경제 Weekly

경제의 판도를 움직이는 변수들



김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyoon.lim@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

SUMMARY

미국 물가: 에너지 진정에도 관세와 AI 병목이 물가 둔화를 지연

10월 근원 CPI가 3개월 연속 전월비 0.3% 내외 상승하며 추가 긴축의 필요성을 뒷받침. 주거비는 팬데믹 이전 속도로 복귀했으나 추가 둔화 여력이 제한돼, 향후 물가 경로는 비주거 서비스와 상품에 좌우될 전망. 원유 초과 공급은 유가 하락 요인이지만 중국의 재고 복원과 경유 공급 부족이 하락 속도를 제한하고, 기존 유가 충격도 시차를 두고 근원물가에 반영. 실효 관세율 하락에는 수입 구성 변화가 상당 부분 작용해 소비재 부담은 남아 있으며, 반도체에서 기계 부품으로 이어지는 AI 공급 병목도 '27년 상반기까지 상품물가를 지지. 하반기에는 에너지와 반도체발 압력이 완화되겠으나 관세의 추가 전가가 물가 둔화를 제약할 전망.

연준과 금리: 인상 보폭보다 유지 기간이 중요, 4.50% 도달 후 동결 전망

현 실질 정책금리가 주요 중립금리 추정치를 밑도는 만큼 추가 인상은 필요하지만, 공급 병목과 유가 전가 시차를 감안하면 12월 인상 폭을 50bp로 확대할 실익은 제한적. 12월과 '27년 3월 각각 25bp 인상해 목표범위 상단 4.50%에 도달한 뒤 동결하고, 인하는 '28년에 시작한다는 전망을 유지. 최근 국채금리 상승도 기대인플레이션 급등보다 연준의 대응 강도와 국채 수급 부담을 반영한 결과. 물가 둔화 확인 전까지 2년물은 4.7~5.0%를 예상하며, 인상 종료와 기간프리미엄 축소가 확인되면 '27년 하반기 10년물은 4.7% 내외로 낮아질 전망. 워런 체제의 인사 검증은 연준 신뢰를 보완할 여지가 있으나, 근원물가 강세와 유가 재상승 시 최종금리 4.75% 위험은 잔존.

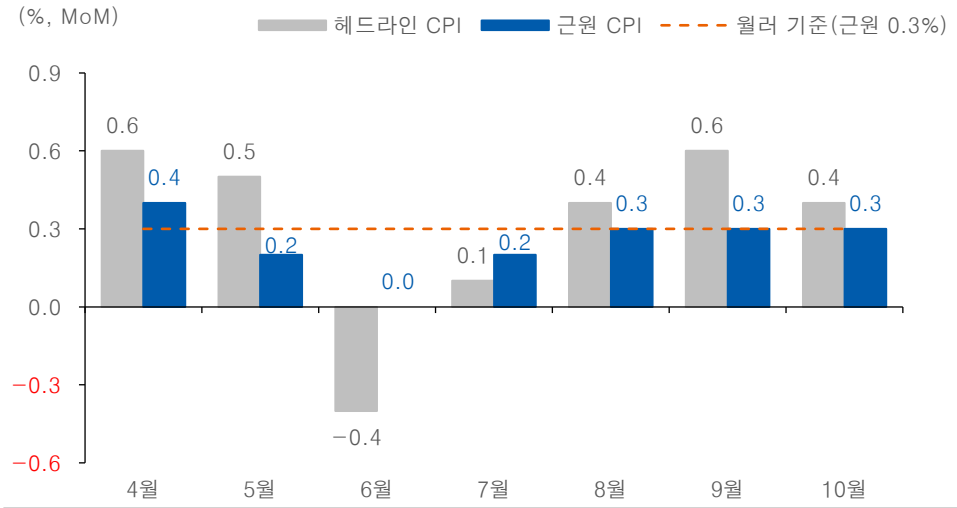
한국: 교역조건 개선과 원화 강세가 물가를 완충, AI 의존도는 위험 요인

한국은 반도체 수출가격 상승으로 교역조건이 개선되고 원화 강세가 해외 가격 상승을 상쇄하면서, 미국보다 물가 전이 압력이 제한적. 수출 호조는 반도체의 가격 상승과 AI 관련 기계·전기장비의 물량 증가에 집중돼 고용과 소비보다 기업이익·세수·경상수지에 먼저 반영될 전망. 석유 최고가격제가 유가 충격을 흡수하는 가운데 유가 하락은 향후 제도 종료에 따른 물가 부담을 완화. 한은은 11월 3.25%, '27년 1분기 3.50%로 인상해 한미 금리차를 유지하고, 교역조건 개선은 '27년 말 원/달러 환율 1,300원과 4분기 소비자물가 1.7% 전망을 뒷받침. 다만 미국의 대중 AI 칩 수출통제 강화와 AI 투자 둔화는 수출가격과 물량을 동시에 약화시킬 위험으로 점검할 필요.

근원 CPI 3개월 연속 0.3%, 물가 압력은 서비스와 상품으로 확산

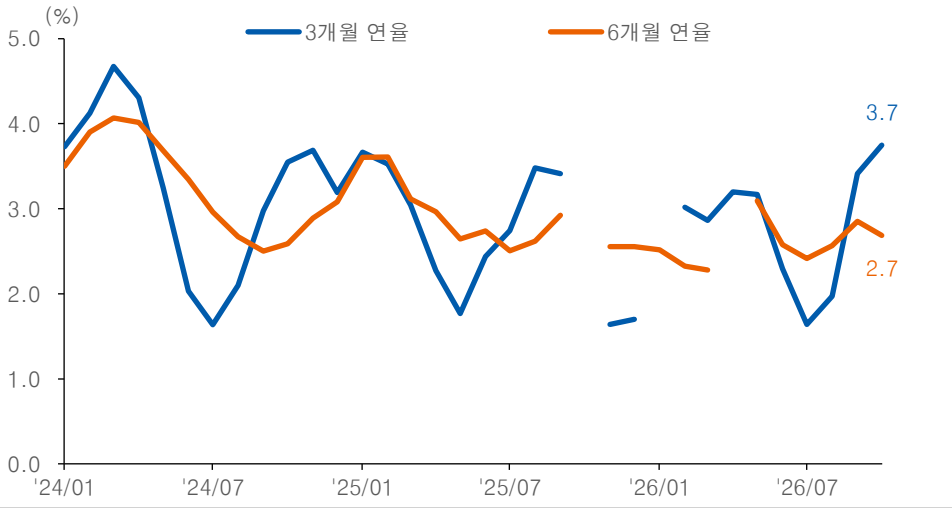
- **10월 근원 CPI는 3개월 연속 전월비 0.3% 내외 상승.** 헤드라인은 전월비 +0.4%로 컨센서스(+0.3%)를 상회했고, 근원은 +0.296%로 컨센서스(+0.2%)를 웃돌며 8월(+0.29%), 9월(+0.33%)에 이어 0.3% 내외를 유지. 근원 3개월 연율은 3.7%로 6개월 연율(2.7%)을 상회. 전년비 기준 당사 추산 2.8%('25년 10월 미발표)
- **헤드라인 둔화는 에너지 진정의 결과로 기조 완화와는 구분.** 에너지는 9월 전월비 +5.2%에서 10월 +0.7%로 상승 폭이 축소됐고 휘발유 소매가 하락으로 11월 헤드라인은 추가 둔화 예상. 반면 중고차 제외 근원 상품은 8월 +0.1%, 9월 +0.2%, 10월 +0.4%로 상승 폭이 확대
- **서비스가 상방 압력의 중심, 연준이 보는 물가는 CPI보다 높은 수준.** 주거 제외 근원 서비스는 3개월 연율 5.4%로 '24년 4월 이후 최고치인 상황. 한편 9월 근원 PCE(3.1%)는 근원 CPI(2.6%)를 0.5%p 웃돌아 '10년 이후 최대 폭으로 역전됐는데, 이는 AI 관련 품목의 비중이 PCE에서 더 큰 점이 한 배경. 따라서 CPI의 2%대 안착을 안도 재료로 보기 어려운 이유
- **10월 근원 PCE는 3개월 연속 0.3% 추정, 4분기는 당사 전망(3.0%) 상회.** 10월 PPI에서 항공료(-1.8%) 가력 하락에 따라 시장의 10월 근원 PCE 추정치는 CPI 직후의 0.35%에서 0.30%(전년비 3.2%)로 낮아졌으나 3개월 연속 0.3% 상승을 전망. 11~12월을 0.2%로 가정해도 ' 25년 4분기 기저(월 0.2% 내외)가 낮아 4분기 평균은 3.2~3.3% 수준. '22년 이후 근원 CPI가 전월비 0.25%를 상회한 빈도는 11월 3회 모두, 1월 5회 모두, 2월 4회에 달하며 11월 전년비 상승률도 기저효과로 3.0% 내외에 머물 것으로 예상. 3월 FOMC 이전까지는 기조적 물가 둔화가 확인되기 어려운 구간인 만큼, 12월과 3월 추가 인상의 근거로 작용할 것으로 판단

근원 CPI는 3개월 연속 0.3%, 헤드라인은 에너지 진정으로 둔화



주: 10월 CPI 컨센서스는 헤드라인 0.3%, 근원 0.2%.
자료: BLS, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

근원 CPI 3개월 연율은 3.7%로 반등해 6개월 연율(2.7%)을 상회

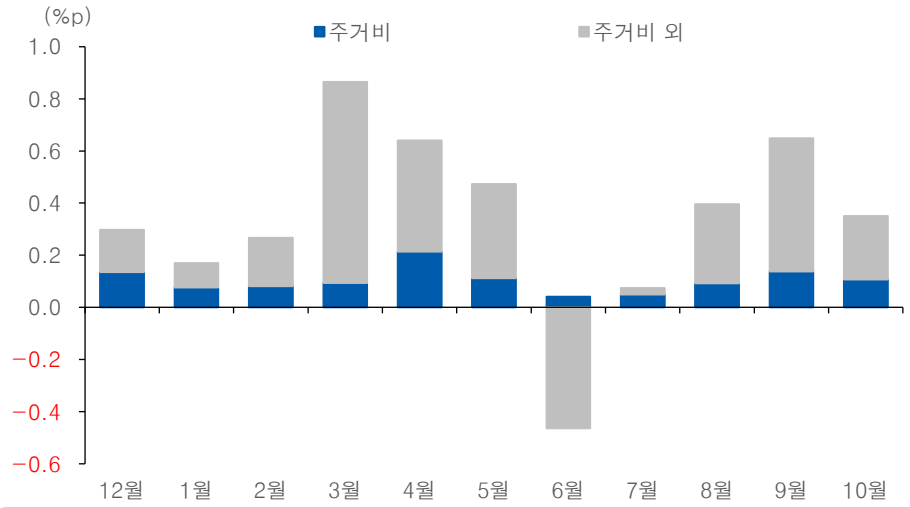


주: '25년 10월은 셧다운으로 미조사.
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

주거비는 3%대 초반 횡보, 물가의 2%대 복귀는 비주거 품목에 좌우

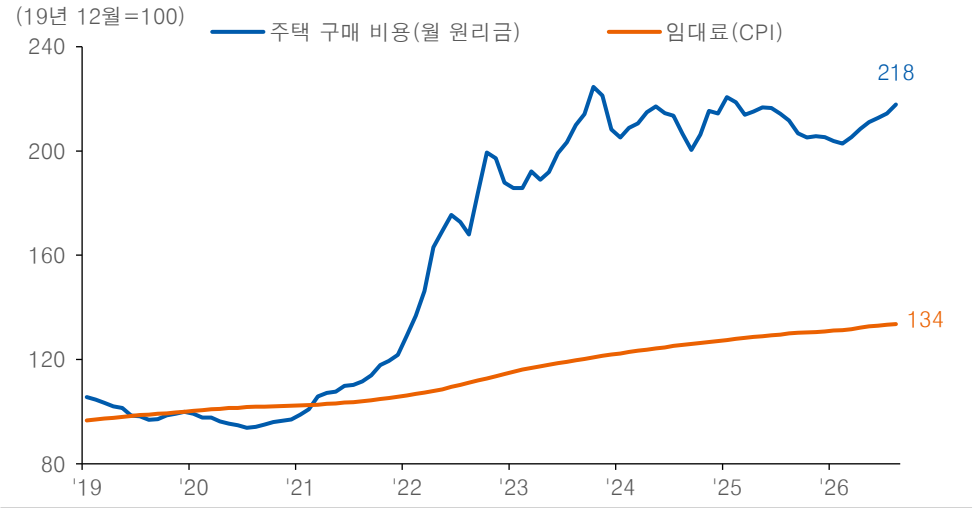
- **주거비 비중 상승은 강세가 아닌 분모 효과.** 10월 헤드라인 CPI의 전월비 상승률은 9월보다 0.30%p 낮아졌는데, 이 중 주거비 기여도 감소분은 0.03%p(0.138%p → 0.107%p)에 그쳤고 0.27%p는 에너지 등 비주거 품목에 기인. 전체 상승 폭(분모)이 크게 줄어든 결과로 상승분에서 주거비가 차지하는 비중만 21%에서 31%로 확대. 핵심인 임대료(+0.2%)와 자가주거비(OER, +0.3%)의 전월비는 9월과 동일해 주거비 자체의 상승세는 불변
- **주거비는 팬데믹 이전 속도로 복귀, 초과 물가의 원인에서 제외.** 9월 주거비는 전년비 3.2%로 '15~'19년 평균(3.3%)에 도달했고 10월 월간 기여도(0.107%p)도 당시 평균(0.095%p)과 유사한 수준. 근원 PCE 내 주거 비중(약 17.5%)을 적용하면 최근 3개월 연율(3.9%) 기준 초과분은 0.1%p에 불과. 목표와의 격차 1.1%p는 전부 주거 밖에서 발생했고, 주거 제외 서비스(평균 2.0% → 3.6%)와 근원 상품(-0.5% → 2.2%)이 절반씩 차지
- **추가 둔화를 막는 것은 높은 구매 비용.** 9월 신규 주택 구매자의 월 상환액은 3,037달러로 단독주택 임대료보다 771달러 많고, 임대료 대비 구매 비용은 '19년의 1.6배. 매수를 미룬 가구가 임대에 머물러 단독주택 임대료 상승률(+3.1%)이 공동주택(+2.2%)보다 높고, 단독주택 비중이 큰 OER에도 같은 상방 압력이 작용
- **'27년 주거비는 3%대 초반 횡보, 물가 경로는 공급 충격이 결정.** '27년 주거비는 3%대 초반 횡보, 물가 경로는 공급 충격이 결정. 임대 공실률(7.6%)이 높아 임대료 약세는 이어지나, 연준의 금리 인상이 모기지 금리(11월 초 7.18%)를 높여 주택 매수 대신 임대 수요를 늘리는 만큼 OER은 하방 경직적. 3%대 초반의 주거비만으로 전체 CPI 상승률에 연 1.1~1.3%p가 고정되므로 CPI가 2%대 중반으로 내려가려면 나머지 품목의 상승률이 2% 내외로 낮아져야 가능한 구조

헤드라인 둔화의 90%는 비주거 품목 주도, 주거비는 월 0.1%p 내외 기여 유지



주: 헤드라인 CPI 전월비에 대한 기여도. 주거비 기여도 = 주거비 전월비 × 상대적 중요도(35.2%).
10월 기여도 감소 0.30%p 중 주거비 0.03%p, 주거비 외 0.27%p. 주거비 기여도의 '15~'19년 평균은 월 0.095%p.
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

임대료 대비 구매 비용 '19년의 1.6배, 매수 유보 지속이 OER 하방 경직성을 고착

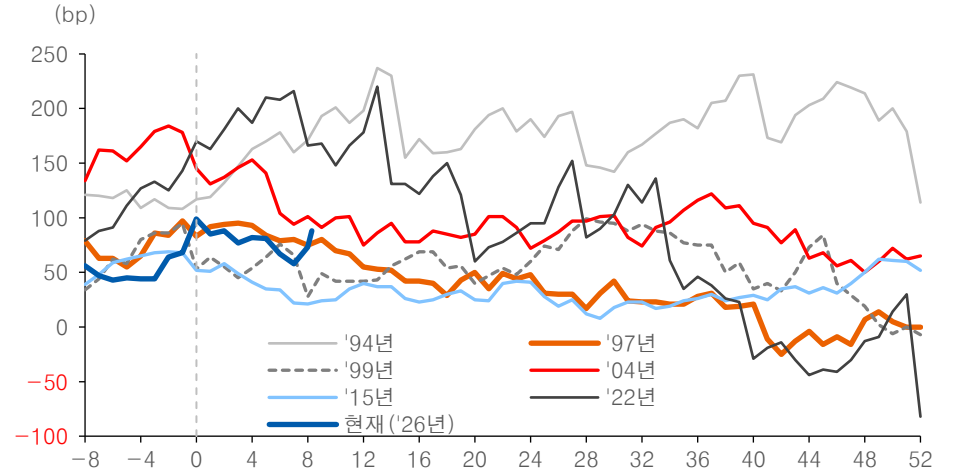


주: 구매 비용 = 케이스-실러 주택가격지수 × 30년 고정 모기지 금리로 계산한 월 원리금 지수.
자료: S&P, Freddie Mac, BLS, 유안타증권 리서치센터

2년물 금리는 정책금리 88bp 상회. 과거 6회 인상기 중 4회는 시장 기대 초과

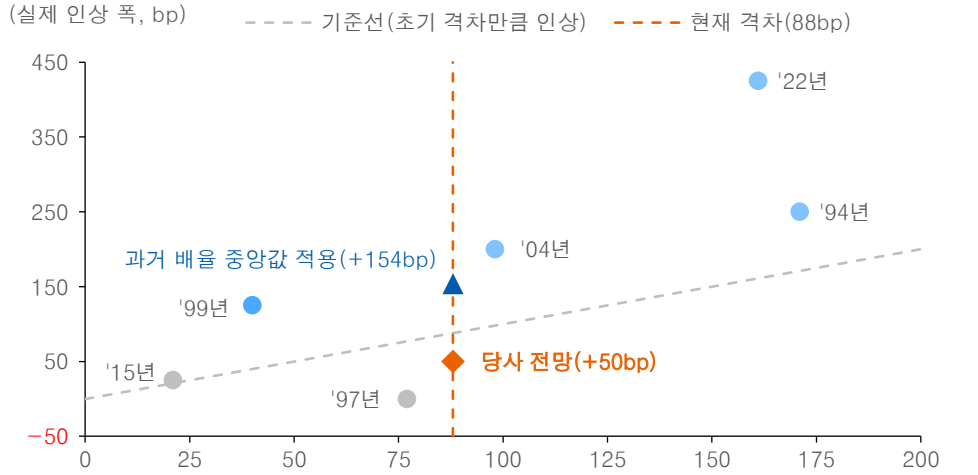
- **이번 금리 급등은 물가 불안이 아닌 연준 대응 강도의 재평가.** 한 주간 미 국채 2년물 금리는 37bp 급등한 4.88%, 10년물 금리는 29bp 상승한 5.15%를 기록. 같은 기간 10년 기대인플레이션(BEI)은 2.24%로 1bp 상승에 그친 반면 실질금리는 12일까지 23bp 상승. 특히 10일 2년물 금리 상승 폭(17bp)은 '25년 4월 이후 최대치이며, 선물시장의 12월 50bp 인상 확률은 12%로 반영
- **장기물에는 국채 수급 부담이 가세.** 3년, 10년, 30년물 입찰 모두 낙찰 금리가 입찰 직전 시장 금리를 상회했는데, 세 만기 입찰이 동반 부진한 것은 5월 이후 처음. 응찰률은 10년물 2.46배(평균 2.60배), 30년물 2.36배(6월 이후 최저)에 그침. 10월 PPI가 예상(+0.4%)을 하회 +0.3%를 기록했음에도 금리가 반락하지 않아, 연준의 금리 인상 경로가 확인되기 전까지 장기채 매수에 추가 금리 보상을 요구하는 국면
- **과거 금리 인상기에서 시장의 초기 선반영 폭은 6회 중 4회 과소 평가.** '94년 이후 여섯 차례 인상기에서 첫 인상 8주 뒤 2년물 금리와 정책금리의 격차는 평균 95bp였으나, 이후 12개월간 인상 폭은 평균 171bp. '94, '99, '04, '22년은 초기 격차의 1.5~3배 수준의 금리 인상. 향방을 가른 변수는 첫 인상 이후 물가 추이
- **당사 전망은 '97년형, 물가 둔화 확인 전까지 2년 금리는 4.7~5.0%.** 현재 격차(88bp)는 25bp 인상 3.5회분을 반영한 수준이며 과거 배율 중앙값(1.75배) 적용 시 154bp에 해당. 당사 기본 경로(12월과 3월 인상 후 동결)에 부합하는 2년물 금리는 4.6~4.7%이나, 1~2월 물가의 계절적 상방 압력으로 3월 FOMC까지는 4.7~5.0%를 예상. 금리 하락 전환의 조건은 근원 PCE 전월비 상승률의 2개월 연속 0.2%대 진입과 점도표상 4.50% 유지

첫 인상 뒤 2년 금리와 정책금리의 격차: 현재 88bp 수준으로 '97년과 '04년 Case의 사이



주: 2년 금리 - 정책금리('08년 이후 목표범위 상단).
'97년은 추가 인상 없이 종료, '99년은 '98년 인하분 75bp를 회수한 뒤 100bp 추가 인상.
자료: 연준, 미 재무부, 유안타증권 리서치센터

초기 격차와 이후 12개월 실제 인상 폭: 6번 중 4번이 격차의 1.5~3배

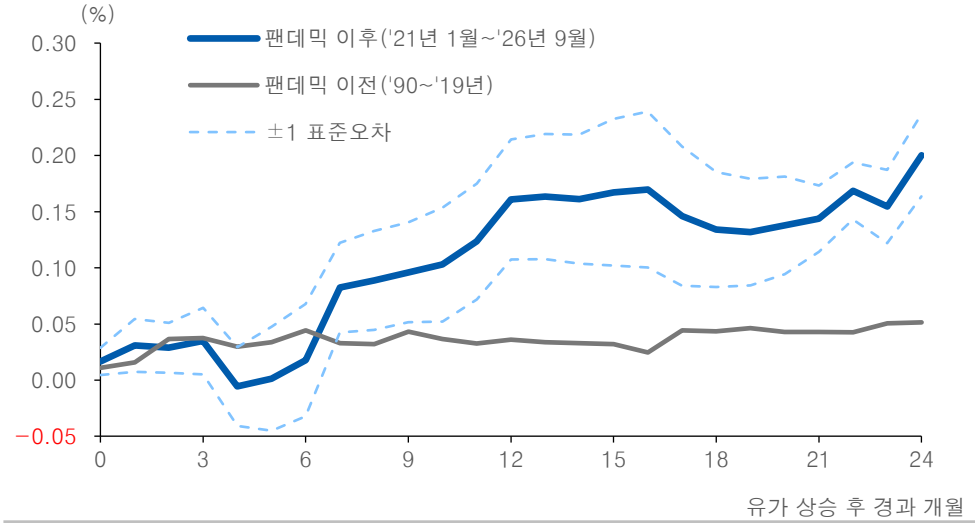


주: 세로축은 첫 인상 8주 뒤부터 12개월간 정책금리 변화.
실제/격차 배율은 '94년 1.5, '97년 0, '99년 3.1, '04년 2.0, '15년 1.2, '22년 2.6.
자료: 연준, 미 재무부, 유안타증권 리서치센터

월러 이사의 50bp 조건 충족, 유가 전가 시차 감안 시 25bp씩 2회 인상이 적정

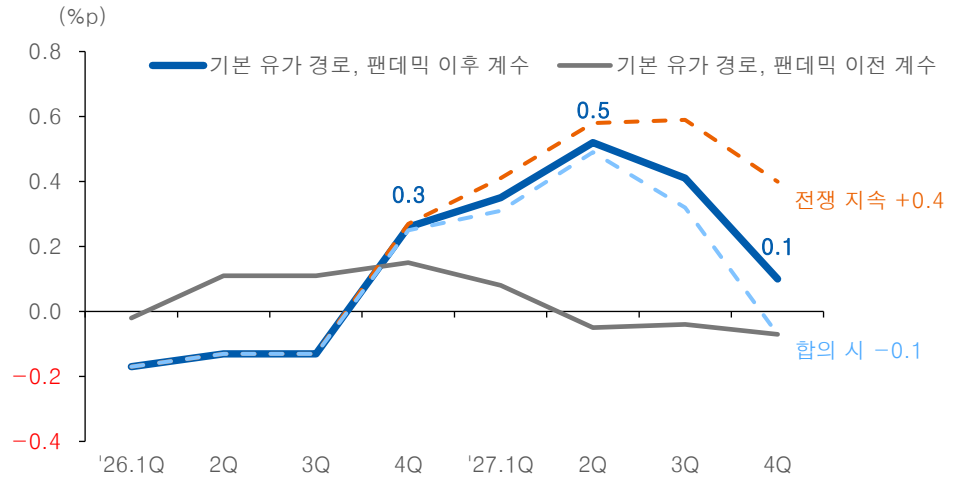
- **10월 CPI 발표로 월러 이사가 제시한 50bp 인상 검토 조건은 충족.** 월러 이사는 10일 물가가 개선되더라도 12월 25bp 인상을 지지하며, 근원 CPI가 최근 두 달처럼 전월비 0.3% 내외면 50bp까지 검토해야 한다고 발언. 같은 날 발표된 10월 근원 CPI는 0.296%를 기록해 조건에 부합
- **배경은 공급 충격의 근원물가 전가가 커지고 길어졌다는 연준 연구.** 월러 이사가 인용한 연준 연구(FEDS Notes, 11월 9일)에 따르면 유가 10% 상승이 근원물가를 상승시키는 폭은 팬데믹 이전 0.01%p에서 이후 0.14%p로, 물가 지속성 계수는 0.35에서 0.65로 확대. 정제설비 부족으로 경유 가격이 원유만큼 빠르게 하락하지 않는다는 점도 단순 국제유가 안정만 보고 통화정책 대응을 늦출 수 없는 이유로 제시
- **유가 전가 폭은 팬데믹 이전의 4배에 달하나, 실질 반영에는 9~12개월의 시차가 존재.** '90년 이후 월간 자료에 국소투영법(Local Projections)을 적용하면 유가 10% 상승에 대한 근원 PCE 물가의 12개월 누적 반응은 팬데믹 이전 0.04%에서 '21년 이후 0.16%로 확대, 파급 효과는 9~12개월 뒤에 집중. 해당 계수를 적용하면 '26년 3~4월과 9~10월 유가 급등분이 시차를 두고 반영되면서 근원 PCE 기여도가 '27년 2분기 +0.5%p로 정점을 기록할 전망(4분기 +0.1%p 둔화 전망)
- **50bp로도 '27년 상반기 물가는 바뀌지 않음, 관건은 4.50% 유지 기간.** '27년 상반기 물가는 기발생한 유가 급등의 시차 반영 구간인 데다 브렌트유 역시 10월 평균(124달러) 대비 23% 낮아, 12월 인상 보폭을 확대할 실익이 제한적. 당사는 12월과 '27년 3월 각 25bp 인상 전망을 유지. 다만 팬데믹 이후의 전가 계수가 유지될 경우 '27년 2~3분기 근원 PCE가 0.5%p 높아져 당사 기본 경로(2.7%, 2.5%)의 상방 위험으로 작용하며, 4.75% 추가 인상 위험 역시 3분기까지 상존

유가 10% 상승 시 근원 PCE 반응은 팬데믹 이전의 4배, 9~12개월 뒤 집중



주: 근원 PCE 물가의 누적 변화를 브렌트 변화율에 회귀, 통제변수는 근원 PCE, 유가 변화율의 6개월 시차와 실업률. 표준오차는 Newey-West 활용. 연준 연구의 선진 5개국 평균은 3년 누적 0.05%(팬데믹 이전) → 0.35%(팬데믹 이후).
자료: BEA, EIA, BLS, 연준, 유안타증권 리서치센터

유가의 근원 PCE 전년비 기여도: 팬데믹 이후 계수 기준 '27년 2분기 +0.5%p

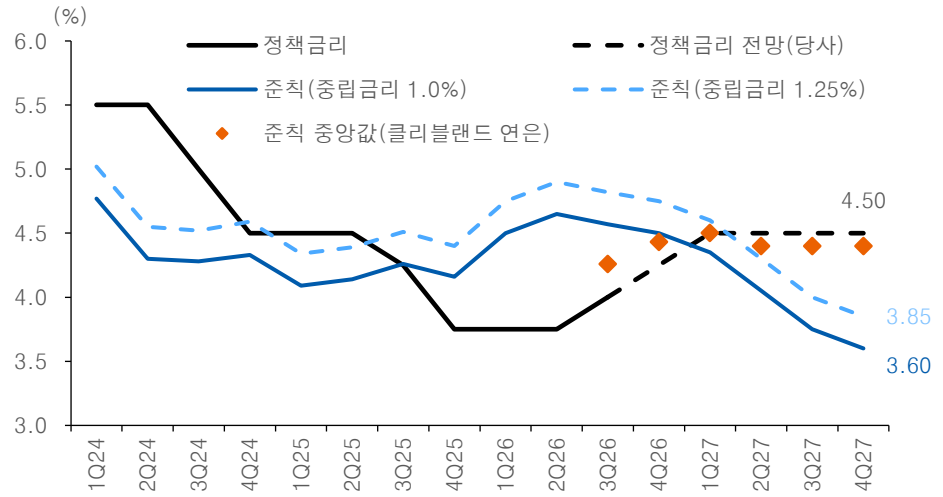


주: 국소투영법으로 추정한 시차별 충격반응계수(5개월 이동평균)를 '19년 이후 월간 브렌트유 변동률에 누적 적용해 산출한 근원 PCE 물가 수준 효과의 전년차(전년비 기여도). 실선(기본)과 점선(시나리오) 팬데믹 이후 계수를 적용.
자료: BEA, EIA, 유안타증권 리서치센터

연준 최종금리는 정책 준칙 중앙값 정점인 4.50%, '27년 동결로 긴축 전환

- **10월 CPI에 따른 변화는 최종 도달점이 아닌 경로상의 위험 분포.** 9월 근원 PCE는 전년비 3.12%, 3개월과 6개월 연율 2.9%로 높은 수준이 지속됐으나 추가 가속은 아닌 상태. 9월 점도표에서 '27년 말 4.50%(상단)를 제시한 위원이 18명 중 8명으로, 2명만 상향해도 12월 점도표 중앙값은 4.50%
- **정책 준칙은 현 금리를 상회.** 준칙 중앙값(클리블랜드 연은)은 '26년 3분기 4.26%, 4분기 4.43%, '27년 1분기 4.50%가 정점이며 테일러(1993) 준칙(4.8~6.4%)과 애틀랜타 연은 계산(5.3~6.5%)도 4.00%를 상회. 당사 전망 4.50%(12월, 3월 2회 인상)는 준칙 중앙값 정점과 일치, 시장이 반영한 4.75~5.00%는 테일러 준칙 하단
- **연준은 중립을 넘되 테일러 준칙에 못 미치는 4.50%에서 인상을 멈출 전망.** '27년 하반기에는 준칙 처방(3.6~4.0%)이 4.50%를 0.5~0.9%p 하회해 인하 여지가 생기나, 연준은 근원 PCE 3개월 연율의 2.5% 하회와 관세 2차 전가의 종료를 확인하고 실업률이 오르기 전까지 기준 금리를 동결할 것으로 전망. 연준의 금리 인하는 '28년이 될 전망이며, 그 사이 4.50% 동결은 사실상 긴축으로 작용해 장기금리 하락의 조건으로 연결
- **4.75% 상향 조건은 근원물가 강세 지속, 점도표 상향, 유가 재상승.** 1) 10월 근원 PCE(11월 25일)와 11월 근원 CPI(12월 10일)의 전월비 0.3% 이상 지속 여부, 2) 12월 점도표 '27년 말 중앙값의 4.75% 상향, 3) 호르무즈 해협 통항 재개 지연에 따른 유가 재상승

'27년 2분기부터 준칙 처방이 4.50%를 하회, 정책금리 동결이 긴축으로 작용



주: 준칙 = 실질 중립금리(1.0~1.25%) + 근원 PCE + 0.5×(근원 PCE-2%) + 0.5×GDP 갭(0).
근원 PCE는 '26년 4분기부터 당사 전망, 정책금리는 상단 기준으로 12월부터 당사 전망
자료: 연준, BEA, 클리블랜드 연은, 유안타증권 리서치센터

준칙 처방은 4.3~6.5%로 모두 4.00% 이상, 당사 전망 4.50%는 준칙 중앙값의 정점

준칙과 경로	처방	시점	비고
테일러(1993) 준칙	4.8~6.4%	'26년 3분기	클리블랜드 연은
근원물가 테일러(1999)	5.1~5.5%	'26년 3분기	클리블랜드 연은
7개 준칙 중앙값	**4.26 → 4.43 → 4.50%**	**'26.3Q → 4Q→ '27.1Q**	**클리블랜드 연은, '27년 1분기 정점 뒤 4.4%**
테일러 준칙	5.3~6.5%	9월	애틀랜타 연은, 당시 정책금리 3.88%
균형접근 준칙	'26년 12월 정점	9월 점도표 전제	인상 최대 2회
시장(2년 금리 기준)	4.75~5.00%	'27년 하반기	격차 88bp(3.5회분)
점도표 중앙값	4.25%	'27년 말	9월 FOMC
당사	**4.25 → 4.50% 동결**	**'26년 12월, '27년 3월**	**첫 인하 '28년 상반기**

주: 처방은 각 기관의 최근 발표(클리블랜드 연은 9월, 애틀랜타 연은 9월) 기준.
자료: 클리블랜드 연은, 애틀랜타 연은, CME, 유안타증권 리서치센터

장기 중립금리 눈높이는 4%로 상향, 4.50%의 실질 긴축 강도는 제한적

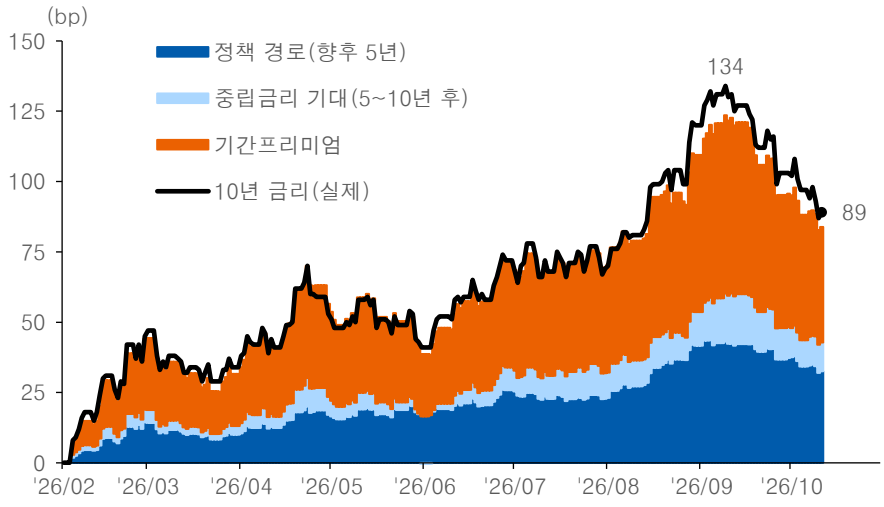
- **현 정책금리는 어느 추정치를 기준으로도 긴축 수준에 미달.** 정책금리 목표범위 중간값에서 근원 PCE 전년비 상승률을 차감한 실질 정책금리는 9월 인상 후에도 0.75%이며, 10월 근원 PCE 시장 추정치(3.2%) 적용 시 0.65%에 불과. 이는 주요 실질 중립금리 추정치(HLW 1.0%, 점도표 기준 1.2%, LW 1.65%, 리치먼드 연은 1.85%)의 하단을 밑도는 수준으로, 12월과 '27년 3월 인상은 긴축이 아닌 정상화 단계로 판단
- **시장의 장기 정책금리 기대는 4% 내외로 형성된 가운데 점도표가 이를 뒤따르는 구도.** 5~10년 후 기대 단기금리(Kim-Wright 모형)는 11월 6일 기준 3.98%로 '15~'19년 평균을 1.3%p 상회하며 '23년 10월 이후 3.7~4.2% 범위에서 고착. 그사이 점도표상 장기 금리가 2.5%에서 3.2%로 상향되면서 양자 간 격차는 1.2%p에서 0.8%p로 축소. '14~'19년에도 시장 기대가 먼저 하락한 뒤 점도표가 4.0%에서 2.5%로 후행 조정된 전례가 있어 점도표의 추가 상향 가능성도 존재
- **올해 장기금리 상승은 중립금리 재평가가 아닌 기간프리미엄 확대와 단기 정책 경로 반영에 기인.** 미 국채 10년물 금리는 2월 말 3.97%에서 10월 5일 5.31%까지 134bp 상승했는데, 당사 분해 결과 기간프리미엄 63bp(0.46% → 1.10%, '10년 4월 이후 최고), 향후 5년 정책 경로 43bp, 5~10년 후 기대 금리 17bp가 각각 기여
- **10년 금리는 4.8~5.3%, 하락은 기간프리미엄 축소에서.** 기대 단기금리 4.0~4.2%에 기간프리미엄 0.7~1.1%('26년 6~10월 범위)를 합산한 4.7~5.3%가 당사가 산출한 밴드. 3월을 마지막으로 금리 인상이 종료되고 물가 둔화가 확인되면 기간프리미엄이 상반기 수준(0.7%)으로 축소되면서 '27년 하반기 10년물 금리는 4.7% 내외로 안착할 전망. 반대로 12월 점도표상 장기 금리가 재차 상향(3.3% 이상)되면 기대 단기금리 4% 수준은 10년물 금리의 하단으로 작용

점도표 장기 금리는 시장을 뒤따라 이동: '14~'19년의 경우 하향, '23년 이후는 상향



자료: 뉴욕 연은, 연준, 유안타증권 리서치센터

2월 말 이후 10년 금리 상승의 분해: 정점 134bp 중 기간프리미엄 63bp

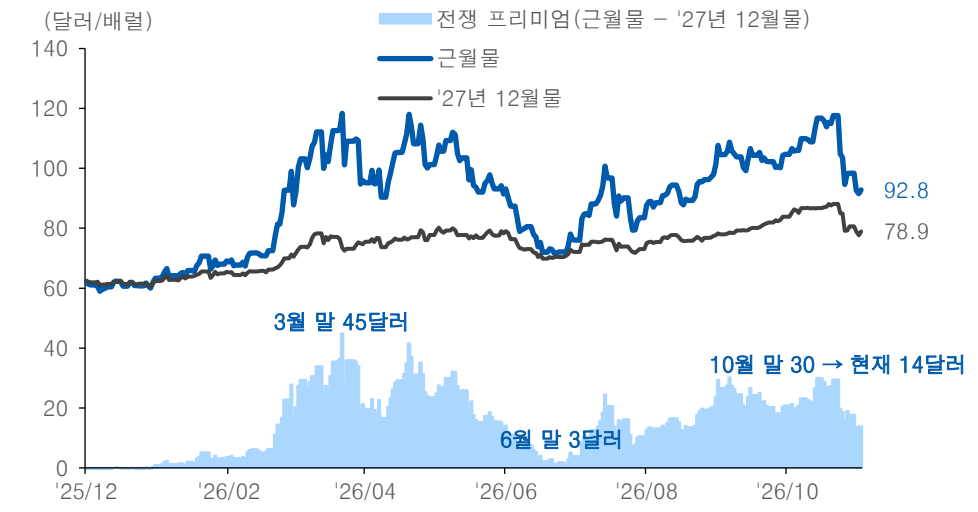


주: Kim-Wright 모형의 기대 단기금리를 향후 5년과 5~10년 후로 나눠 10년 금리 기여로 환산.
정점은 10월 5일 134bp = 정책 경로 43 + 중립금리 기대 17 + 기간프리미엄 63 + 오차. 11월 13일 기준 118bp
자료: 연준, 미 재무부, 유안타증권 리서치센터

전쟁 프리미엄은 고점의 1/3로 축소

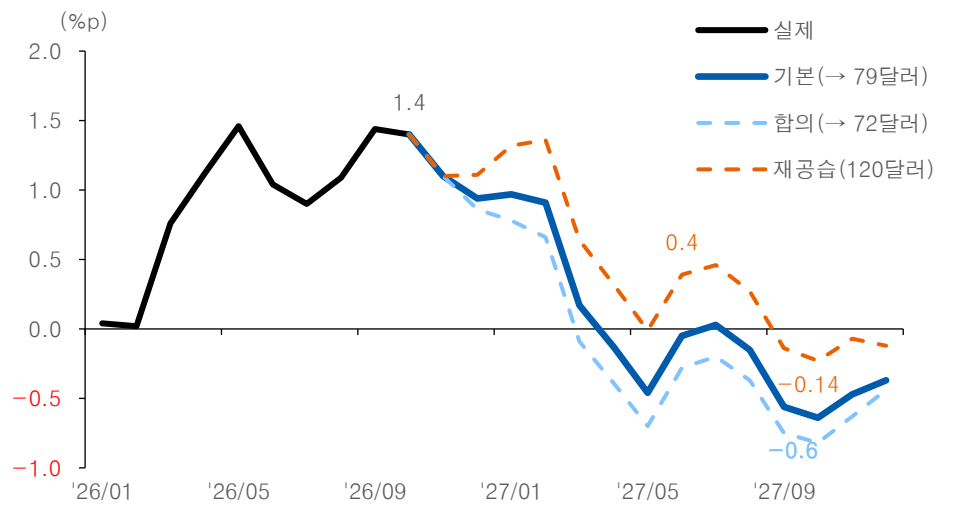
- **최근 유가 하락의 60%는 전쟁 프리미엄 축소에 기인.** 브렌트유 근월물은 10월 30일 117.64달러에서 11월 13일 95.84달러로 마감(주간 -2.5%). 근월물과 '27년 12월물의 가격 격차를 전쟁 프리미엄으로 간주하면, 근월물 하락 폭(25달러) 중 16달러가 프리미엄 축소분에 해당(30달러 → 14달러).
- **프리미엄이 사라져도 유가는 전쟁 직전 수준으로 빠르게 하락하지는 않을 전망.** 프리미엄은 전쟁 전 6달러에서 3월 말 45달러까지 확대됐다가 유가가 전쟁 전 수준으로 회귀했던 6월 말 3달러로 소멸했고, 10월 말에는 30달러로 재확대. 반면 장기 기준가인 '27년 12월물은 3월 이후 67~88달러(평균 77달러) 범위에서 등락하며 전쟁 전(66달러)보다 한 단계 높은 수준을 유지. 현재 79달러는 걸프 지역 수출 감소와 재고 고갈이라는 구조적 요인을 반영한 가격
- **원유 수급은 초과 공급으로 전환됐으나 재고 복원 수요가 유가 하락 속도를 제한.** IEA에 따르면 10월 걸프 수출은 하루 1,840만 배럴(전쟁 전 대비 -26%)로 회복됐고 관측 재고는 6월 이후 처음 증가. 4분기 수급 전망은 공급 부족에서 하루 170만 배럴 초과 공급으로 전환됐고, '27년 380만 배럴 초과 공급을 예상. 다만 육상 재고는 '16년 이후 최저치이고 개전 이후 누적 감소 폭이 4.6억 배럴에 달해, 초과 공급의 상당 부분이 재고 확충에 쓰여 프리미엄은 완만하게 축소될 전망
- **'27년 말 79달러로 헤드라인 물가를 2%p 낮추는 요인.** 교착 상태가 지속되면 근월물이 장기 기준가로 수렴해 '27년 평균 유가는 86달러를 기록할 전망. 종전 합의 시에는 프리미엄이 소멸해 '27년 말 72달러로 하락하고, 재공습 시에는 프리미엄 30~45달러가 가산돼 120달러 내외로 급등. 에너지의 헤드라인 CPI 기여도는 재공습 시에도 '27년 9월에는 기여도가 마이너스로 전환되는 만큼 통화정책의 핵심 변수는 헤드라인보다 근원물가로의 전이 여부

브렌트 근월물 = 기준가('27년 12월물) 79달러 + 전쟁 프리미엄 14달러



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유가 시나리오별 에너지의 헤드라인 CPI 기여도: 기본 경로로 '27년 9월 -0.6%p

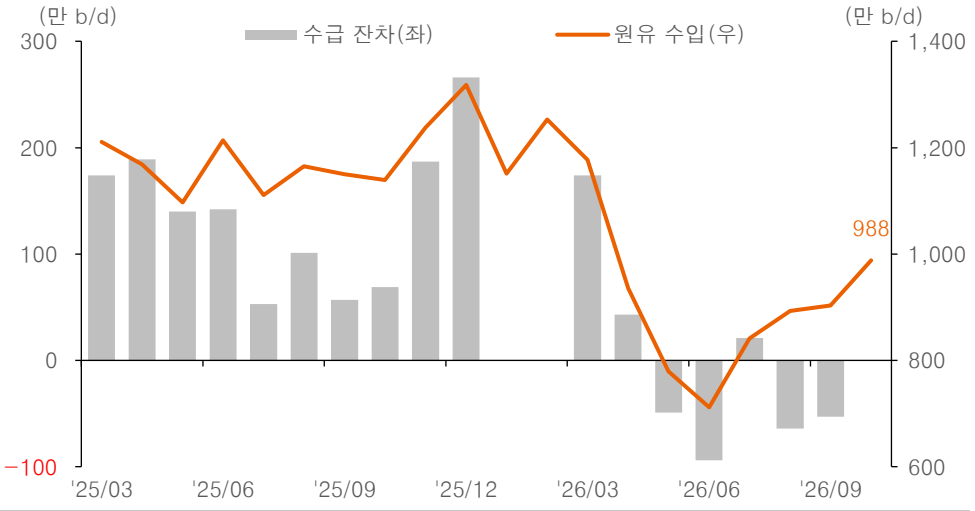


주: 기여도 = 에너지 CPI 전년비 × 12개월 전 가중치.
'26년 11월 이후는 브렌트 변화율에 대한 에너지 CPI 탄력성 0.25('15년 이후 T: 0.14, T+1: 0.07, T+2 0.03)으로 연장.
자료: BLS, EIA, 유안타증권 리서치센터

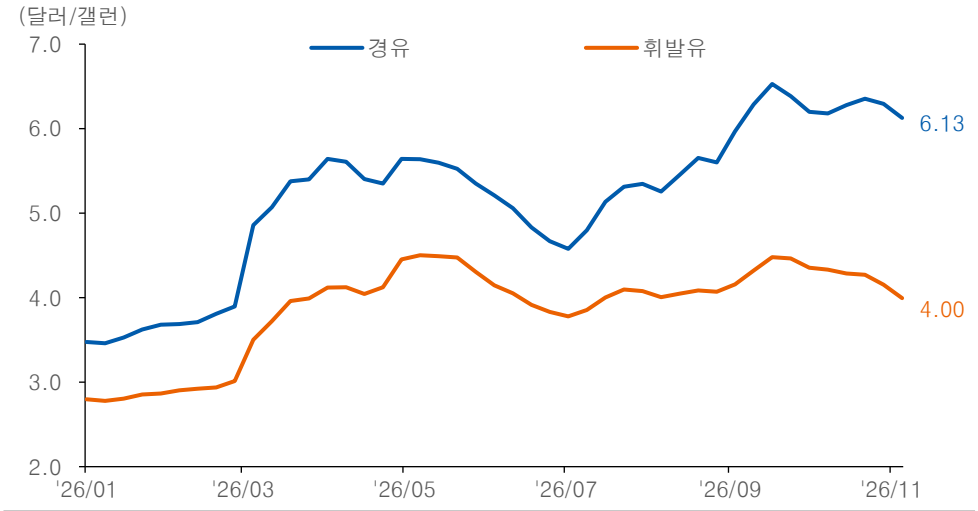
중국 재고 복원과 경유 부족이 유가 단기 하단 지지

- **올해 유가 급등을 완충한 요인은 중국의 원유 재고 방출.** 중국은 고유가 구간에서 수입을 축소하고 비축 재고로 대응해 6월 수입량이 10년 내 최저치로 감소. 당사가 추산한 수급 잔차(수입+생산-정제 처리량)는 '25년 하루 137만 배럴 순유입에서 '26년 5~9월 48만 배럴 순유출로 전환됐고, 시장조사기관의 위성 추정 육상 재고도 5월 초 13.54억 배럴에서 10월 중순 11.92억 배럴로 1.62억 배럴 감소
- **재고 방출은 종료됐고 10월부터 재고 복원이 개시.** 10월 원유 수입은 하루 988만 배럴로 전월 대비 9.4% 증가해 3월 이후 최대치를 기록했고, 중동산 도입량(465만 배럴)은 전쟁 이전 수준을 회복. 정제 처리량이 9월 수준을 유지할 경우 수급 잔차는 하루 60만 배럴 내외의 순유입으로 복귀. 다만 수입량은 여전히 전년 대비 13.3% 적은 수준이며 1~10월 누적 수입도 15.1% 감소해 정상화의 초입에 불과한 만큼, 향후 비축 복원 수요가 추가 확대될 여지가 큰 국면
- **복원 수요는 4분기 초과 공급을 흡수하나 '27년 초과 공급분의 절반.** 육상 재고 감소분 1.62억 배럴을 6개월간 복원할 경우 하루 약 90만 배럴, '25년 비축 속도로 회귀할 경우 5~9월 대비 약 185만 배럴의 수요 증가가 발생해 IEA가 추정한 4분기 초과 공급(170만 배럴)을 대부분 소화. 이에 따라 '27년 1분기까지 브렌트유는 80달러대 중반 수준을 유지할 전망. 그러나 '27년 초과 폭(380만 배럴)은 중국의 흡수 여력의 두 배에 달해 하반기에는 80달러 이하로 하락할 전망
- **경유는 원유보다 후행 하락해 글로벌 운송비와 한국 물가의 둔화 속도를 지연.** 미 정제유 재고는 9,926만 배럴로 '03년 5월 이후 최저치이고, 경유 소매가는 4주간 -0.8% 하락에 그쳐(휘발유 -7.8%) 휘발유와의 가격 격차가 사상 최대로 확대. 한편 정제마진은 9월 고점 72달러에서 46달러로 하락해 시차를 둔 가격 하향 안정은 가능. 다만 그때까지는 경유발 운송비 부담이 물가의 상방 압력으로 잔존

중국의 재고 방출(5~9월 순유출)은 종료, 10월 수입은 3월 이후 최대



주: 수급 잔차 = 수입 + 생산 - 정제 처리량(톤당 7.3배럴 환산)으로 재고 증감의 근사치.
자료: 중국 해관총서, 중국 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

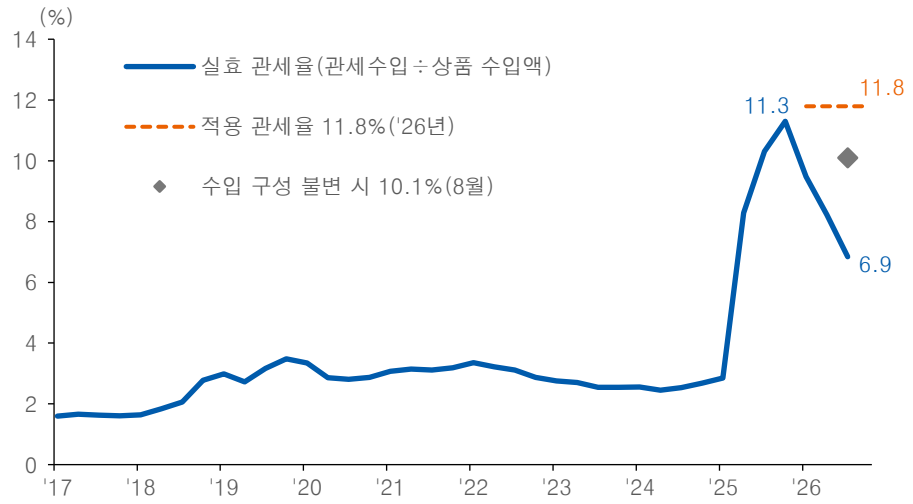


주: 전국 평균 소매가격(주간, 11월 9일까지).
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

관세 전가는 미완료, '27년 하반기 미국 물가의 상방 위험이자 금리 인하 제약

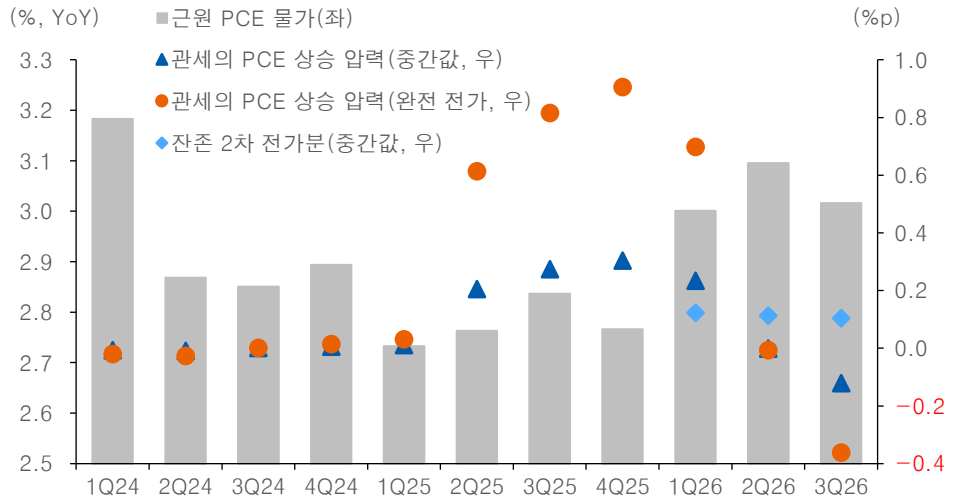
- **실효 관세율 하락은 관세 부담의 완화보다 수입 구성의 변화.** 실효 관세율은 실제 징수된 관세수입을 상품 수입액으로 나눈 값으로 '25년 4분기 11.3%에서 '26년 3분기 6.9%로 하락. 대법원의 IEEPA 관세 위헌 판결(2월 20일) 뒤 122조(10%, 7월 24일 만료)와 301조(60개국 10~12.5%)로 대체된 영향도 있으나, 고시 세율을 관세 부과 전 수입 구성으로 가중평균한 적용 관세율은 11.8%로 격차는 4.9%p
- **격차 발생의 원인은 조달처 전환, 면제 활용, AI 장비 수입 급증.** 와튼 예산모형(PWBM)에 따르면 8월 실효 관세율 7.1%는 수입 구성이 그대로였을 때(10.1%)보다 3.0%p 낮고, 캐나다와 멕시코산의 USMCA 면제 활용률은 81%. 당사 계산으로는 하락 폭 4.5%p 중 1.6%p가 수입액 증가(+24%)에 따른 분모 효과이고 증가분의 대부분이 컴퓨터와 반도체. 이들이 무관세라고 가정하면 그 외 수입품의 실효 관세율은 9% 안팎이어서 소비재의 관세 부담은 지표만큼 줄지 않은 상태
- **가격 전가는 진행 중, 최근의 압력 소멸은 기저효과.** 하버드경영대학원의 가격 추적을 참고하면 7개월 누적 소매 전가율은 24%, 소비자 부담은 43% 수준. 또한 뉴욕 연은은 간접 전가가 9~12개월에 걸쳐 나타난다고 분석. 당사 계산(실효 관세율 전년차 × PCE 수입 콘텐츠 10.5% × 전가율)으로 관세의 PCE 물가 압력은 '25년 4분기 +0.3%p에서 '26년 3분기에 이르러야 -0.1%p로 전환. 결국 2차(간접) 전가분 약 0.1%p는 아직 남은 것으로 추정
- **실효 관세율은 7% 안팎이 바닥, '27년 하반기 물가를 다시 높일 요인.** 301조와 232조 의약품 관세가 온전히 반영되고 AI 장비 수입 급증에 따른 분모 효과가 줄면 실효 관세율은 PWBM의 장기 추정치(9.4%)에 근접할 가능성. 이 경우 PCE 물가 압력은 +0.06~0.12%p(완전 전가 시 +0.27%p)로, 기저효과로 낮아진 '27년 초 물가를 하반기에 다시 높이는 요인. 당사 '27년 4분기 근원 PCE 전망(2.4%)의 상방 위험이며 금리 인하 시점을 '28년으로 보는 근거

실효 관세율 6.9%는 적용 관세율 11.8%보다 4.9%p 낮은 수준(3분기)



주: 실효 관세율 = 관세수입 ÷ 상품 수입액(BEA 국민계정, 분기 연율).
적용 관세율 = 고시 세율을 행태 변화 전 수입액으로 가중평균. 수입 구성 불변은 PWBM 추정.
자료: BEA, Tax Foundation, Penn Wharton Budget Model, 유안타증권 리서치센터

관세의 직접 압력은 기저효과로 소멸, 2차 전가분 약 0.1%p는 잔존

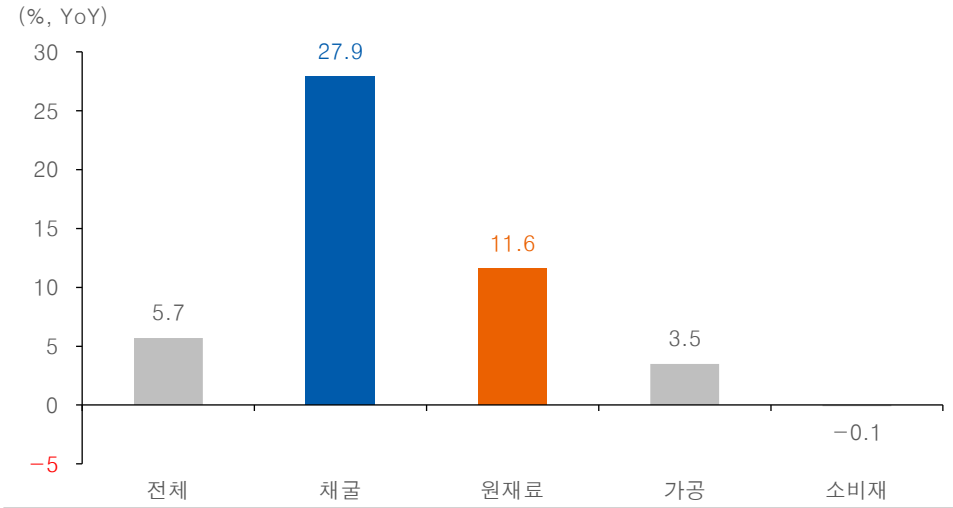


주: 관세 압력 = 실효 관세율의 전년 대비 변화 × PCE 수입 콘텐츠(10.5%, 샌프란시스코 연은) × 전가율
(HBS 소매 전가율 24%와 소비자 부담 43%의 중간값)
자료: BEA, FRB San Francisco, Harvard Business School, 유안타증권 리서치센터

중국 PPI 급등의 실체는 유가와 반도체, 미국 전이 통로는 수입단가

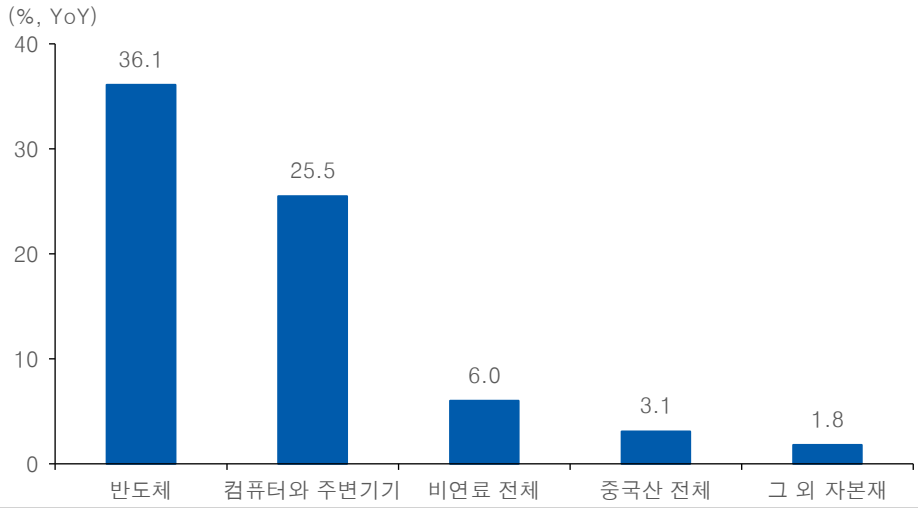
- **중국 PPI 급등은 전반적인 인플레이션 확산이 아닌 유가와 원자재 강세의 반영.** 중국의 10월 PPI는 전년비 5.7%로 컨센서스(5.3%)과 9월(5.0%)을 상회했으나 채굴 +27.9%, 원재료 +11.6%, 가공 +3.5% 등 상승한 반면 소비재는 -0.1% 하락. 6~7월 유가 조정기에 PPI 전월비가 하락 전환한 전례를 감안하면 최근 유가 급락은 1~2개월 시차를 두고 PPI 상승세를 둔화시킬 전망. 중국산 소비재가 미국 소비자물가를 자극하는 경로가 아직은 작동하지 않는 국면
- **수출단가 상승 역시 소수의 AI 관련 품목에 집중.** 글로벌 트레이드 얼러트(GTA) 집계 기준 9월까지 12개월간 중국 수출단가는 9.4% 상승했으나 상위 10개 품목을 제외한 공산품은 1.6% 상승에 그침. 미국의 대중국 수입물가도 9월 전월비 +0.7%('21년 12월 이후 최대), 전년비 +3.1%로 '25년 7월 -3.5%에서 상승 전환했으나, 가격 상승세가 중국 제조업 전반으로 확산된 것은 아니라는 방증
- **미국으로의 전이 통로는 반도체와 컴퓨터의 수입단가.** 미국의 9월 비연료 수입물가는 전년비 6.0% 상승해 '22년 4월 이후 최대치를 기록했는데 반도체 +36.1%, 컴퓨터와 주변기기 +25.5%인 반면 이를 제외한 자본재는 +1.8%에 불과. 한국의 10월 수출물가(달러 기준 +45.5%, 반도체 +160%) 역시 동일한 흐름. 당사 추산으로 비연료 수입물가 상승이 PCE 물가에 미치는 상방 압력은 약 0.35%p이며, 수입물가는 관세를 제외한 가격인 만큼 관세발 물가 압력과는 별개의 요인
- **유가발 압력은 둔화, 반도체발 수입단가 압력은 '27년 상반기까지 지속.** 수입단가가 소비자가격에 전가되는 데 3~6개월이 소요되고 메모리 공급 부족은 '27년 상반기까지 이어질 전망, 미국 근원 상품(10월 중고차 제외 +0.4%)과 PPI 근원 재화(10월 +0.5%)의 상승세는 당분간 지속될 전망

중국 PPI 상승은 채굴과 원재료에 집중, 소비재 가격은 하락



주: 채굴, 원재료, 가공은 생산재, 소비재는 생활재 기준
자료: 중국 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

미국의 수입물가 상승은 반도체와 컴퓨터에 집중, 그 외 자본재는 1.8%

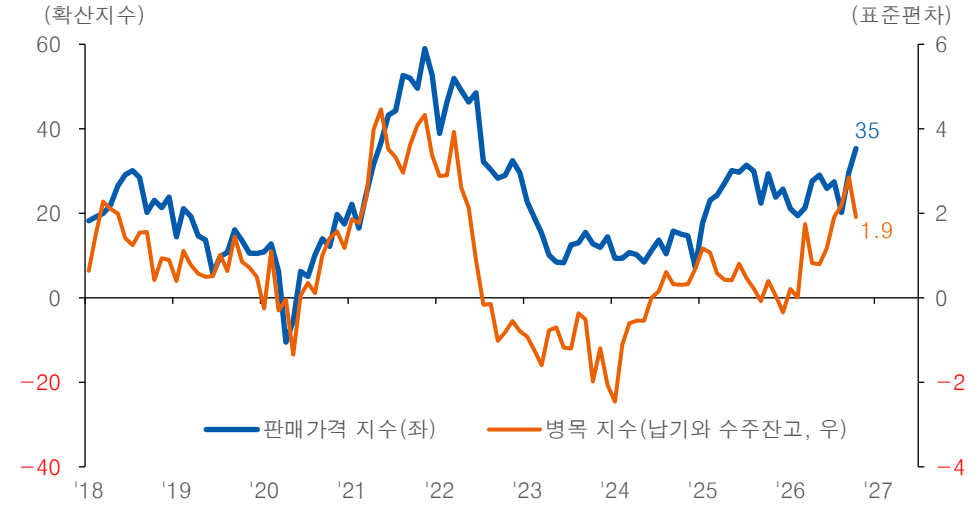


주: 그 외 자본재는 컴퓨터, 주변기기, 반도체를 제외한 자본재. 수입물가지수는 관세를 포함하지 않는 가격
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

AI 병목은 반도체 가격에서 기계 납기로, 재화 물가 압력은 '27년 상반기까지

- **AI 투자가 범용 부품의 공급 여력까지 잠식.** 일본 공작기계 수주는 16개월 연속 증가하며 10월(속보) 2,043억엔(전년비 +42%)으로 역대 2위를 기록했고, 한국 7월 수주도 79% 증가. 반도체 장비와 동일 부품을 경합하며 볼나사와 베어링 납기가 장기화됐고, 일부 업체는 재고 기준을 3~6개월에서 최대 1년 6개월로 확대
- **가격은 반도체에서 먼저 올랐고 기계는 납기로 조정 중, 다음 순서는 기계 가격.** 일본 10월 PPI에서 정보통신기기는 전년비 +15.9%이나 생산용 기계(+4.3%)와 범용 기계(+3.2%)는 전체(+7.1%)를 하회했고, 수출물가도 전기전자 +33.4%, 기계류 +0.8% 상승. 초과 수요가 가격 전가 대신 납기 지연으로 표출되는 단계. 미국 ISM 공급자 배송지수도 59.1로 11개월 연속 지연됐고 전자부품은 20개월, 메모리는 10개월 연속 품귀로 집계
- **당사가 측정한 병목 지수로 본 근원 상품 물가는 '27년 1분기 말 3% 안팎.** 뉴욕과 필라델피아 연은 제조업 조사의 납기와 수주잔고를 표준화한 병목 지수는 9월 2.9로 '21년 정점(4.5)의 64%이고, 판매가격 지수도 10월 35로 '21년 정점(59)의 60%. 두 지수는 '10년 이후 근원 상품(중고차 제외) 전년비를 6개월 선행하며 변동의 60%를 설명. 이에 따라 전년비 기준 '26년 3분기 1.0%에서 '27년 1분기 3.5%에 달하며, 최근 모형 과대 추정(0.6%p)을 차감해도 3% 내외
- **근원 CPI를 0.4%p 높일 위험, 금리 인상 폭 확대보다 동결 장기화의 근거.** 근원 상품 물가 상승률이 1%에서 3%로 확대되면 근원 CPI는 0.4%p 상승. 이는 보우먼 부의장의 AI 물가 압력 추정(근원 PCE 0.3%p)을 상회하며, 공급망의 분기별 정상화를 전제한 연준 연구와 상이한 경로. 다만 병목현상이 반도체와 전자부품에 집중돼 '21년의 전방위 확산과 다르고, 메모리 증설이 가동되는 '27년 하반기에는 둔화 예상. 금리로 제어 불가한 공급 병목인 만큼 4.50% 동결 기조를 뒷받침

당사가 측정한 병목 지수와 판매가격 지수: '21년 정점의 60~64%까지 상승



주: 뉴욕과 필라델피아 연은 제조업 조사의 평균.
병목 지수 = 납기 지수와 수주잔고 지수를 '02~'19년 기준으로 표준화한 평균.
자료: 뉴욕 연은, 필라델피아 연은, 유안타증권 리서치센터

제조업체의 판매가격과 납기 지연으로 추정한 미국 상품 물가: '27년 1분기 3% 안팎



주: '10년 이후 월간 회귀: 전년비 = -0.56 + 0.097×판매가격 지수(6개월 전) + 0.31×병목 지수(6개월 전).
설명력 0.60, 잔차 표준편차 1.3%p. 조정 투영은 최근 6개월 평균 오차(-0.6%p)를 더한 값.
자료: 뉴욕 연은, 필라델피아 연은, BLS, 유안타증권 리서치센터

워런 은행위원장 체제, 영향은 금리 수준보다 연준 신뢰와 규제 경로

- **워런의 상원 은행위원장 취임은 연준 인사의 독립성 검증과 금융감독 강화로 이어질 전망.** 민주당의 상원 다수당 복귀로 상임위원장은 12월 초 확정 예정. 청문회와 조사 의제를 주도하면서 은행 자본규제 완화의 타당성을 검증하고, 프라이빗 크레딧과 디지털자산의 투자자 보호와 금융안정 문제를 집중적으로 다룰 가능성. 트럼프 일가의 금융과 크립토 사업과 정책 결정 간 이해충돌 의혹은 감독당국의 인허가 과정과 디지털자산 입법을 둘러싼 주요 쟁점으로 부상할 전망
- **시장에는 추가 규제 완화 기대 제약과 연준 신뢰 개선이라는 상반된 경로로 작용할 가능성.** 금융권은 자본규제 완화와 신규 사업 확대를 둘러싼 검증 부담이 커지는 반면, 정치적 금리 인하 압력에 대한 견제는 장기 기대인플레이션의 상방 위험과 인플레이션 위험 프리미엄을 낮추는 데 기여할 여지. 대중 첨단기술 수출통제와 주거비 부담 완화는 초당적 협력을 모색할 수 있는 분야로, 사안별 입법 진전도 예상
- **다만 규제 제정과 집행은 감독당국의 권한이며, 기존 규정이 위원장 교체만으로 바뀌지는 않는 구조.** 초기 영향은 청문회와 조사 확대와 입법 협상 조건의 변화에서 먼저 나타나고, 실제 금융거래 조건에 미치는 영향은 후속 조치에 따라 달라질 전망
- **영향 강도가 중간인 두 분야 중 미국 금리에는 연준 인사, 한국 수출에는 AI 칩 수출통제가 더 중요.** 연준 인사는 위원장이 인준 일정을 쥐고 장기금리의 위험 프리미엄을 거쳐 모든 자산에 영향을 주지만, 공석이 없어 쿡 이사가 해임돼 후임 인준이 필요한 국면에서야 쓰이는 권한. AI 칩 수출통제는 엔비디아 의혹 이후 양당 의원들이 통제 강화를 요구하고 법안 3건이 계류돼 실현 가능성이 가장 높으나 영향은 반도체에 한정. 반도체가 수출의 절반인 한국에는 먼저 확인할 변수

워런 위원장 체제의 정책 분야별 매크로와 시장 영향

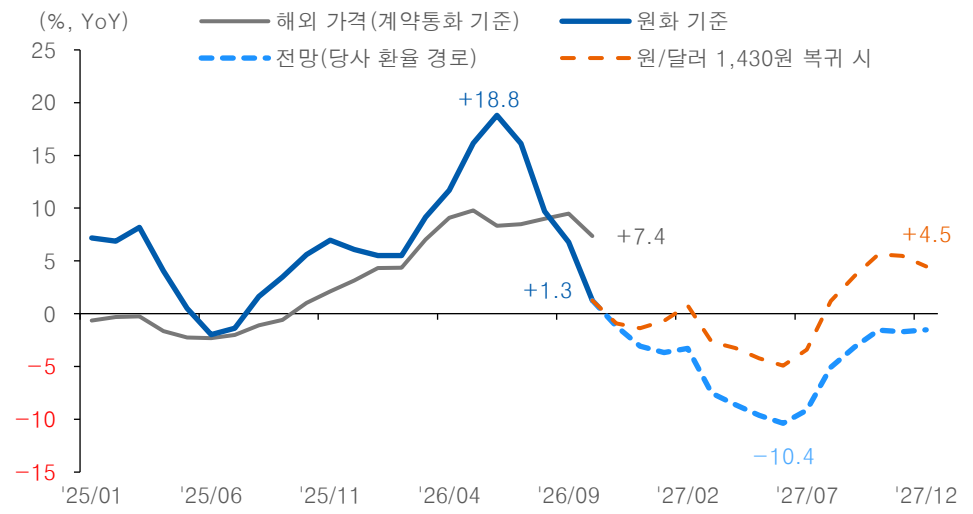
정책 분야	정책 방향과 주요 수단	매크로와 시장 영향	정책 실행의 제약	영향 강도
연준 인사와 신뢰	후보자의 독립성과 이해충돌 검증 강화, 정치적 인하 요구에 순응할 후보의 인준 견제	장기 기대인플레이션의 상방 위험과 인플레이션 위험 프리미엄 완화에 기여 가능. 단기 정책금리 경로에 대한 직접 영향은 제한적	공석 발생과 후보 지명 시 구체화, 최종 인준은 본회의. 재정적자와 국채 공급 부담이 장기금리 안정 효과를 상쇄할 가능성	중간
은행 자본규제 (위험가중자본)	바젤 III 등 완화 견제, 6월에 관련 완화안 3건의 철회 요구	대출 여력 확대가 기대보다 지연될 가능성. 자본 완충력 유지는 충격 시 급격한 대출 회수 위험을 낮추는 요인	규정 제정은 연준, OCC, FDIC 권한. 당국이 새 의회 출범 전 확정을 서두를 가능성	제한적
레버리지 규제, 국채 중개	완화의 금융안정 영향 점검, 추가 완화의 근거와 효과 설명 요구	딜러의 국채 중개 여력 확대 기대를 제약. 영향은 금리 방향보다 분기말과 대규모 결제일의 레포 조달 부담에 집중	시행 중인 eSLR 개정은 유지, 지주회사 Tier 1 요건 감소폭 2% 미만. 계류 중인 추가 완화안은 미확인	제한적
디지털자산, 스테이블코인	투자자 보호, 자금세탁 방지, 이해충돌 규제 강화, 증권법 적용 예외와 은행의 사업 확대 견제	업계가 기대한 규제 완화와 사업 확대 지연, 거래소와 발행사의 규제 대응 부담 확대. 거시경제 직접 영향은 제한적	법 개정은 양원 합의 필요, 민주당 내 산업 육성파가 있어 워런의 입장이 그대로 반영되기는 곤란	중간
신용카드, 가계 금융비용	카드금리 상한 도입과 소비자 보호 강화	이자 부담 완화와 저신용층의 신용 접근성 악화가 공존해 소비에 대한 순효과는 불확실	입법 필요, 60표 확보와 은행권 반발이 부담. CPI를 직접 낮추는 경로는 아님	제한적
주택 공급, 기관투자자 매입	주택 공급 확대와 대형 기관투자자의 단독주택 매입 제한	공급이 착공과 준공으로 이어지면 시차를 두고 임대료와 CPI 주거비의 상승 압력 완화	지방정부 규제, 건설비, 인력 부족이 제약, 매입 제한은 주택 수를 늘리지 않음	제한적(장기)
AI 칩 수출통제	대중 수출과 제3국 우회 공급 검증 강화, 공화당과 입법 공조	초당적 공감대가 있어 수출통제 강화 법안이 추진될 여지가 상대적으로 큼	허가와 집행은 행정부 권한, 대체 수요가 영향 좌우. 한국 반도체 수출 위축으로 단정할 근거는 부족	중간

주: 영향 강도는 정책 실현 가능성과 파급 범위를 함께 고려한 당사의 상대적 평가
자료: 미 상원, WSJ, Reuters, 유안타증권 리서치센터

한국으로의 물가 전가는 에너지에 한정, 원화의 방향은 한은보다 연준이 중요

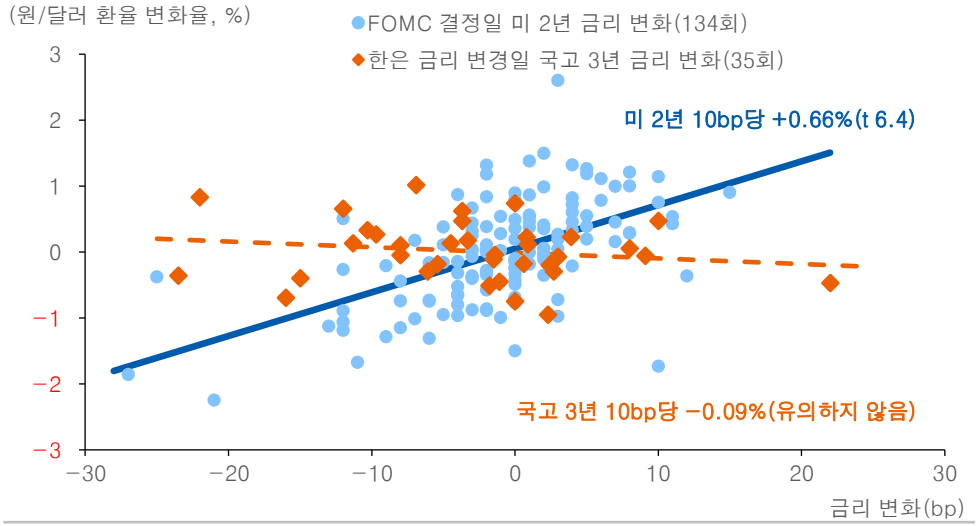
- **미국과 달리 한국에 전이되는 해외 물가 압력은 에너지에 국한.** 유가, 관세, AI 병목 중 국내 물가에 파급되는 경로는 유가에 한정. 10월 수입물가(원화 기준)는 전년비 13.5% 상승했으나 원재료가 +36.2%인 반면 자본재는 -4.2%, 소비재는 -3.3%. 반도체 주도의 교역조건 개선과 원화 강세(월평균 환율 전년비 -6.0%)가 중일 생산자물가 상승을 상쇄한 결과. 10월 소비자물가 상승률(2.8%) 중 석유류 기여는 0.56%p
- **석유 최고가격제로 유가 변동은 물가보다 재정이 흡수.** 3월 도입된 최고가격제는 정유사 공급가 상한(휘발유 1,784원, 경유 1,773원)을 6월 말 이후 유지 중이며, 정부는 10월 물가 상승률을 0.8%p 억제한 효과로 추산. 유가 급락 뒤에도 정유사 공장도가(휘발유 2,050원, 경유 2,331원)가 상한을 상회해 국내 가격은 당분간 하락하지 않을 전망. 당사 추산상 석유류 물가 기여도는 기저효과만으로 10월 0.56%p에서 '27년 1분기 0.3%p, 2분기 -0.3%p로 축소
- **국고채 랠리는 수급에서 비롯, 유가 급락은 최고가격제 종료 충격을 완화하는 요인.** 당사 추정상 9월 15일 이후 국고 10년 하락 75bp 중 미 금리와 주가 요인은 16bp, 58bp는 발행 축소(월 16조원→12조원)와 외국인 선물 매수 등 국내 요인. 현 유가 수준에서 상한을 해제하면 물가는 0.7%p 상승 압력이 발생하지만 유가가 하락할수록 그 상승 폭이 줄어 물가 상방 위험은 제한적. 한미 10년 금리차(-115bp)도 정책금리 차(-100bp)와 물가 전이 차이를 감안하면 과도하지 않은 수준
- **한은은 연준과 금리차를 유지, 원화 강세가 물가의 방어선.** 지난 7월 한은의 금리 인상 이후 달러 강세(+2%)에도 원/달러 환율은 -11% 하락했고, 에너지 외 수입물가 상승률(원화, 당사 추산)은 6월 18.8%에서 10월 1.3%로 둔화. 연준 50bp 인상('27년 1분기까지) 시 한은이 동결하면 정책금리 격차는 -150bp로 확대. 한은도 11월 3.25%, 1분기 3.50%로 인상해 -100bp를 유지할 전망. '27년 2분기 에너지 외 수입물가 -9%대, 연말 원/달러 환율은 1,300원으로 하락 전망.

에너지 외 수입물가: 원화 절상이 해외 가격 상승을 상쇄, '27년 상반기는 하락 전망



주: 에너지 외는 수입물가지수에서 석탄, 원유, 천연가스, 석유제품을 뺀 품목(가중치 74%)을 합산.
원/달러 환율 당사 전망은 '26년 말 1,325원, '27년 말 1,300원 전망.
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

원/달러 환율은 미국 금리 충격에 10bp당 0.66% 반응, 한은 결정일의 반응은 미미

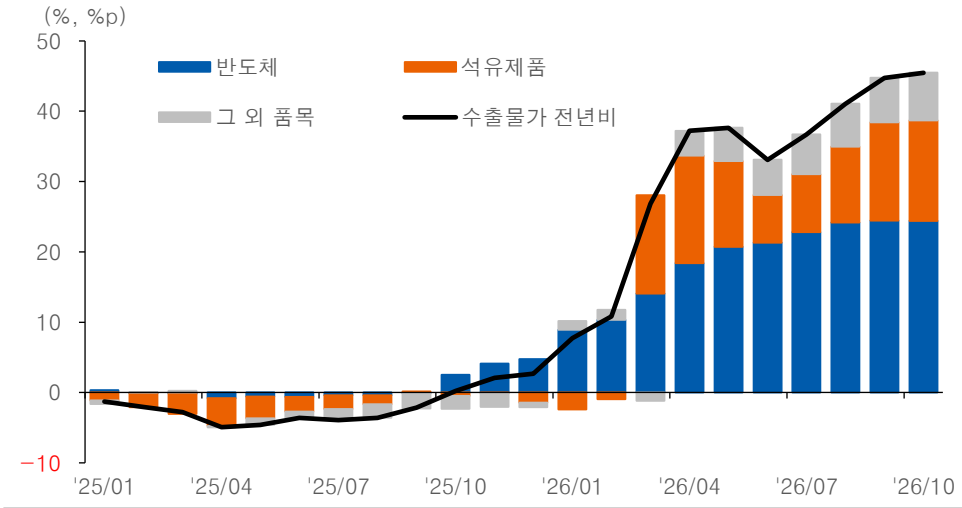


주: 파란 점은 FOMC 결정일의 미 2년 금리 변화와 다음 날 서울 종가까지의 원/달러 변화율(R2 0.30),
국고 3년은 미 2년 변화의 45%만 반영.
자료: 유안타증권 리서치센터

수출 호황의 절반은 가격 효과, 반도체와 석유제품이 수출물가 상승의 85%

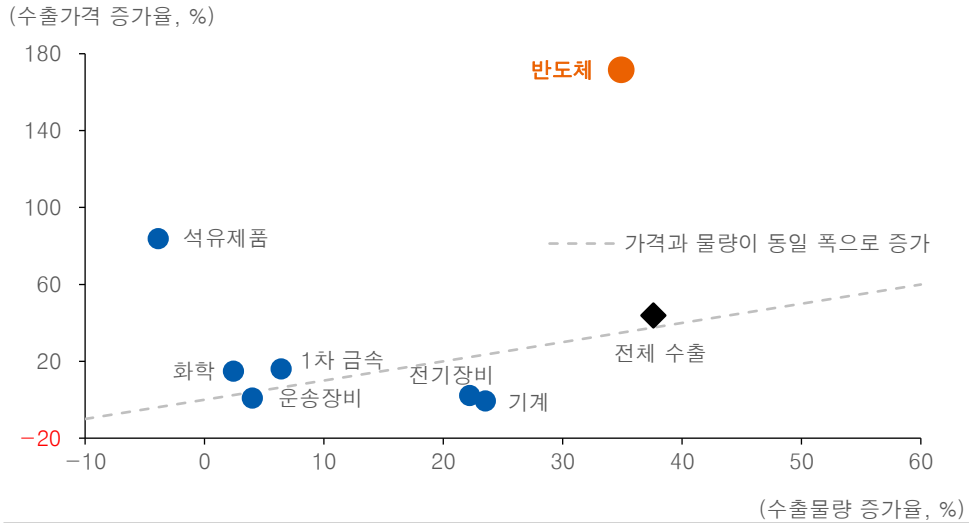
- **10월 수출물가 급등은 두 품목의 가격 효과에 기인.** 수출물가는 계약통화 기준 전년비 45.5% 상승해 9월(44.9%)을 상회. 당사 분해(달러 기준)상 반도체가 24.4%p, 석유제품이 14.3%p를 기여했고 여타 품목은 6.8%p에 불과한 것으로 추정. 반도체 수출물가는 전년비 +159.8%로 '23년 8월 저점의 4.4배에 달했고, 석유제품은 10월 평균 124달러 유가를 반영
- **가격은 반도체, 물량은 AI 설비투자의 후방 품목.** 9~10월 합산 수출(+97.9%)은 물량 +37.6%, 가격 +43.8%. 반도체는 증가분의 77%가 가격이나 기계(+23.5%)와 전기장비(+22.2%)는 단가 변동 없이 물량 주도로 증가해 반도체 제조용 기계 +89%, 변압기 +64%, 전선 +34%로 반도체 증설과 데이터센터 전력 수요에 집중. 가전(-15%)과 승용차(+3%)는 부진해 수요가 소비에서 AI 설비투자로 이동. 생산도 이들 품목이 견인하나 AI 투자 둔화 시 가격과 물량이 동반 위축
- **교역조건은 '17년 이후 최고 수준, 소득이 생산보다 빠르게 증가.** 가격 결정력을 확보한 한국은 10월 수출물가(달러 기준 +45.5%)가 수입물가(+20.8%)의 두 배를 상회해 순상품교역조건지수가 전년비 21.3% 상승한 117.1로 8월(119.9) 고점에 근접했으며 소득교역조건지수는 74.6% 급등. 가격 기반 이익인 만큼 고용보다 기업이익, 세수, 경상수지에 선행 반영
- **원화 가치와 물가에는 우호적인 구조.** 교역조건 개선에 따른 경상수지 흑자 확대는 원화 강세 요인으로 당사 '27년 말 전망치는 1,300원. 수입물가(원화 기준)는 전월비 1.8% 하락했고 유가 하락 반영 시 전년비(+13.5%)도 빠르게 둔화돼 소비자물가 안정(당사 '27년 4분기 1.7%)을 뒷받침

수출물가 상승률 45.5% 중 반도체 24.4%p, 석유제품 14.3%p



주: 달러 기준 수출물가지수
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

반도체와 석유제품은 가격 효과, 기계와 전기장비는 물량 확대



주: 9~10월 합산의 전년 대비 증가율(달러 기준). 가격 = 수출금액지수 ÷ 수출물량지수.
점선 위쪽은 가격이, 아래쪽은 물량이 수출 증가를 주도한 품목. 반도체는 물량 +34.9%, 가격 +171.5%
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)

• 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center **최현재**
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Market Analyst	이재원	5719	jaewon2.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	김영민	5602	yeongmin.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	조계철	2665	gyecheol.jo@yuantakorea.com


유안타증권
Yuanta Securities (Korea)