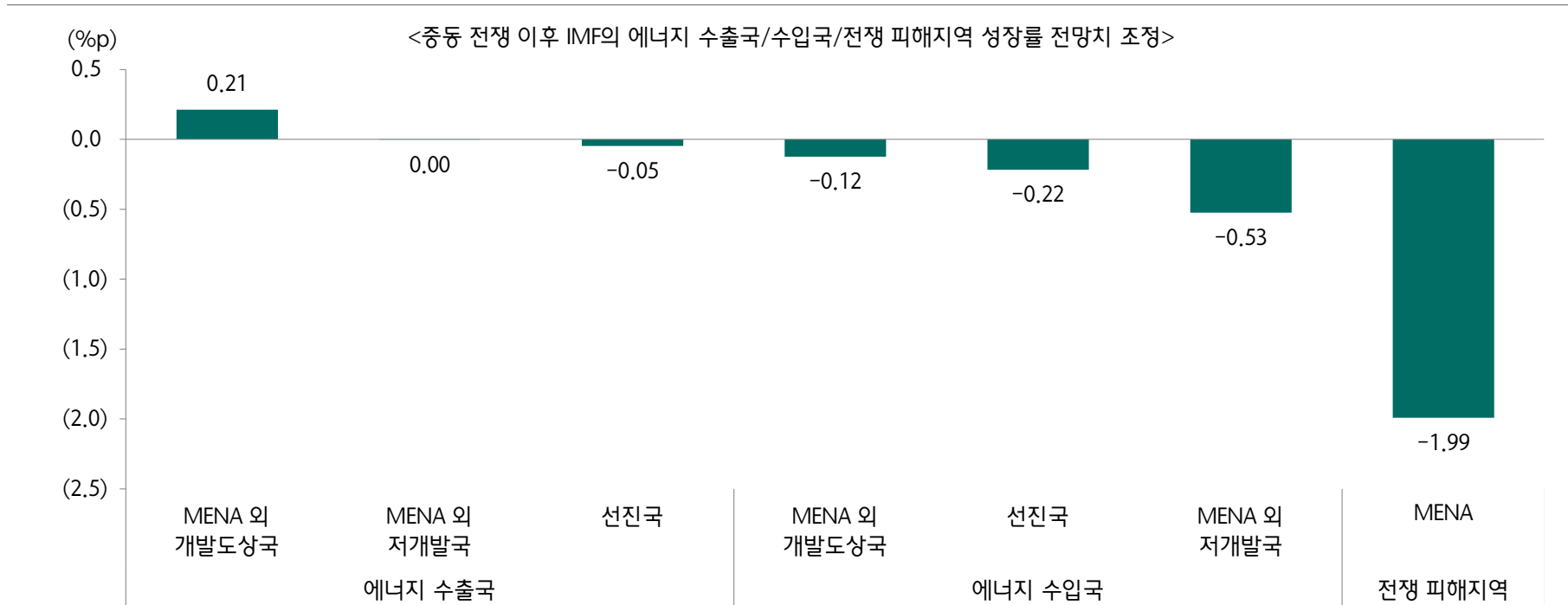


경제/원자재 | Economist 전규연

전쟁 이후 본 게임 시작 (Feat. 불공정한 출발선)

전쟁 이후 출발선이 달라진 주요국

- 전쟁으로 인한 원유 공급 차질과 공급망 교란은 한동안 글로벌 경제에 부정적 영향을 미칠 것. 전쟁으로 인한 2026년 세계 경제 하락 효과는 약 -0.3%p 내외. 다만 전쟁의 영향은 국가별로 고르게 나타나지 않을 소지. 에너지 수입국과 수출국의 상대적 격차 심화될 듯
- 다만 금번 전쟁의 득과 실을 고려할 때 장기전으로 이어질 가능성은 낮아 보이며, 유가가 점차 안정된다면 주요국 경제는 단기 공급 차질로 인한 하방 압력을 만회할 만한 회복탄력성을 보유하고 있을 것으로 기대



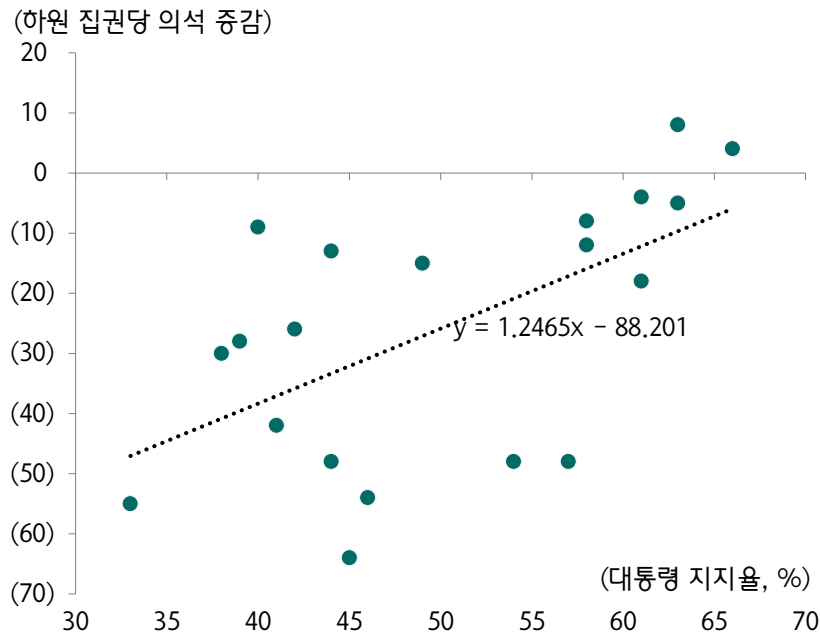
자료: IMF, 하나증권

1. 분기점을 앞둔 트럼프의 대내외 맞춤 전략

상하원 의석 확보를 위해서는 트럼프 지지율 반등 필수적

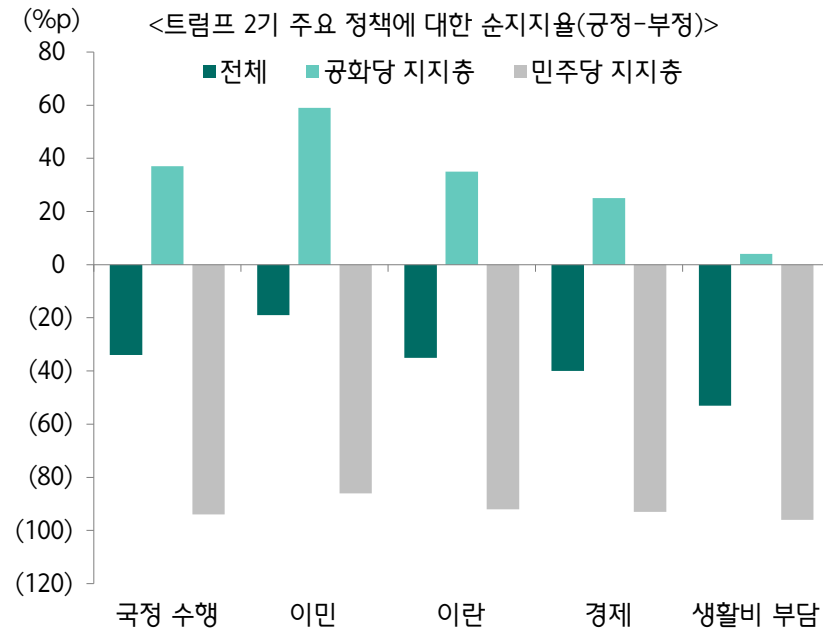
- 이란 전쟁 이후 트럼프 대통령 지지율은 40%까지 하락 폭을 키우며 재집권 후 최저 수준까지 하락. 중간선거에서의 상하원 의석 확보는 대통령 지지율과 높은 상관성을 지님. 중간선거 승리를 위해서는 트럼프 지지율 반등이 필수적
- 공화당 지지층은 이민, 이란 이슈에 대해 비교적 긍정적인 평가를 유지하고 있지만, 물가 정책에 대해서는 부정적인 평가 비중 확대
- 트럼프 지지자들은 백인, 남성, 저소득층 위주. 중간선거를 앞두고 2017년 감세안처럼 경기를 부양하기 위한 입법 성과 필요할 가능성

중간선거에서의 상하원 의석 확보는 대통령 지지율과 상관성이 높음



자료: Brookings, Statista, 하나증권

트럼프 2기 주요 정책에 대한 부정적 평가가 우세



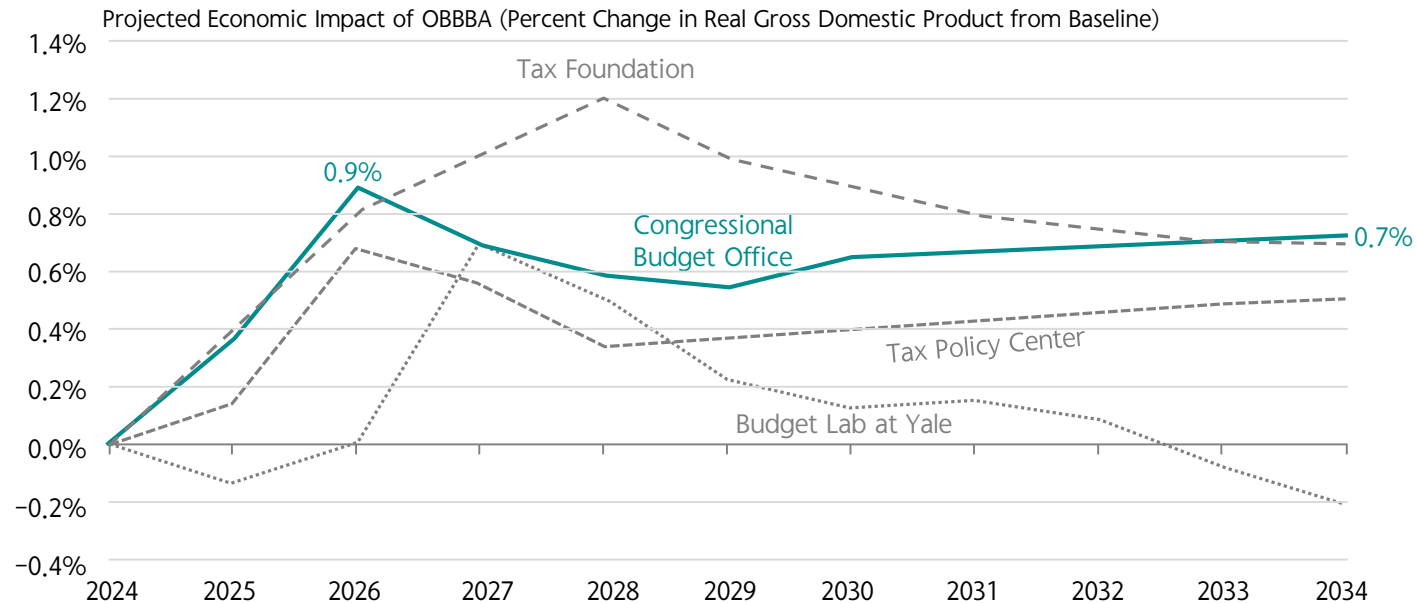
자료: AP, 하나증권

1. 분기점을 앞둔 트럼프의 대내외 맞춤 전략

단기 내수 부양 효과를 기대할 수 있는 OBBBA

- OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안의 2017년 TCJA 내 개인소득세 및 상속세 조항 영구화, 팁·초과 근무·노인 대상 임시 소득공제 도입 등으로 가계의 가처분소득이 증가하면서 소비 증가 유도할 가능성
- 단기적인 경기 부양 효과는 유효. 민간 연구기관들은 OBBBA를 통한 연간 GDP 부양 효과를 약 +0.7%p~1.2%p로 추정
- 다만 재정적자 확대, 금리 상승 및 민간투자 구축효과 등을 고려할 때 중장기 경제에는 하방 압력으로 작용할 가능성 높음

주요 연구기관들의 OBBBA 법안에 따른 경제적 부양 효과 추정



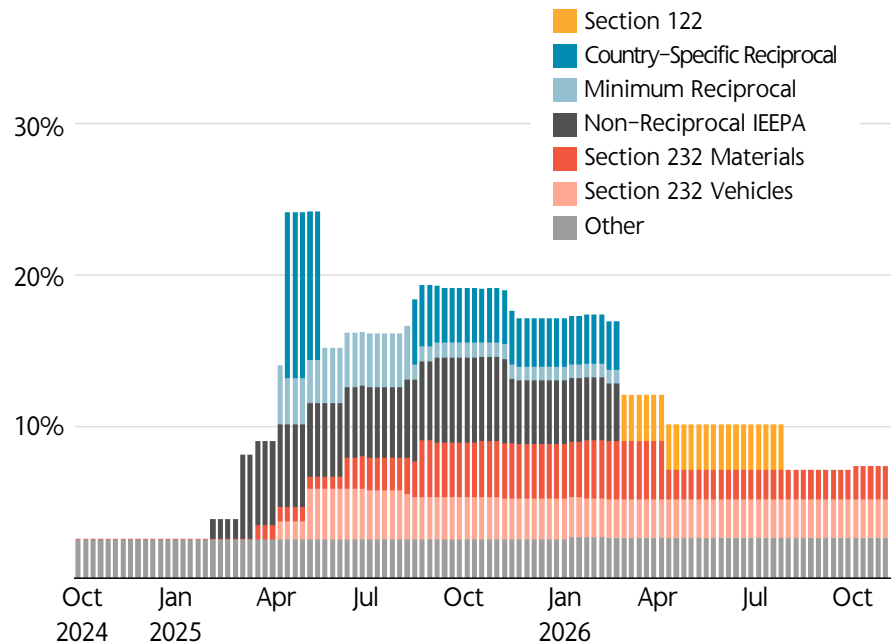
자료: CRFB, 하나증권

1. 분기점을 앞둔 트럼프의 대내외 맞춤 전략

관세 등을 통한 대외 압박도 강화될 가능성

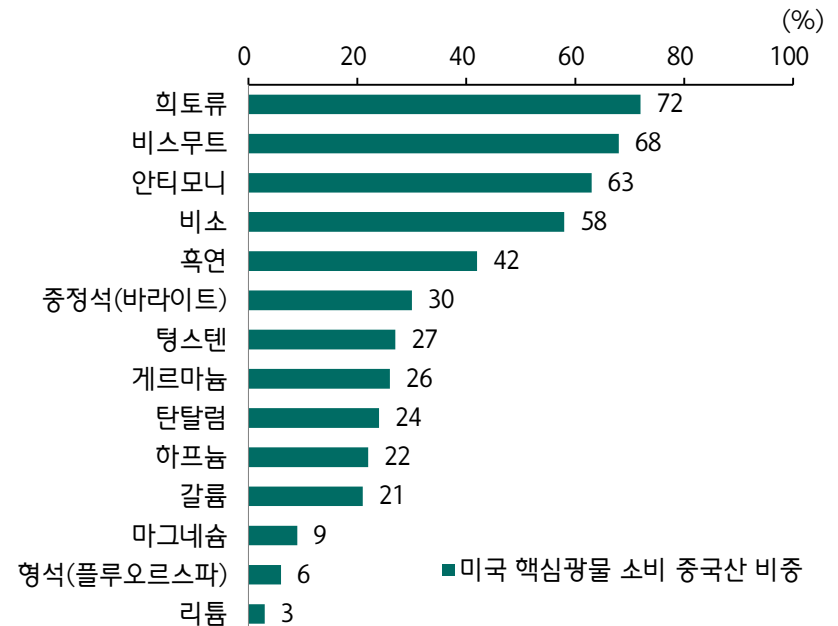
- IEEPA 위법 판결 이후 트럼프 정부는 무역법 122조를 통해 전세계에 150일 동안 10% 관세를 부과. 해당 조치는 7월 24일 종료 예정. 트럼프 정부는 150일 이후에도 고율 관세를 유지하기 위해 무역법 301조에 의거한 조사에 착수. 7월 경 관세 복원 가능성 염두
- 미-중 상호 관세부과 1년 유예 유효기간도 올해 11/10 만료. 여전히 희토류, 반도체 수출 통제 등 주요 자원을 둘러싼 갈등 재개 가능성 상존. 11월 중간선거를 앞두고 각국에 대한 관세 부과 및 투자 유치 등 대외 압박이 강화될 가능성

무역법 122조에 의거한 관세 부과 종료 전에 신규 관세 발표 가능성



자료: TPC, 하나증권

미국 핵심광물 소비에서 중국산이 차지하는 비중



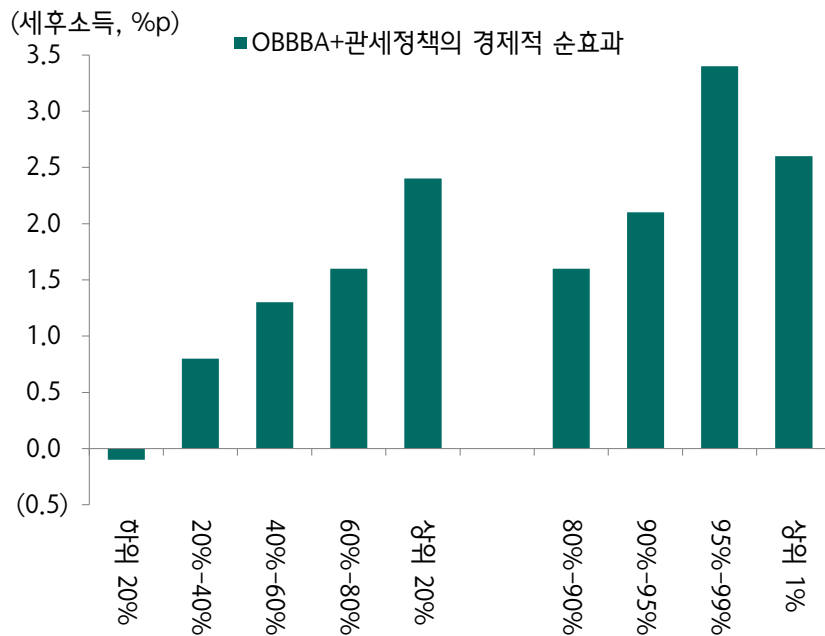
자료: NYT, 하나증권

1. 분기점을 앞둔 트럼프의 대내외 맞춤 전략

트럼프의 대내외 정책은 소득 역진적 구조를 유발

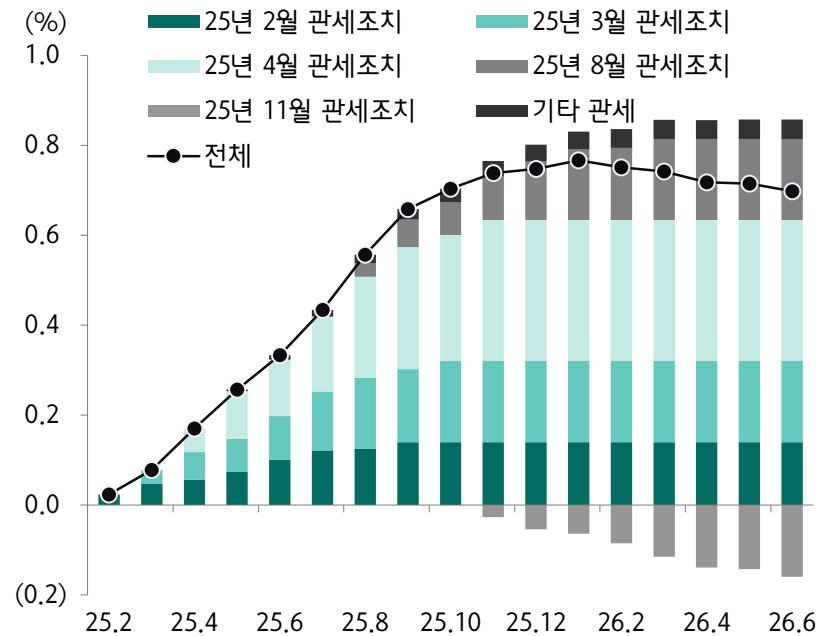
- OBBBA 법안의 경기 부양 효과는 중산층과 고소득층에 집중. 관세는 본질적으로 소비세의 성격을 띠며 실질소득을 낮춤
- OBBBA와 관세 영향을 합산하면 소득은 더욱 역진적으로 변모. 단, 중산층과 고소득층의 소비가 미국 경제를 좌우하고 있어 위험은 제한
- 한편 관세 발 소비자물가 전가는 마무리 국면에 있으나, 신규 관세가 부과된다면 물가 상승이 다시금 나타날 수 있어 경계감 유효

OBBBA와 관세 영향 합산 시 소득 역진적 구조 유발



자료: Brookings, TPC, 하나증권

2025년 관세 조치가 근원 PCE 물가에 미친 영향

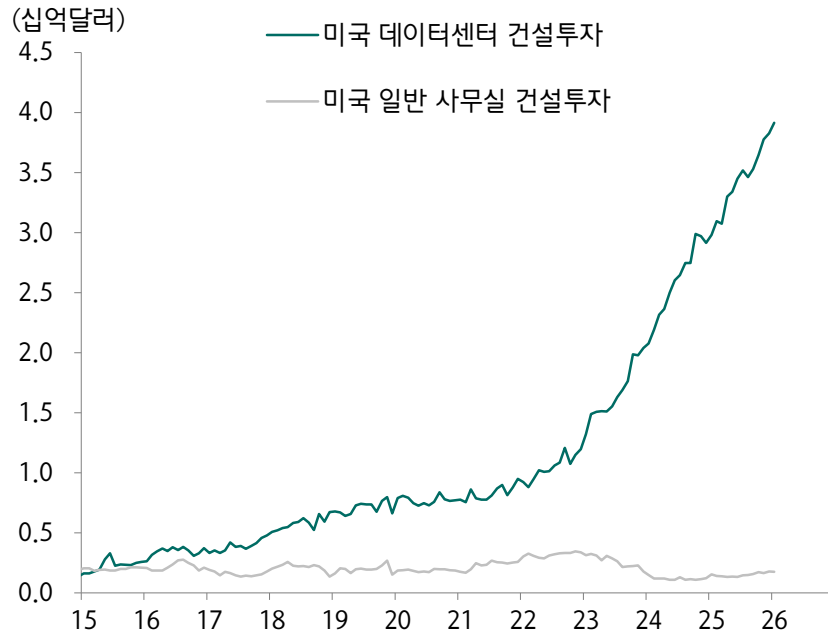


자료: FRB, 하나증권

AI 발 성장을 제고 효과가 초기에 몰린다면...

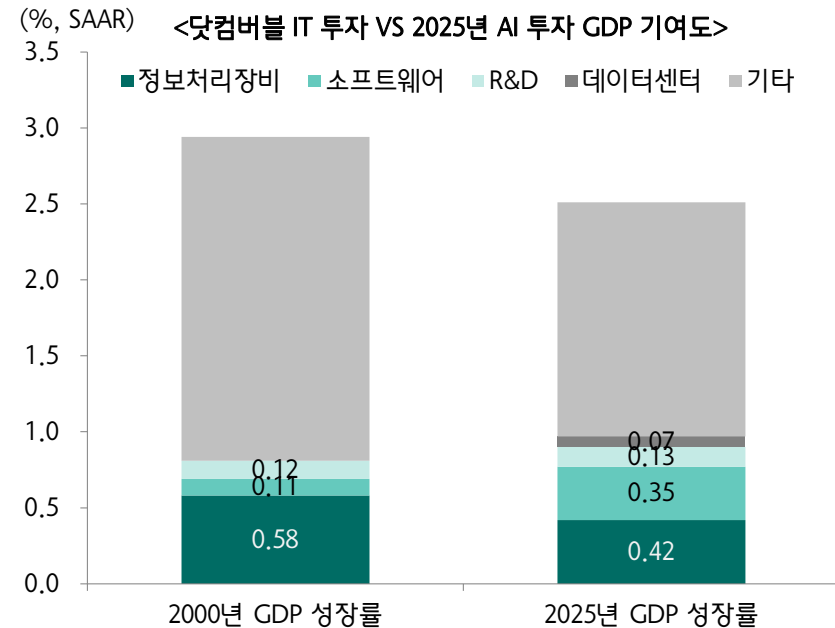
- AI 관련 투자 급증과 AI 도입 가속화는 생산성을 끌어올리며 미국의 중기 성장을 예상보다 앞당겨 견인할 수 있을 듯
- 미국 비주거용 고정투자 중 AI 관련 투자는 크게 1) 정보처리장비(서버, GPU 등 하드웨어), 2) 소프트웨어(AI 소프트웨어 개발/구매), 3) R&D, 4) 데이터센터(건설투자)로 분류 가능. AI 관련 투자 집계 결과 미국 2025년 1~3분기 성장률(2.5%)에서 AI 투자는 0.97%로 성장에 약 39% 기여. 이는 2000년 닷컴버블 당시 기여도(28%, 성장률 2.9% 중 IT 투자 0.81%)를 능가하는 수준

일반 사무실 건설 제한된 가운데 데이터센터용 건설투자는 가파른 증가세



자료: Bloomberg, 하나증권

닷컴버블 당시보다 2025년 AI 투자의 GDP 성장 기여도가 더 높아

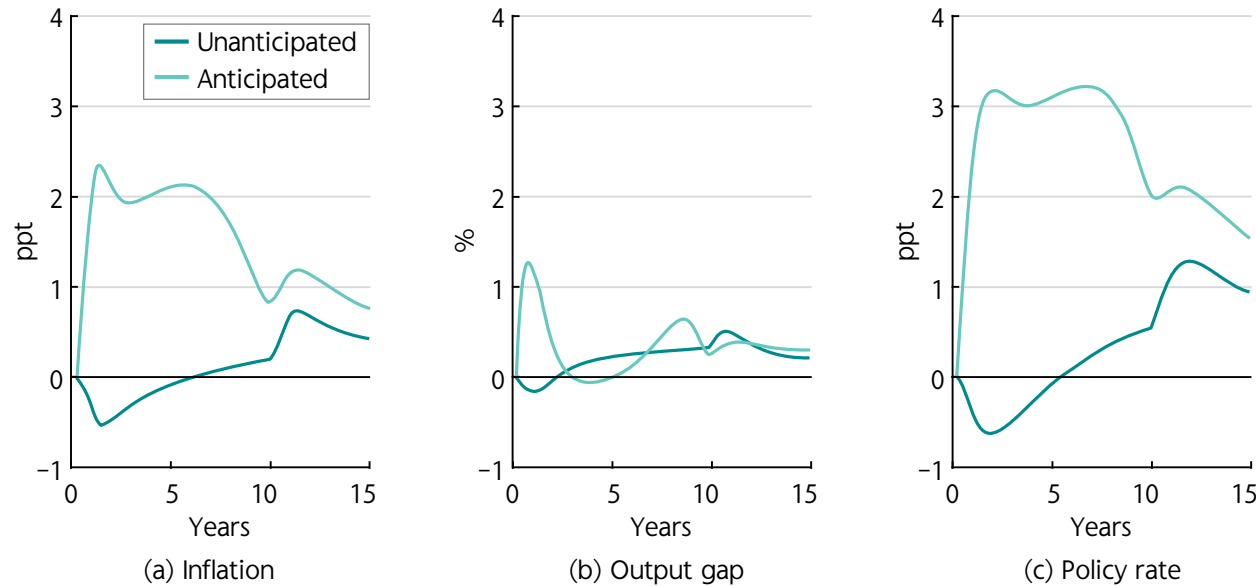


주: 2025년은 1~3분기 평균 기준
자료: FRB of St.Louis, 하나증권

AI는 케빈 워시의 주장처럼 디스인플레이션을 유도할 수 있을까?

- 케빈 워시 차기 연준 의장 후보는 AI는 구조적 디스인플레이션 요인이므로 생산성 확인 전에 선제적으로 금리를 내려야 한다고 주장
- 그러나 실제 AI 도입으로 인한 인플레이션 경로는 총수요(민간소비 ↑, 기업투자 ↑)와 총공급(생산성 ↑)의 움직임에 따라 달라짐
- 1) 총공급 > 총수요: 생산성이 임금보다 빠르게 오르게 되면, 단위노동비용이 낮아지며 디스인플레이션 흐름 가능,
2) 총수요 > 총공급: AI에 대한 낙관적 기대 강화로 총수요가 먼저 증가하면 오히려 인플레이션 유발 요인으로 작용

AI 발 생산성 향상에 대한 기대가 강하면 인플레이션 심화, 금리 인상 요인으로 작용할 수 있어

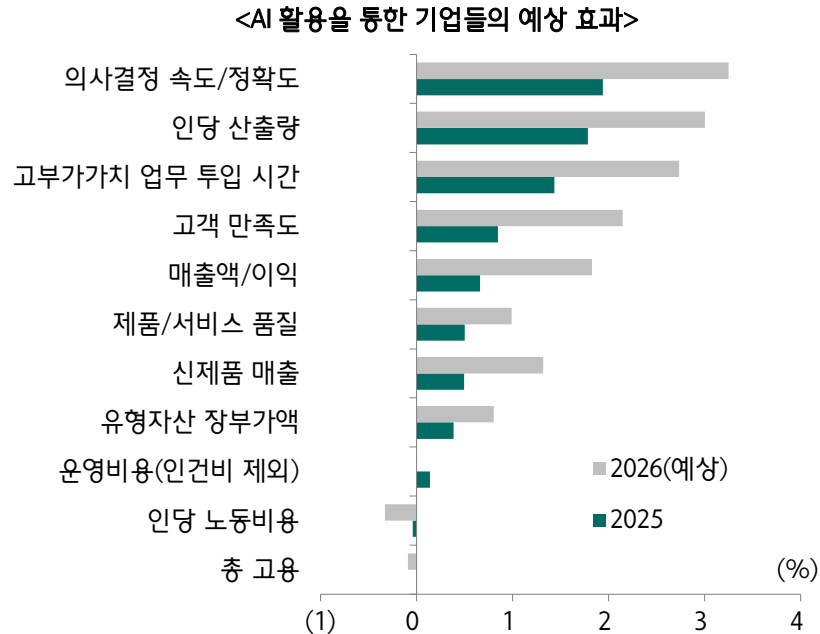


자료: BIS, 하나증권

AI로 인해 노동력은 대체될 것인가?

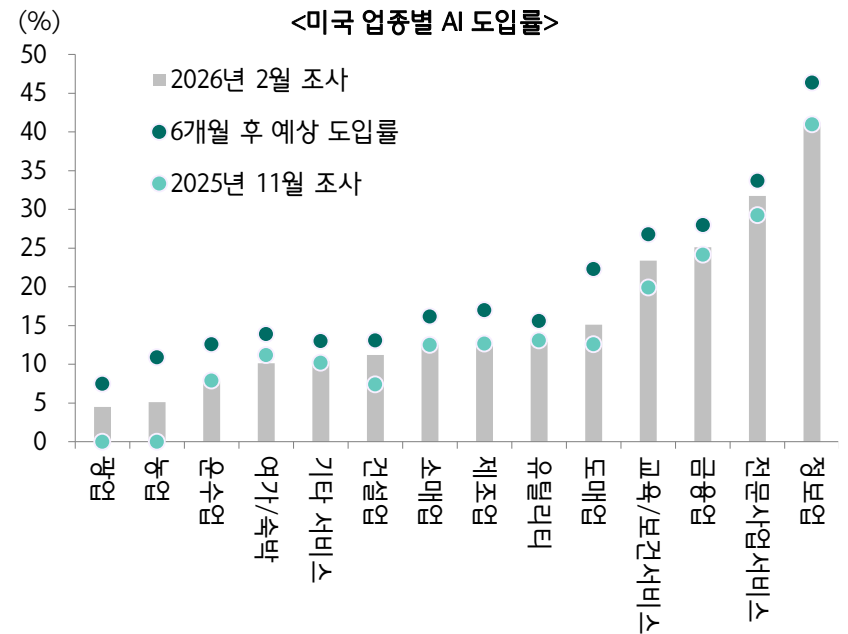
- AI로 인한 노동시장의 구조개편은 중장기적으로 이어질 가능성. 반복적 업무 비중이 높은 직종들은 자동화 위험이 높아 AI로 대체될 수 있으나, 인간의 관여가 필요한 업무들은 AI가 데이터 처리를 지원하더라도 최종 판단과 의사결정은 인간의 몫이 될 것
- 특히 AI 도입률이 높은 정보업, 전문경영서비스, 금융업 등은 고학력·고속연 전문 인력 종사 비중이 높은 업종들로, 노동 취약계층이 아님. 이들은 AI에 적응, 변화하며 생산성을 높일 가능성 상존

기업들은 AI를 통한 고용 감소보다는 업무 정확도 및 생산성 향상에 초점



자료: Atlanta Fed, 하나증권

전산업에서 AI 도입률 높아지고 있으나 업종별 편차는 큰 상황

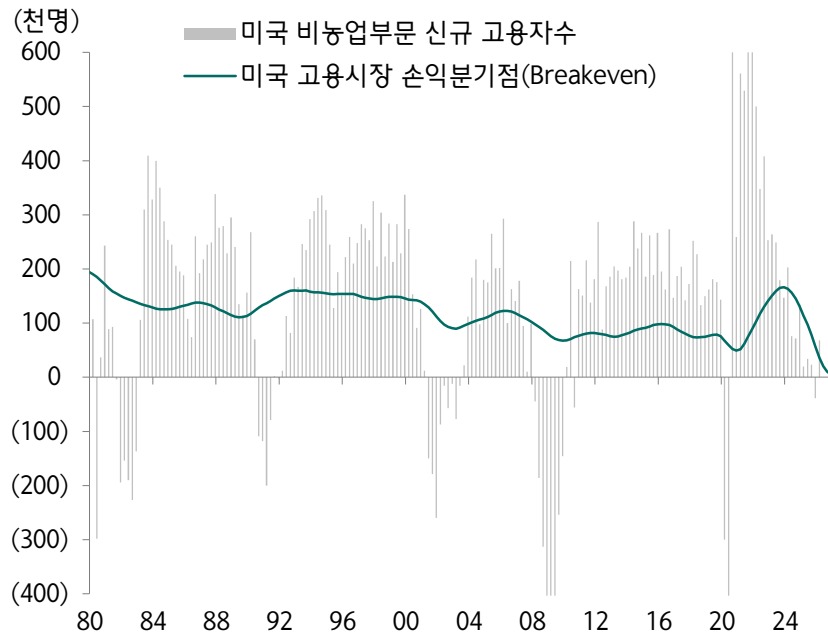


자료: US Census, IMF, 하나증권

노동시장 수급 불균형(수요<공급) 장기화 시 미스매칭 누적

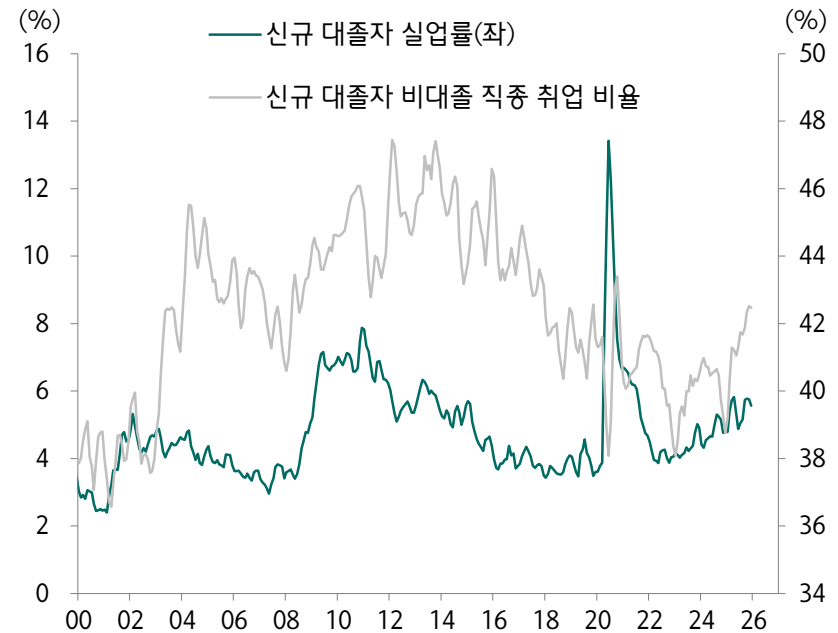
- 이민자 감소 및 고령화 영향으로 노동 공급 급격히 둔화. 실업률을 안정적으로 유지하기 위해 필요한 최소 신규 고용(손익분기점) 하락. 신규 고용의 증장기 하락 추세는 유효하나, 이민자 데이터 추정이 어려워 적정 고용 수준을 파악하는 것도 쉽지 않은 상황
- 미국 기업들의 해고는 제한된 상태지만, 구인 의지도 줄어들며 일자리 감소. 미스매칭이 심화되며 고용시장의 취약성이 드러날 수 있음. 일례로 미국 22-27세 젊은 대졸자들 중 40%는 자신의 학력보다 낮은 일자리에 종사 중이며, 실업률도 지속적으로 상승

경제활동인구 감소로 미국 고용시장의 손익분기점은 낮아지는 중



자료: Atlanta Fed, 하나증권

미국 신규 대졸자들의 비대졸 직종 취업 비율 상승하며 미스매칭 누적

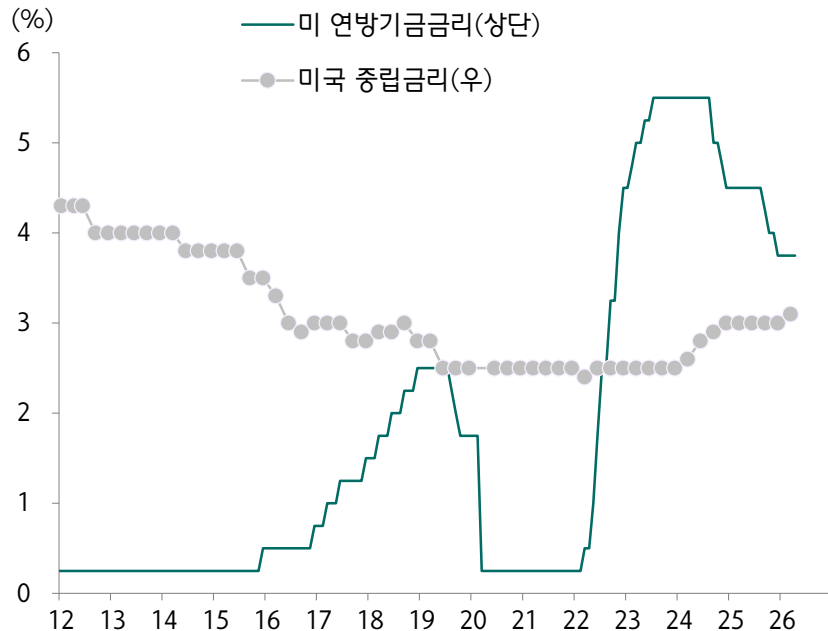


자료: NYFED, 하나증권

미 연준은 하반기 한 차례 인하 후 금리 인하 사이클 종료 예상

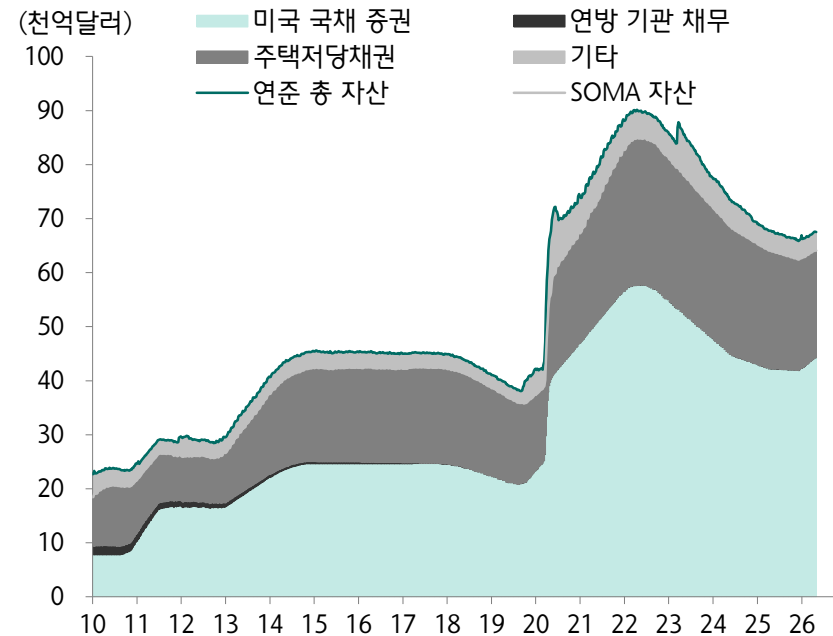
- 미 연준은 관세, 유가 등 일시적 물가 상승 부담이 완화되는 것을 확인하면서 금년 10월 25bp 금리 인하 단행 예상. 고용시장의 하방 리스크를 고려할 때 연방기금금리가 중립 수준에 근접하도록 한 차례 정도 인하 가능할 듯
- 단, 금리 인하 사이클은 올해로 종료 예상. K자형 경제 구도가 심화되고 있지만, 전반적으로 미국 경제가 견조한 흐름을 이어가고 있고 역내 물가 상승 리스크는 점차 커지는 모습

미 연준은 기준금리가 중립 수준에 근접하도록 연내 한 차례 인하 예상



자료: LSEG, FRED, 하나증권

대차대조표 축소는 내년 이후 점진적인 속도로 진행될 듯

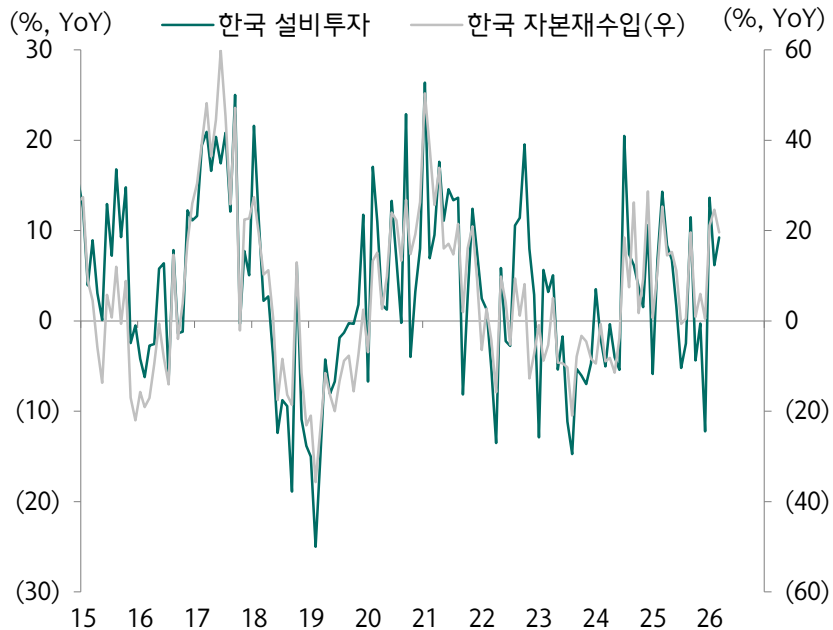


자료: Bloomberg, 하나증권

한국: 반도체가 이끄는 성장, 수출과 설비투자의 동반 증가 기대

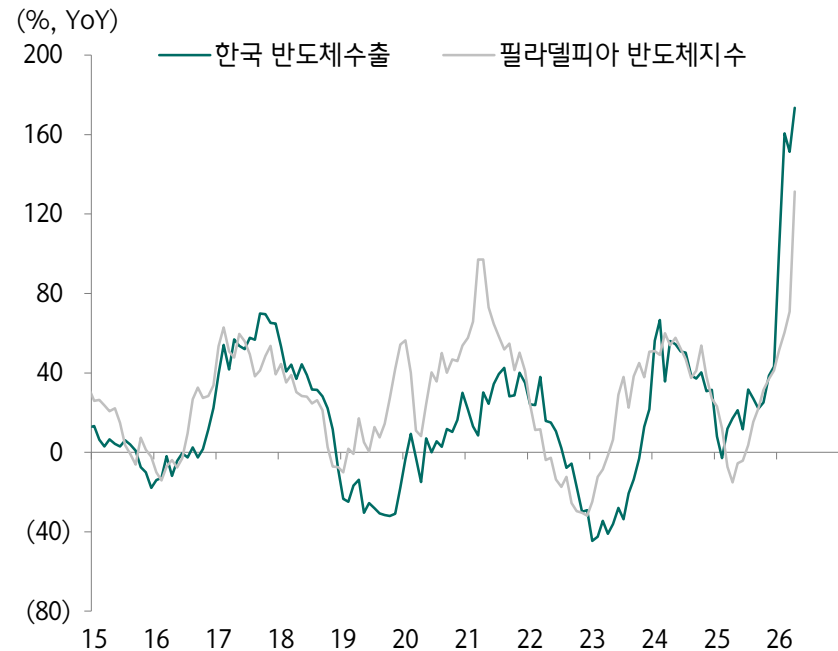
- 반도체 경기가 전례 없는 확장세를 이어가면서 반도체 수출 호조와 설비투자 회복이 한국 경제의 성장 동력이 될 것으로 기대
- AI 서비스 확산, 데이터센터 투자 급증으로 HBM과 범용 D램 수요는 빠르게 증가. 반면 반도체 공급은 고성능 제품 생산의 기술적 어려움, 메모리 기업들의 보수적 증설 기조 등으로 인해 수요 증가 속도에 못 미치는 상황. 반도체 업황 호조는 최소 연말까지 이어질 가능성
- 한국 2026년 성장률은 2.4% 전망. 다만 전쟁으로 인한 원유 수입단가 상승 고려 시 연간 성장 경로는 상고하저 흐름 예상

반도체 업황 호조로 기계류 위주로 설비투자 증가 기대



자료: KITA, LSEG, 하나증권

AI 투자 확대로 반도체 수요 급증하며 수출 호조 기대

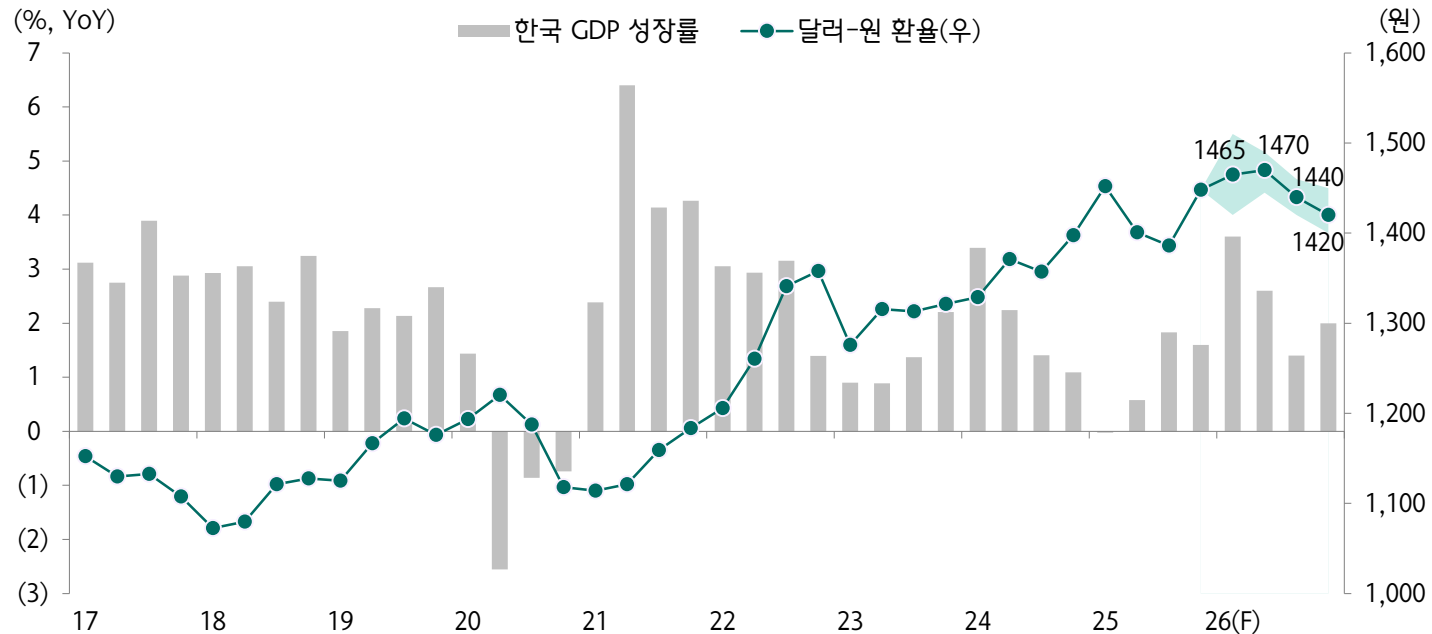


자료: LSEG, CEIC, 하나증권

2026년 하반기 달러-원 환율은 1,430원 내외로 전망

- 중동 발 충격에도 불구하고 한국 경제가 2% 중반 수준을 기록할 것으로 전망되고 반도체 수출 호조가 경상수지 흑자를 주도하며 원화의 강세 압력을 높일 여지. 외국인 증권자금 유입 기대감도 달러-원 환율 하락 요인
- 하반기 한은의 금리 인상과 미 연준의 금리 인하가 순차적으로 단행되며 한-미 기준금리 역전 폭은 기존 125bp에서 75bp로 줄어들 것
- 달러-원 환율은 2Q 1,470원 – 3Q 1,440원 – 4Q 1,420원(분기 평균 기준) 내외로 점차 하락할 전망

2026년 하반기 달러-원 환율은 1,430원 내외 예상



주: 음영은 분기별 달러-원 환율 상/하단
 자료: LSEG, 하나증권

4. 원자재 시장 전망: 산업용 금속 슈퍼사이클(Supercycle)

유가가 전쟁 이전 수준까지 안정되는 시점은 금년 4분기 경으로 예상

- 원유 공급 정상화의 세 가지 변수: 1) 호르무즈 해협의 안전 보장, 2) 중동 산유국들의 생산 재개, 3) 비OPEC 국가들의 증산 속도
- OECD 석유 재고는 금년 3분기까지 줄어든 후 서서히 반등할 것으로 보이며, 이에 국제유가는 당분간 높은 수준을 유지할 듯
- 당분간 이어질 원유 공급 차질 및 재고 감소를 감안해 하반기 WTI 밴드는 배럴당 \$70~\$95 수준으로 제시. 국제유가가 전쟁 이전 수준에 근접하게 안정되는 시점은 금년 4분기 경으로 예상

하반기 WTI 밴드는 배럴당 \$70 ~ \$95 수준으로 제시



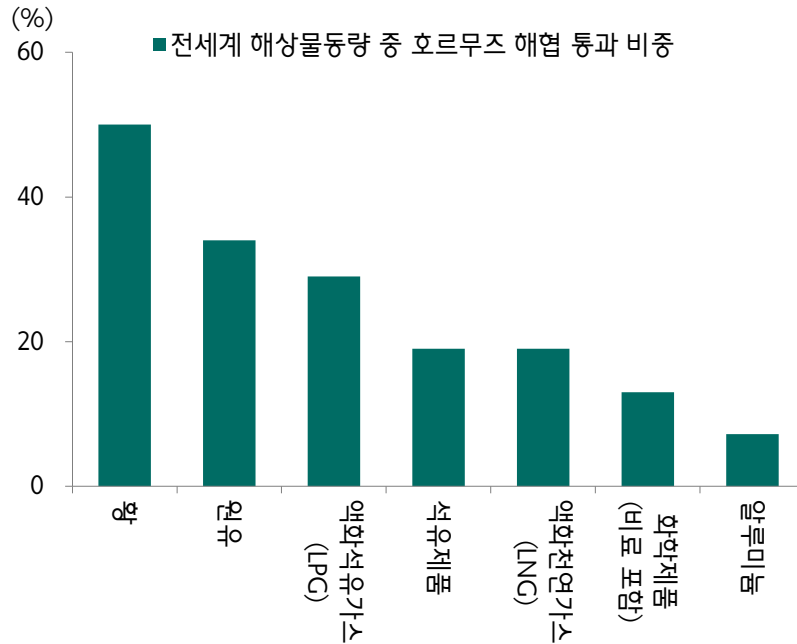
주: 회색 점선은 EIA 전망치 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 원자재 시장 전망: 산업용 금속 슈퍼사이클(Supercycle)

중동 전쟁의 상흔, 원자재 시장 교란 시작될 듯

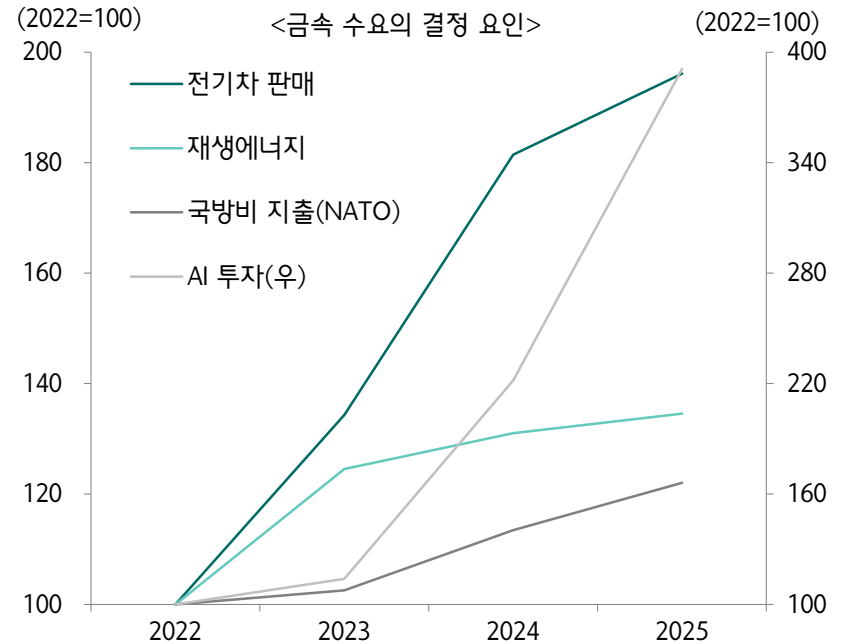
- 에너지 외에도 해상물동량 중 호르무즈 해협을 통과하는 비중이 높은 원자재는 황(50%), 비료 등 화학제품(13%), 알루미늄(7%) 등
- 에너지가 여타 원자재들의 생산과 운송에 핵심 투입재로 사용되므로 원유 공급 충격으로 유가가 상승할 때 천연가스, 비료, 금속/광물 등 여러 원자재 가격이 동반 상승하는 경향. G2의 전기차 및 AI 투자 수요, 타이트한 공급 여건 감안 시 산업금속 가격 상승 기대

석유, 천연가스 외에도 주요 원자재들의 호르무즈 해협 통과 비중 높아



자료: World Bank, 하나증권

전기차 판매와 AI 투자가 금속 수요를 주도



자료: World Bank, 하나증권



Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.