수출업체들의 환전 유인도 많이 남아 있음
- 아직 청사진 단계인 하나 메가프로젝트가 주요 변수로 작용할 전망. 최근 정부에서 발표한 메가프로젝트 규모는 반도체 양사 합산으로 약 3조 달러를 상회. 이는 대미투자 금액과 국내 기업들의 자발적인 해외 투자를 전부 합산한 수치보다 많은 수준

메가프로젝트를 감안한 국내투자과 해외투자 규모

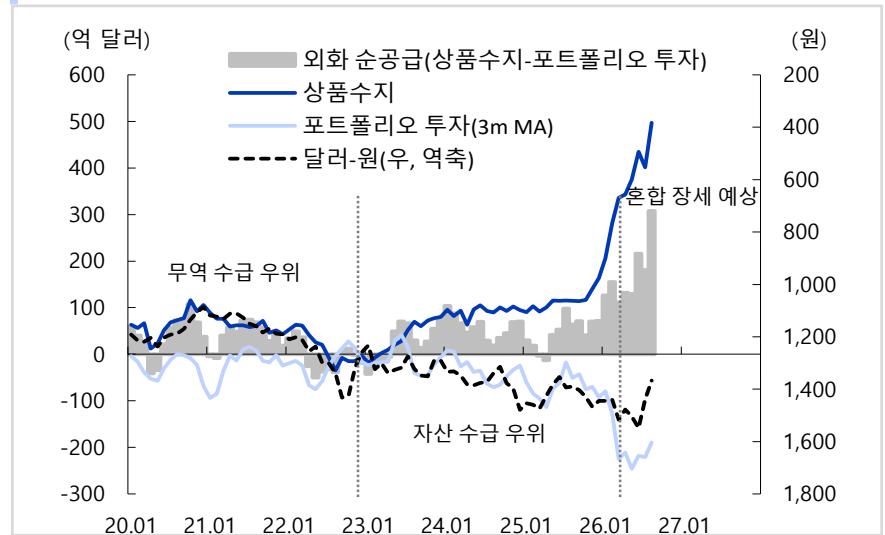
구분	투자주체	투자규모	투자방향	집행타임라인	달러 환산액
국내투자	삼성	2,655조원	반도체 (HBM)·로봇 (평택, 용인, 호남권, 영남권)	미정	3.17조 달러
	SK	2,100조원	AI데이터센터·반도체 (용인, 서남권, 청주)	미정	
해외투자	대미 투자(정부)	2,000억 달러	에너지·반도체의약품·핵심광물·AI·양자컴퓨팅 등	사업선정은 2029년 1월까지, 납입금은 진척도에 따라 연간 최대 200억	4,373억 달러
	대미 투자(민간)	1,500억 달러	조선협력투자(MASGA)	수주 연동 구조이기 때문에 정해진 시한 없음. 선박금융으로 자금 조달	
	삼성전자	370억 달러	반도체 (텍사스 테일러공장)	~2030	
	현대차그룹	260억 달러	자동차/2차전지 (조지아공장)	~2028+	
	삼성 SDI	74억 달러	2차전지 (인디애나공장)	2027	
	LG에너지솔루션	80억 달러	2차전지 (애리조나공장)	~2028	
	한화오션	50억 달러	조선소 (필라델피아)	진행	
	SK하이닉스	38.7억 달러	반도체 (인디애나 공장)	착공 준비	

자료: 언론보도 정리, 교보증권 리서치센터

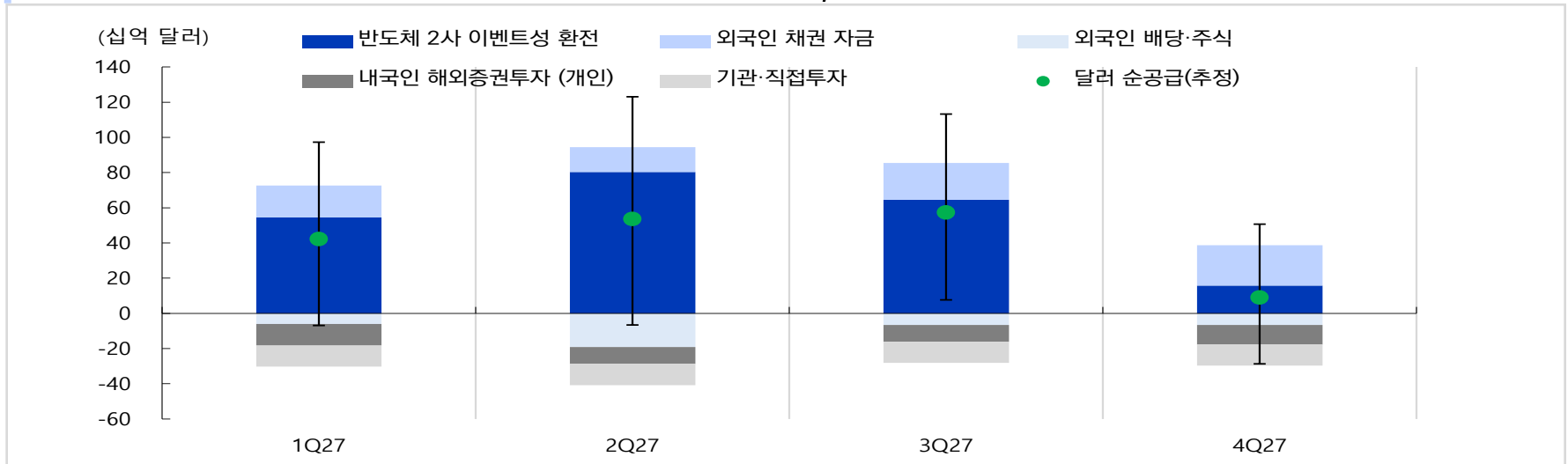
[원화] 내년도 환율 U자 전망의 주요 논거

- 환율 변화를 넓게 보면 코로나 이후 상당 기간은 무역수급이 환율을 주도한 반면, 2023년 이후에는 자산시장(주로 주식) 수급이 환율 변화를 주도. 향후 몇 년간은 두 요인이 혼재된 변동성 장세가 예상되나, 2027년으로 한정하면 무역 수급이 우위를 보일 전망
- 특히 내년의 경우 반도체 기업들의 환전 수요가 지속적으로 환율 하락을 주도할 전망. 양사 영업이익 컨센서스를 기반으로 수급 흐름을 정리한 결과, 2분기 대규모 외국인 역배당 송금과 추세적인 내국인 해외주식 투자를 감안하더라도 국내로 순유입되는 달러가 더 많을 것으로 추정

달러-원 환율과 주요 수급변수 간의 관계 변화



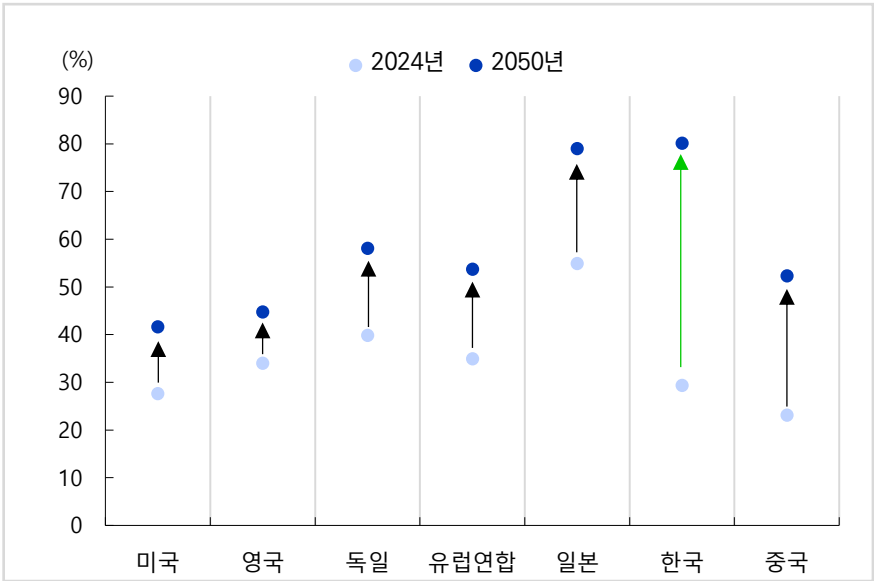
2027년 달러 수급 지형도 예상: 상반기 반도체 양사의 법인세 납부와 성과급 지급, 주주환원이 집중되며 환율 추가 하락을 주도할 전망



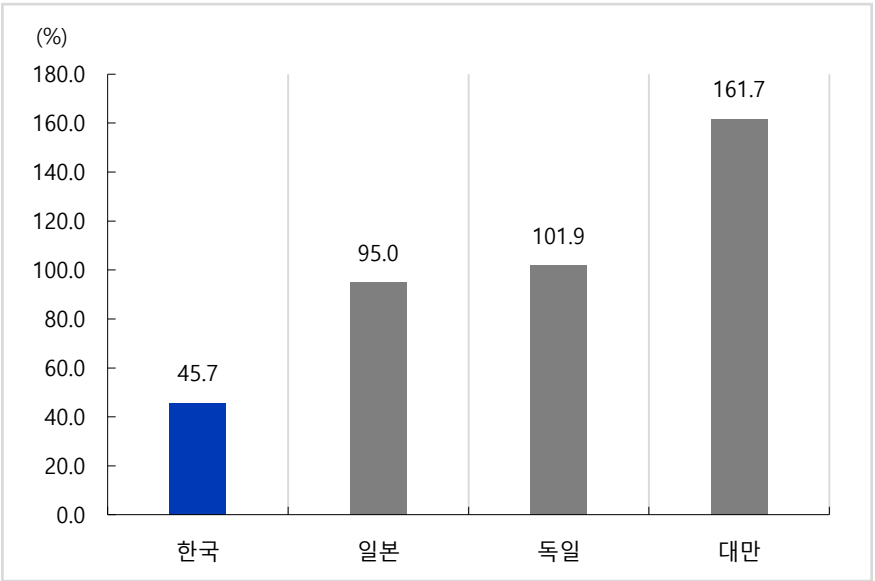
[원화] 장기적 관점에서 해외자산 축적(원화 약세) 사이클은 지속

- 다만 장기적 관점에서 원화 약세 요인은 여전히 존재. 대부분의 제조업 국가 대비 한국이 보유한 대외자산 비중은 아직 낮은 수준이며, 고령화의 속도를 고려하면 저축 수요 확대에 따른 해외자산 축적 사이클이 예상보다 빨리 앞당겨질 수 있음
- 해외자산 축적의 성격도 중요한데, 과거 일본의 경우 기초적인 저금리를 유지하며 상대적 수익률 관점에서 해외채권 수요가 활발. 반면 한국은 기관과 개인 모두 주식을 중심으로 해외자산을 축적하며 자산 성격이 일본과 차별화 됨
- 주식 중심 투자로 이뤄질 경우 환헤지 비중이 채권보다 낮아, 해외자산 축적시 즉각적인 통화 약세로 반영될 가능성이 있음. 내년 연말부터 달러 공급 강도가 줄어들고 반대로 해외투자 기조가 지속되며 환율이 반등할 것으로 예상

국가별 노인부양비율(20-64세) 전망: 한국의 급격한 고령화



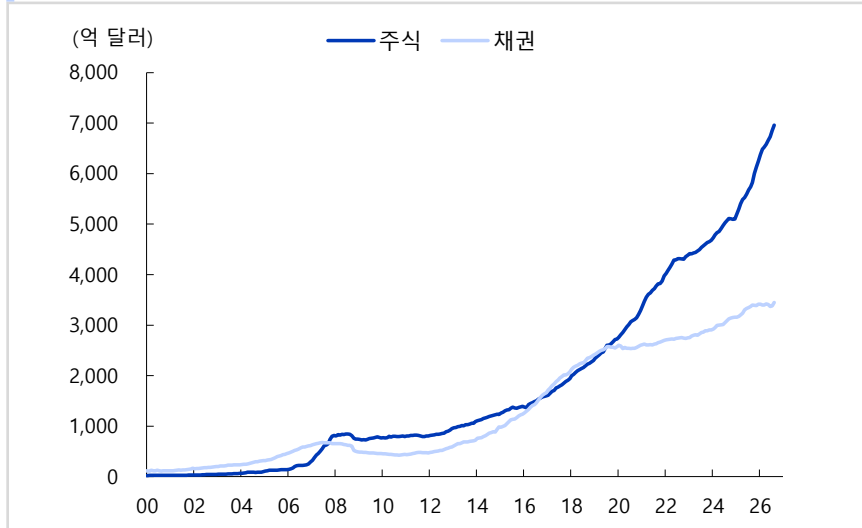
주요 제조업 국가들의 GDP 대비 순대외금융자산 비중



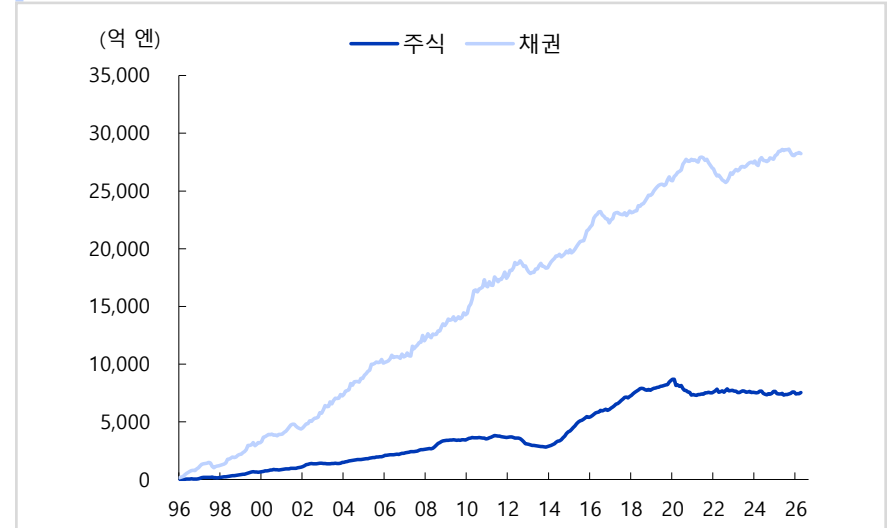
자료: United Nations, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[원화] 한국과 일본의 해외자산 성격은 다름

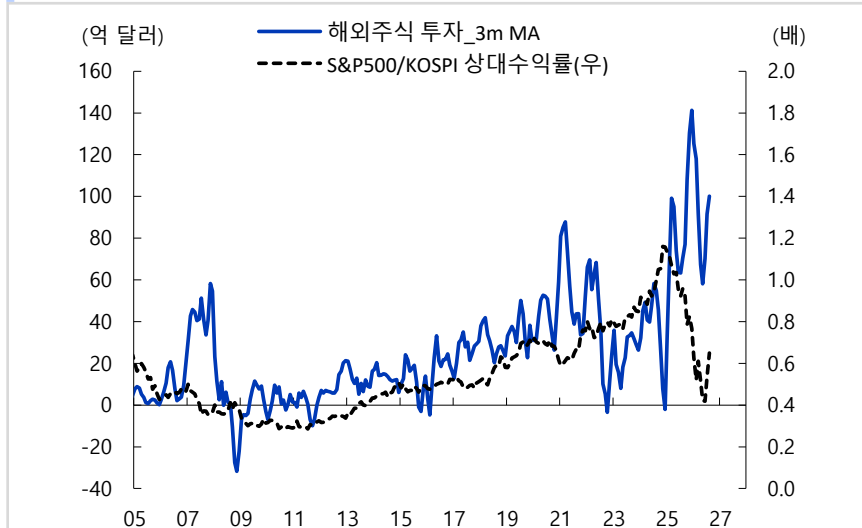
국내 거주자의 해외투자 자산별 추이 (매입금액 기준)



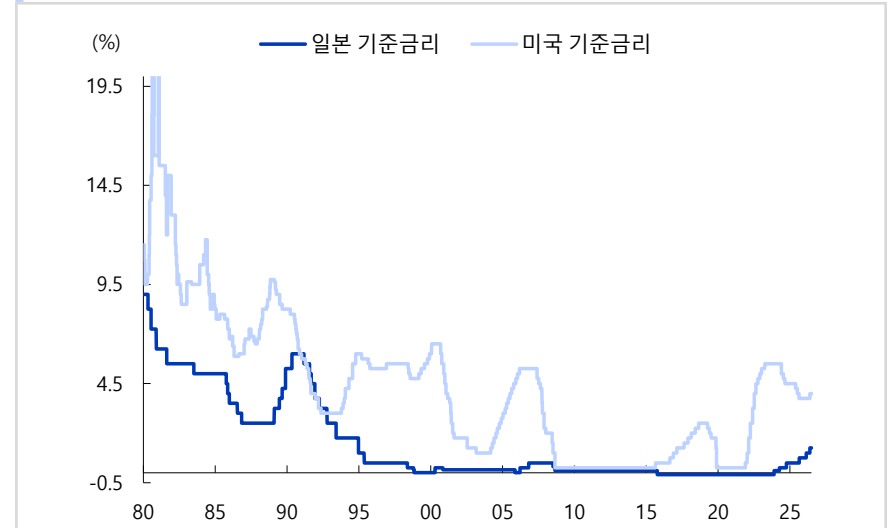
일본 거주자의 해외투자 자산별 추이 (매입금액 기준)



미국/한국 상대 주식 성과와 국내 거주자 해외주식 투자



미국과 일본의 기준금리 격차: 장기간 캐리 트레이딩 유인 ↑



KYOBO Securities

감사합니다

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.