

[경제/외환]

2026.08.04

In-Depth Report

Starting Over (다시 시작)

[경제/외환]

박상현 2122-9196
shpark@imfnsec.com





CONTENTS

요약	3
Ⅰ. 큰 흔들림 없는 미국 경제	4
Ⅱ. AI발 및 국채 금리발 리스크는?	17
Ⅲ. 국내 반도체 슈퍼 사이클, 하반기에도 지속	32
Ⅳ. 원-엔 동조화 강화 속 동반 강세 기대	42

[경제/외환] Starting Over(다시 시작)

[경제]

큰 흔들림 없는 미국 경제

- 이란발 리스크 및 미 연준 금리인상 불확실성 리스크 등에도 불구하고 미국 경제는 강력한 투자와 안정된 생산활동 및 고용시장 3박자가 어우러지면서 견조한 확장 국면을 유지 중임. 이란 리스크 불확실성 완화와 유가 안정에 따른 디스인플레이션 가시화 그리고 하이퍼스케일러의 자본지출 확대에 기반한 투자사이클이 미국 경기 모멘텀을 강화시킬 것임

AI발 및 국채 금리발 리스크는?

- 하이퍼스케일러의 자본지출 확대가 양날의 칼이 되고 있지만 하이퍼스케일러의 영업활동을 통한 이익 창출 능력, 안정적인 재무 건전성 그리고 하이퍼스케일러의 자본지출이 일부 수익화되고 있는 시그널 등을 고려할 때 일부에서 우려하는 신용리스크가 증폭될 가능성은 낮음. 다만, AI 산업내 치킨게임이 본격화되기 시작했다는 점에서 신용리스크 잡음은 주기적으로 제기될 것으로 예상됨
- 미국을 위시한 주요국 장기 금리 상승세도 경기와 금융시장에 또 다른 걱정거리임. 물가리스크 지속과 이에 따른 미 연준의 금리인상 불확실성 및 재정 건전성 악화가 장기 국채 금리 상승으로 이어지고 있음. 미국 30년 국채금리는 2007년 이후 최고치를 기록함
- 다만, 국채 금리 안정을 위한 주요국의 정책 공조가 강화되고 있으며 유가 안정 시 미 연준이 금리인상 불확실성 등이 해소되면서 국채 금리가 안정을 찾을 것으로 예상됨. 미국 등 주요국 국채금리는 추가 상승보다 좁은 박스권 흐름 예상

국내 반도체 슈퍼 사이클, 하반기에도 지속

- 하반기 국내 사이클도 반도체를 중심으로 순항할 것으로 예상함. 국내 경기선행지수와 경제심리지수 등 경기 선행 지표들은 양호한 흐름을 유지하고 있지만 예상 밖으로 반도체 업황 사이클을 대변하는 반도체 출하-재고 사이클은 큰 폭으로 둔화됨. 그러나 반도체 출하-재고 사이클의 둔화 현상은 추세적 현상보다는 지난해 하반기부터 이어졌던 반도체 업황 사이클 급등에 따른 일시적 숨 고르기로 판단됨. 반도체 업황 사이클은 소순환 국면에서 둔화 국면을 지나고 있는 중임
- 반도체 수출과 관련하여 하반기 반도체 수출 물량 확대 효과를 기대함. 반도체 수출단가의 고공행진이 이어지고 있고 반도체 수출 물량마저도 하반기 증가할 것으로 보여 국내 반도체 수출액은 사상 최고치 경신 흐름을 이어갈 것임
- 반도체를 중심으로 한 대중국 호조 그리고 반도체 제외 수출경기의 본격적 회복세도 국내 경기 사이클에 긍정적 영향을 미칠 것임

[외환]

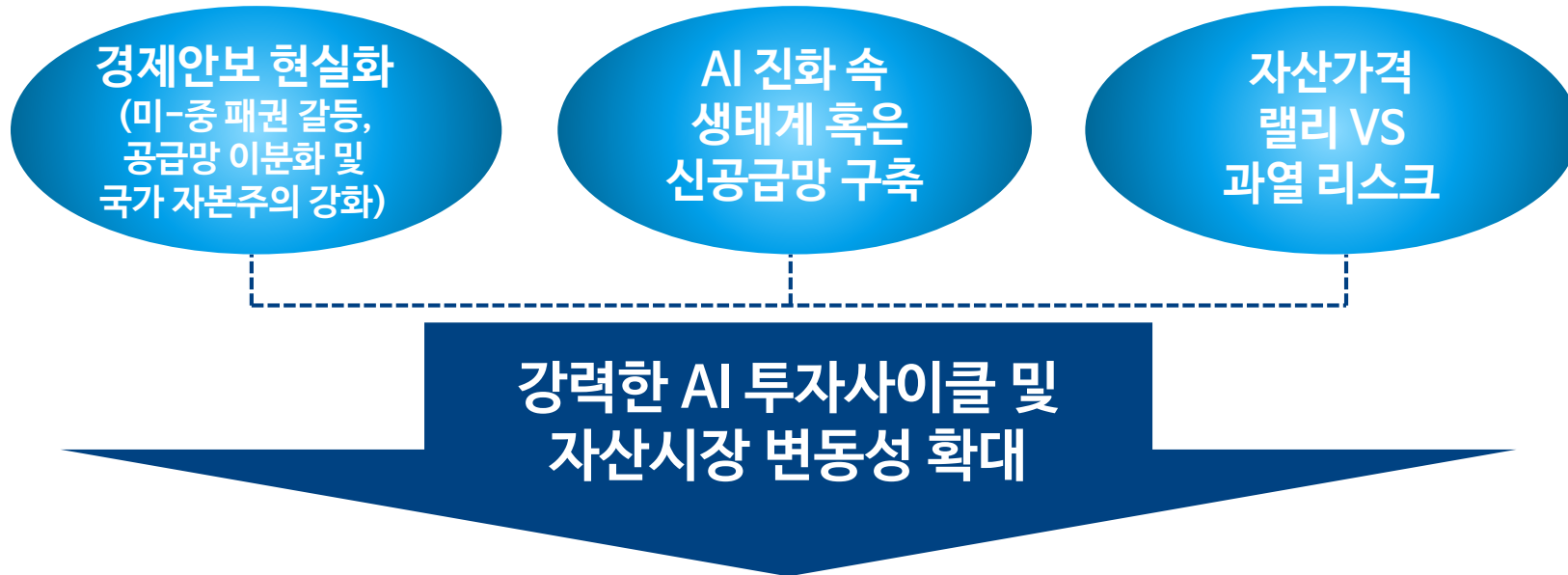
달러화, 완만한 하락세를 보일 것이라는 당사의 기존 전망 유지

- 미 연준의 금리인상 시점 지연 가능성 혹은 동결 기조 유지, 제한적 이란발 유가 충격, 하이퍼스케일러발 신용리스크 완화 그리고 미-일 외환시장 공조 강화 등이 달러 약세 요인임
- 달러-원 환율은 달러-엔 환율과의 동조화 현상 강화 속에 상반기와 달리 달러 수급개선, 엔 강세 등의 영향으로 추가 하락할 것으로 전망함



I . 큰 흔들림 없는 미국 경제

26년 글로벌 경제의 3가지 축



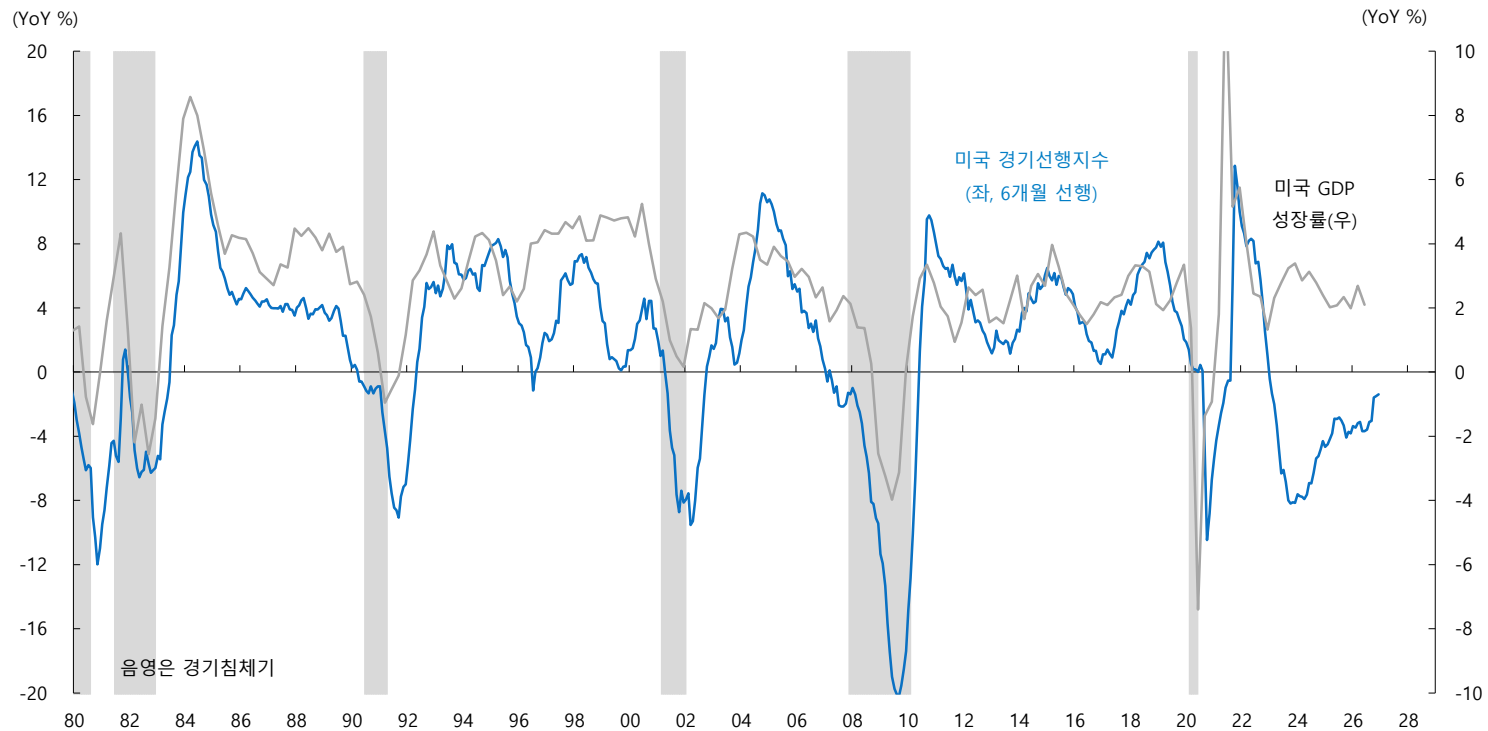
26년 글로벌 경제와 금융시장 특징

- 1) 글로벌 K 사이클 심화: 미국 경제와 금융시장 주도 경기 사이클 지속(=동아시아 등 일부 국가는 낙수효과)
- 2) 하이퍼스케일러 자본지출 확대 VS AI 사이클 수익 논란과 과열 리스크
- 3) 경제 패러다임, 플랫폼 경제 및 구독 경제 전환 가속화
- 4) 미-중 패권 경쟁: AI 패권 경쟁과 더불어 안보 갈등을 통해 반도체 슈퍼 사이클 촉발
- 5) 미국 주도의 AI 생태계 구축 강화: 미-중간 공급망 갈등 격화 속 일부 낙수 효과 기대
- 6) 양극화 현상 심화(산업, 소득, 지역별 양극화 현상 심화)
- 7) 통화 및 재정 정책 기조 전환: 하반기 완화적 기조 종료 내지 긴축 기조 가시화
- 8) 변형된 국가 자본주의 혹은 자국 우선주의 경제정책 불확실성 심화

미국 경기선행지수, 하반기에도 견조한 경기 추세가 유지될 것임 시사

- 이란발 고유가 및 미 연준의 금리인상 우려가 잠재해 있지만 AI 투자를 중심으로 한 강력한 투자사이클, 견조한 산업생산 및 안정적 고용시장이 미국 경기를 지지할 것으로 예상

<그림> 하반기에도 양호한 미국 경기사이클이 지속될 것임을 시사하는 경기선행지수

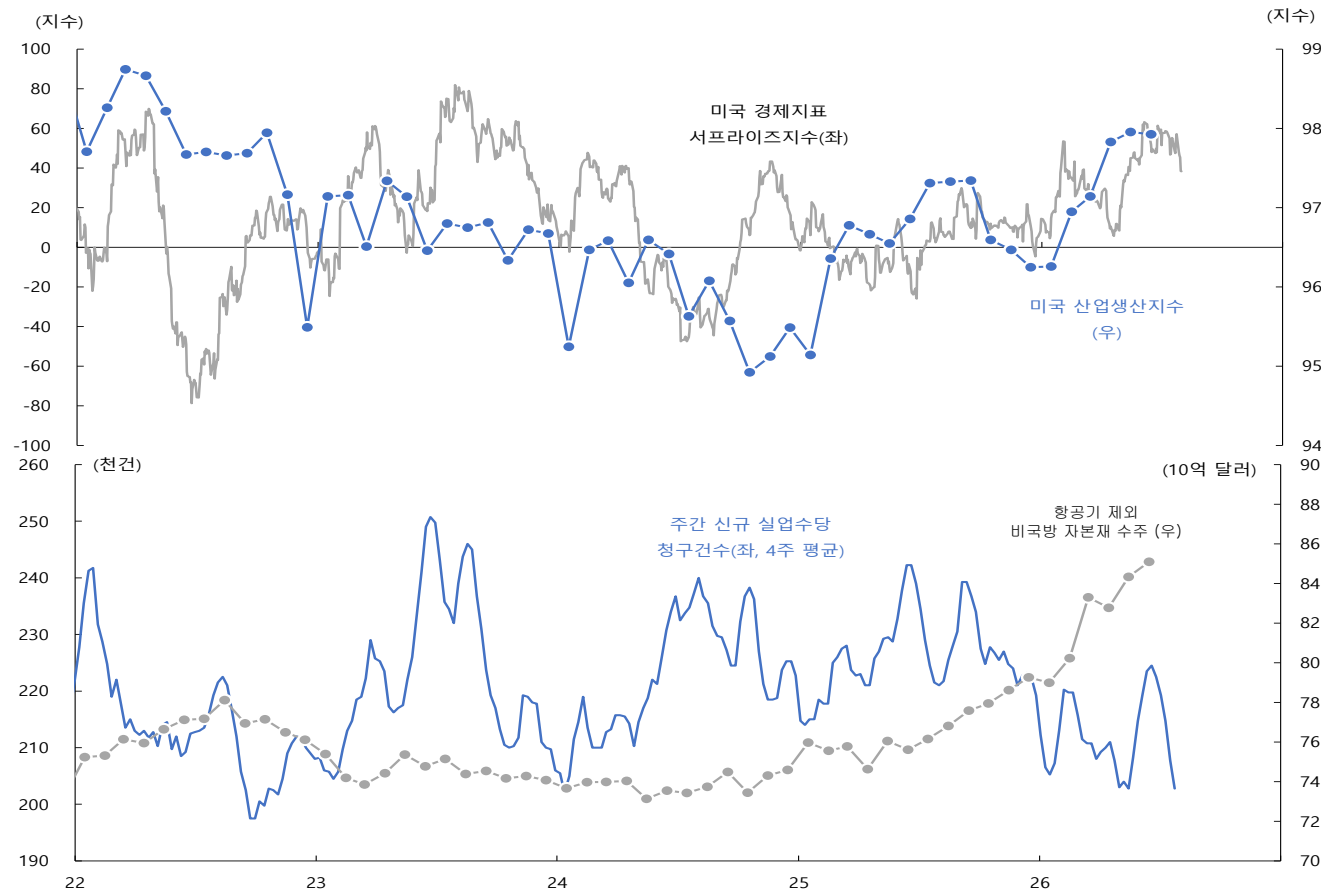


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

믿을 수 있는 것은 미국 실물 경제지표

- 투자를 중심으로 안정된 생산과 고용 흐름이 미국 경제를 뒷받침하고 있음

<그림> 흔들림 없는 미국 실물경제지표

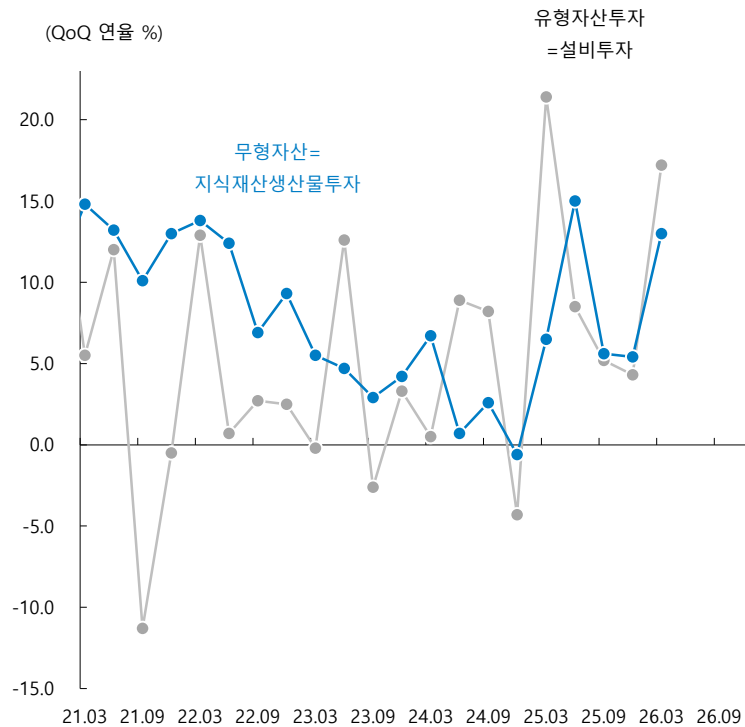


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

기업들의 자본지출 호조로 무형 및 유형 투자 모멘텀 지속 중

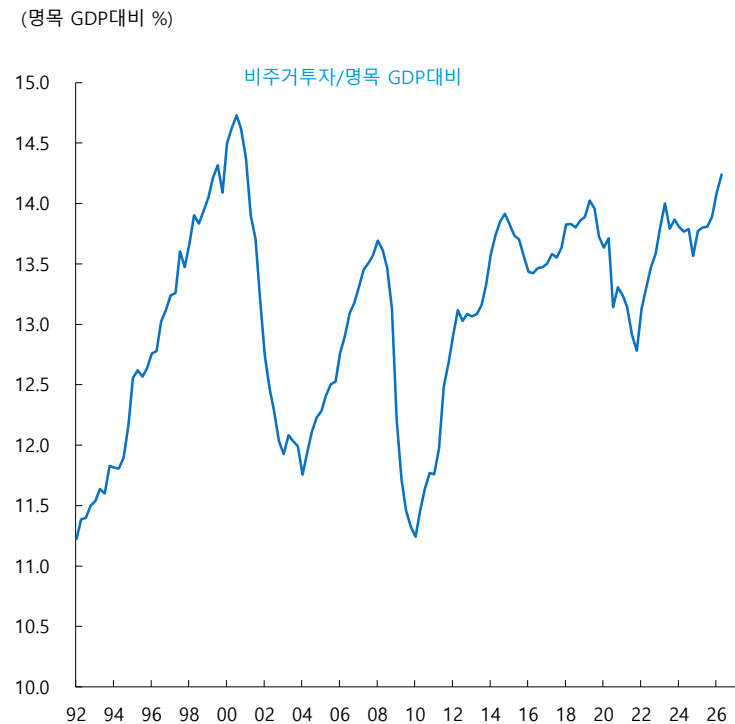
- 미국 2분기 성장률을 보더라도 민간투자 중 인공지능(AI) 인프라 투자 효과를 확인할 수 있음. 설비투자(15.2%), 지식재산생산물투자(8.8%)가 1분기에 이어 높은 증가세를 이어감. AI 인프라 관련 지출 확대가 지속되면서 투자사이클이 미국 경제성장의 핵심 동력으로 작용 중임
- 더욱이 AI 투자 확대에도 불구하고 과잉투자 리스크를 우려할 단계는 아님

<그림> AI 투자 지출 확대로 강한 무형 및 유형 투자 모멘텀이 지속



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> AI 투자발 과잉 투자 리스크는 미약한 수준

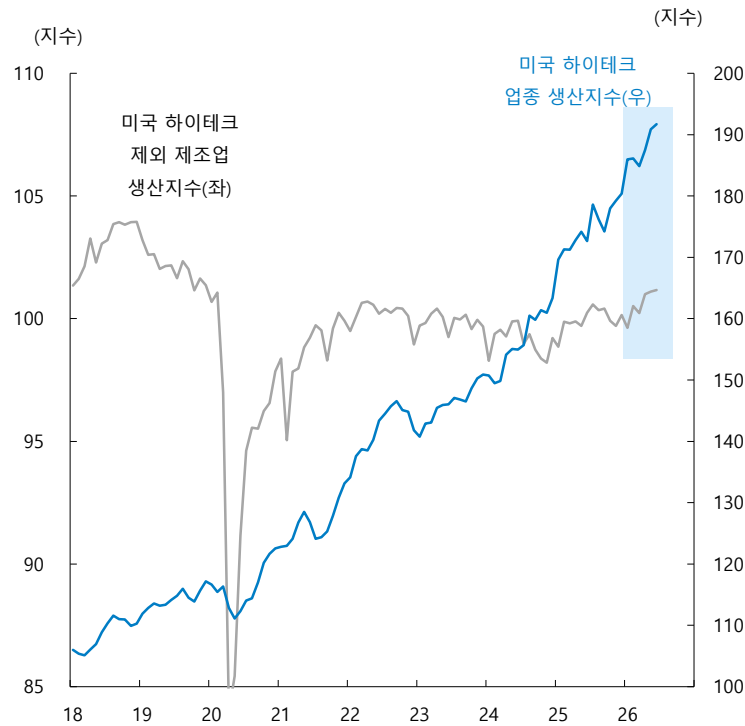


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국 산업생산내 양극화 현상 일부 완화도 고무적 시그널

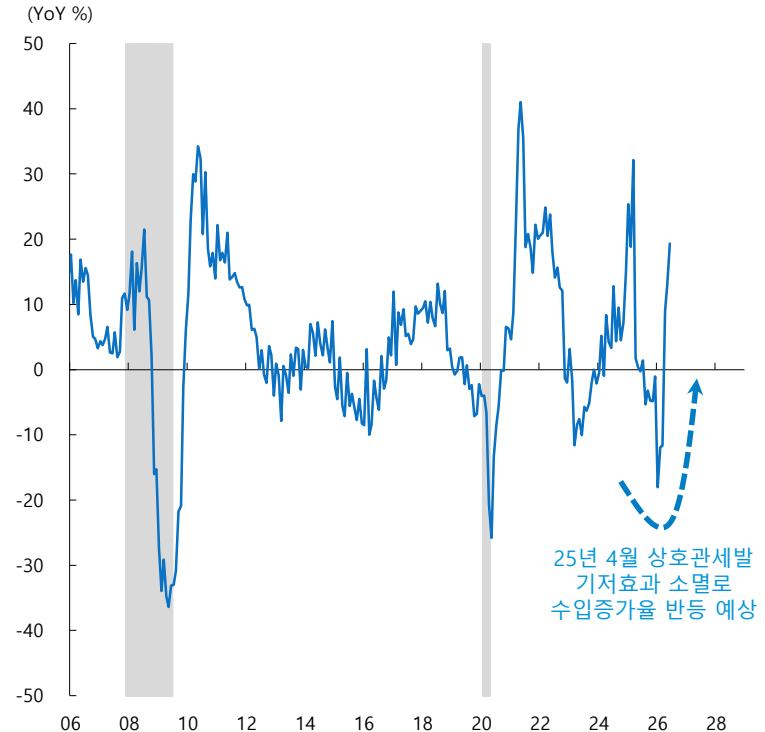
- 미국 산업활동을 보면 그동안 하이테크 업종만 생산이 견조한 흐름을 보이는 뚜렷한 양극화 현상이 지속되어 왔지만 최근에는 하이테크 생산 호조 지속 속에 하이테크 제외 업종의 생산이 반등하는 긍정적 현상이 나타나고 있음. 미국 경제 체력을 더욱 강화시키는 시그널임
- 한편, 관세 충격이 완화되면서 미국 수입증가율이 가파른 회복세를 보이고 있으며 이러한 추세는 하반기에도 더욱 두드러질 전망이다. 미국발 수요 회복이 글로벌 경제에 우호적 영향을 미칠 것임

<그림> 하이테크 업종과 하이테크 제외 업종간 생산 양극화 현상 일부 완화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 관세 충격에서 벗어나 미국 수입 증가율이 큰 폭 상승 중

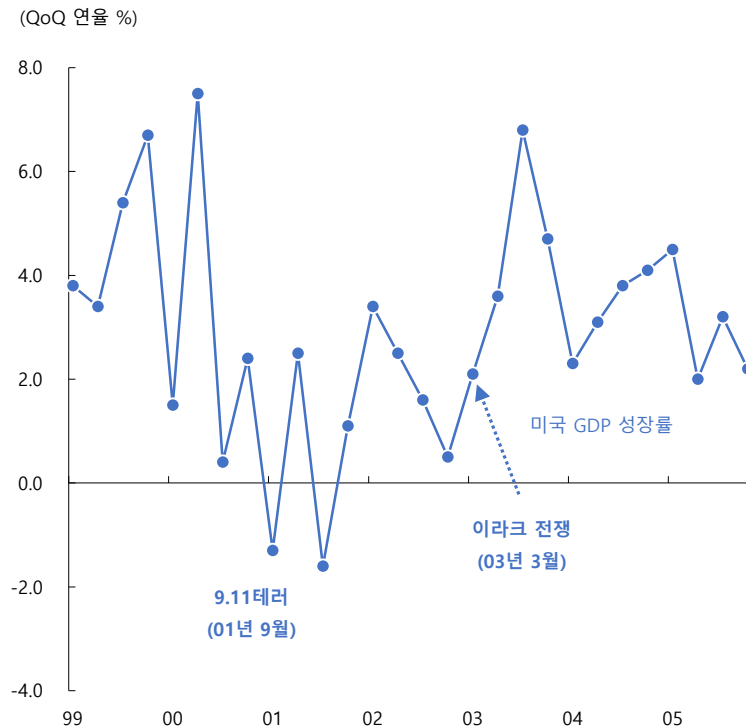


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

전쟁 리스크가 해소된다면 또 다른 성장 모멘텀으로 작용

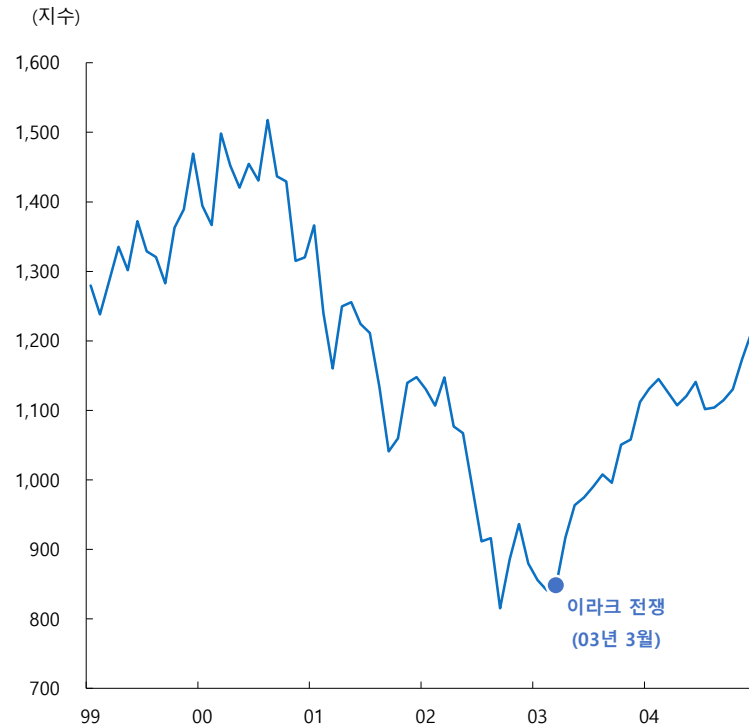
- 03년 이라크 전쟁 사례를 보면 전쟁 리스크 소멸과 함께 미국 경제와 주식시장이 강한 반등을 보인 바 있음
- 따라서, 이란 리스크 해소 시 미국 경기 및 주가 모멘텀은 한층 강화될 수 있을 것으로 예상함

<그림> 03년 이라크 전쟁 리스크 해소와 더불어 경기 반등



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500지수, 03년 3월 이라크 전쟁 리스크 해소와 더불어 반등 시작

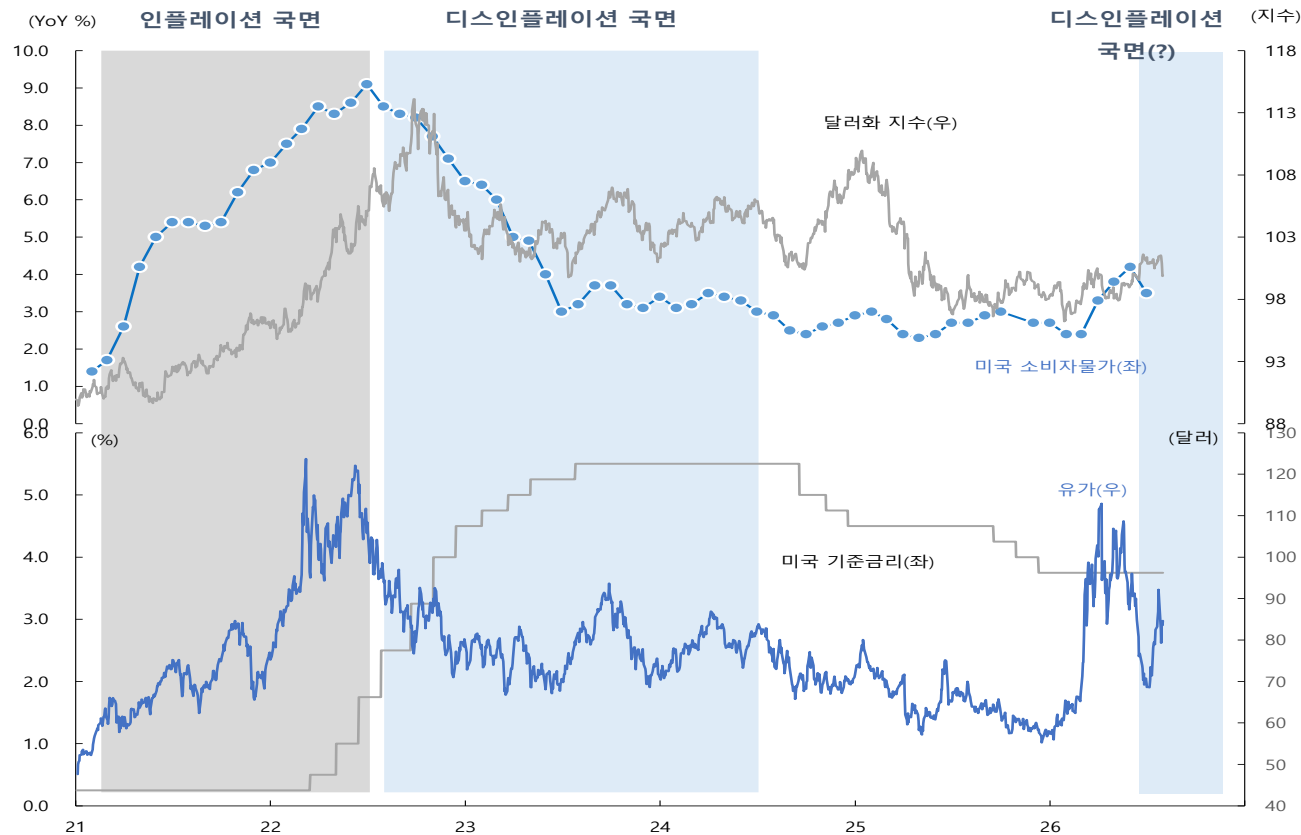


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

3분기 디스인플레이션 국면으로 전환 기대

- 3분기에는 디스인플레이션 국면이 전개될 가능성이 있음. 고유가 및 공급망 차질 해소로 디스인플레이션 국면이 전개되면서 미 연준의 금리동결과 주가 반등 그리고 경기회복 모멘텀이 강화되었던 러-우 전쟁 당시와 유사하게 3분기에 디스인플레이션 랠리가 재연될 것으로 예상함
- 3분기 디스인플레이션 국면을 견인하는 요인은 유가 하락, 공급망 차질 완화 및 임금상승률 둔화임

<그림> 유가 하락에 힘입어 3분기부터 디스인플레이션 국면으로 전환 기대



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국을 위시한 주요국 물가, 5월을 정점으로 둔화

- 이란 리스크가 잠재해 있지만 미국을 위시한 주요국 소비자물가 상승률이 5월을 정점으로 완만한 둔화 국면에 접어들 것으로 예상됨
- 3월초 미국-이란간 전쟁으로 소비자물가 상승률이 3월에 전월비 기준 큰 폭으로 상승했지만 이후 전월비 상승률은 둔화되고 있는 추세임. 이란발 고유가 리스크가 증폭되지 않고 해소되고 있음을 시사

<표> 미국을 위시한 주요국 소비자물가 상승률 5월을 정점으로 둔화 중

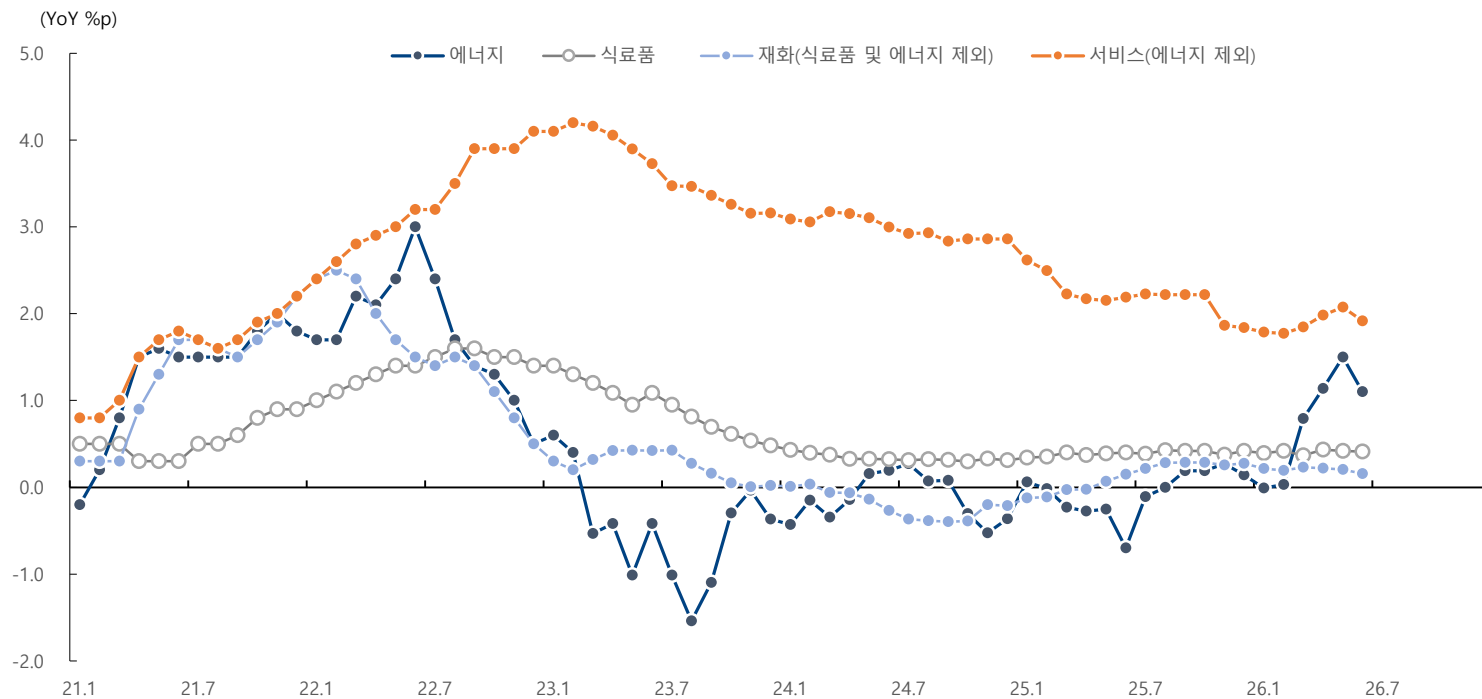
		미국(CPI)	미국(PCE)	유로	영국	일본	한국
MoM %	26년 1월	0.2	0.3	-0.6	-0.5	-0.1	0.4
	2월	0.3	0.4	0.6	0.4	-0.6	0.3
	3월	0.9	0.7	1.3	0.7	0.4	0.3
	4월	0.6	0.4	1.0	0.7	0.3	0.5
	5월	0.5	0.5	0.1	0.2	0.5	0.5
	6월	-0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1
	7월	-	-	0.2	-	-	-
YoY %	26년 1월	2.4	2.9	1.7	3.0	1.5	2.0
	2월	2.4	2.9	1.9	3.0	1.3	2.0
	3월	3.3	3.5	2.6	3.3	1.5	2.2
	4월	3.8	3.8	3.0	2.8	1.4	2.6
	5월	4.2	4.1	3.2	2.8	1.5	3.1
	6월	3.5	3.7	2.8	2.6	1.7	3.2
	7월	-	-	2.9	-	-	-

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

유가 등 에너지 가격 안정이 이번 물가압력의 가장 큰 변수

- 22년 고물가 당시에는 고유가와 더불어 서비스물가 압력이 급속히 확대되면서 물가압력을 견인했지만 이번 경우 서비스물가 압력은 완만히 둔화되고 있는 가운데 에너지 물가 급등이 물가 압력을 자극하고 있음
- 유가가 추가로 급등하지 않는다면 물가압력이 완만히 둔화될 수 있을 것으로 판단됨

<그림> 미국 항목별 소비자물가 상승 기여도

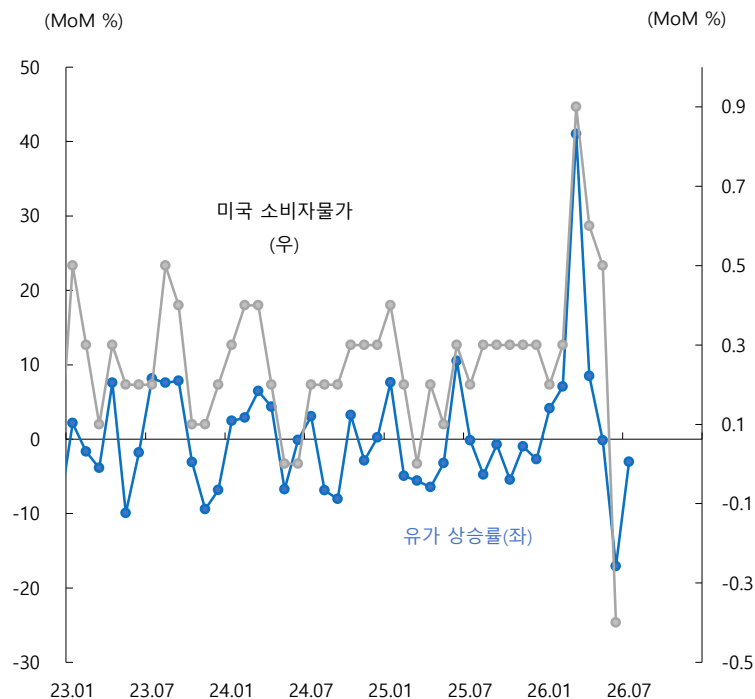


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

유가 하락 시 디스인플레이션 현상이 뚜렷해질 전망

- 7월 중 유가가 반등했지만 월 평균 유가 기준으로는 6월에 비해 하락한 상황이어서 7월 미국 소비자물가도 안정세가 유지될 전망이다
- 이란발 리스크가 유가의 변동성을 높이고 있지만 유가는 70~90달러 박스권을 형성 중. 동 박스권이 유지된다면 물가압력이 크게 높아지지 않을 수 있음

<그림> 유가와 미국 소비자물가 상승률 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 이란발 리스크에도 불구하고 유가는 70~90달러대 박스권 형성

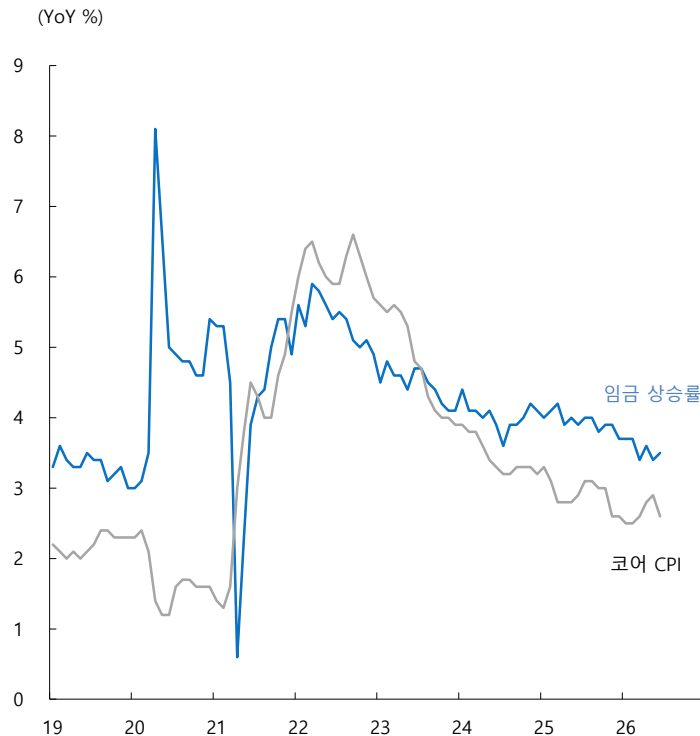


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

고용시장도 물가압력 둔화에 기여

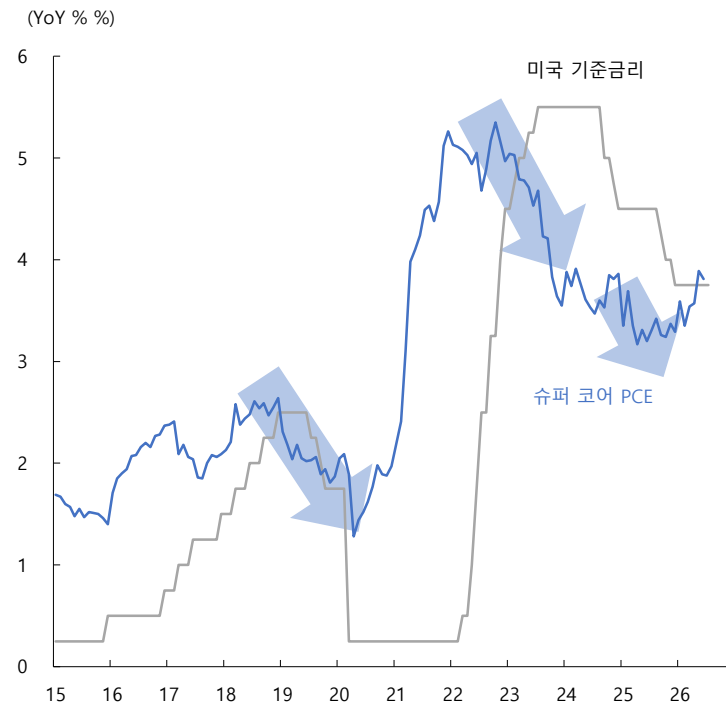
- 고용시장도 디스인플레이션 기대감을 높이는 요인임. 무엇보다 22년 러-우 전쟁 당시와는 달리 공급망 차질이 전방위적으로 나타나지 않고 있으며 임금상승률 역시 22년 당시와 비교해 상대적으로 낮다는 점도 물가에는 긍정적임
- 슈퍼 코어 PCE의 경우에도 소폭 둔화됨: PCE 물가상승률(YoY %) 4월 3.6% → 5월 3.9% → 6월 3.8%

<그림> 임금상승률 둔화는 디스인플레이션 기대를 높이는 변수



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 슈퍼 코어 PCE 상승률도 6월 소폭 둔화

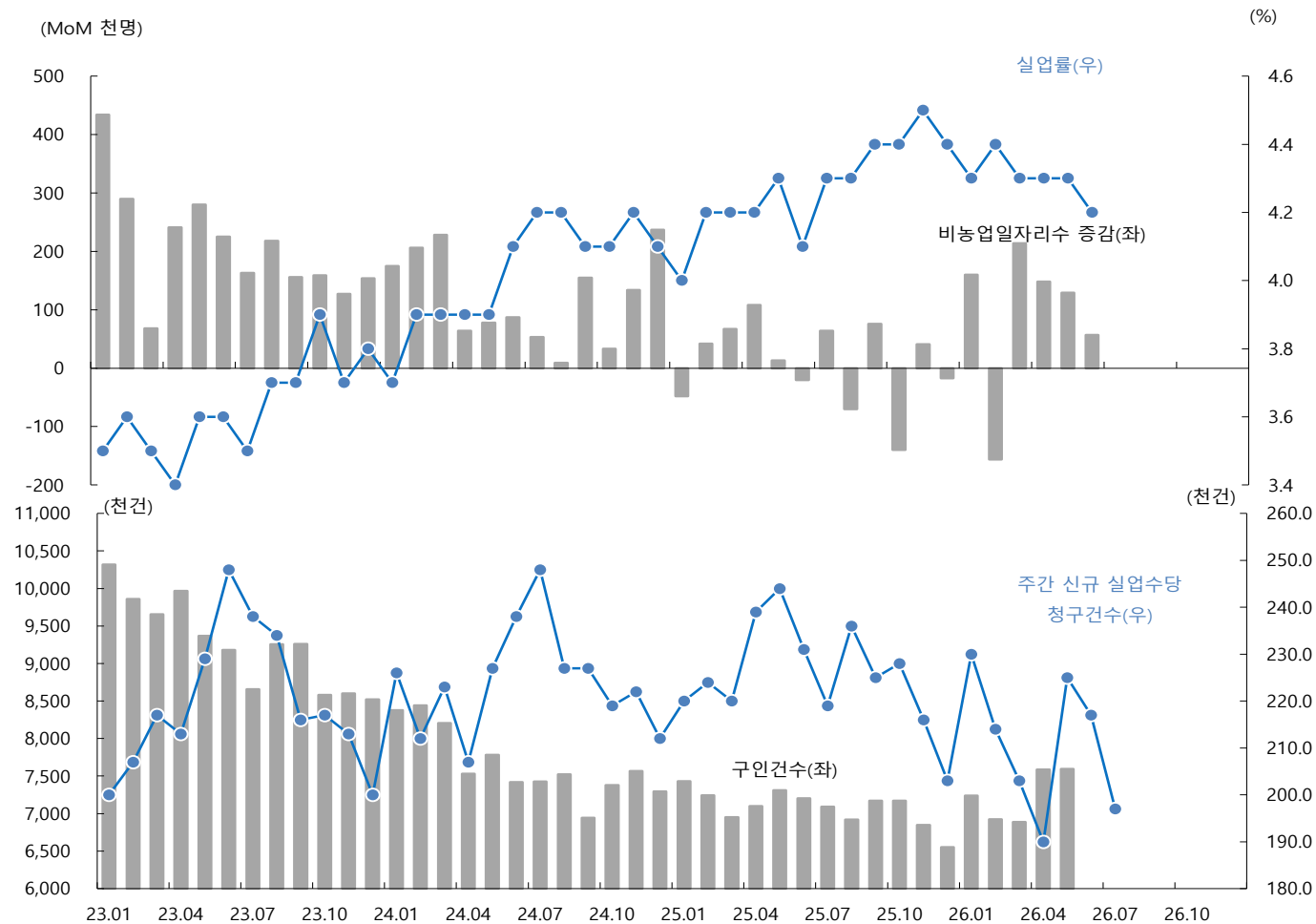


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국 고용시장, No hire No Fire 국면 지속

- 뜨겁지도 아주 차갑지도 않은 고용시장 흐름이 지속 중임. 물가를 크게 자극하지 않고 실물경제를 뒷받침하는 고용시장 흐름이 유지 중임

<그림> 물가를 자극하지 않고 있는 미국 고용시장



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

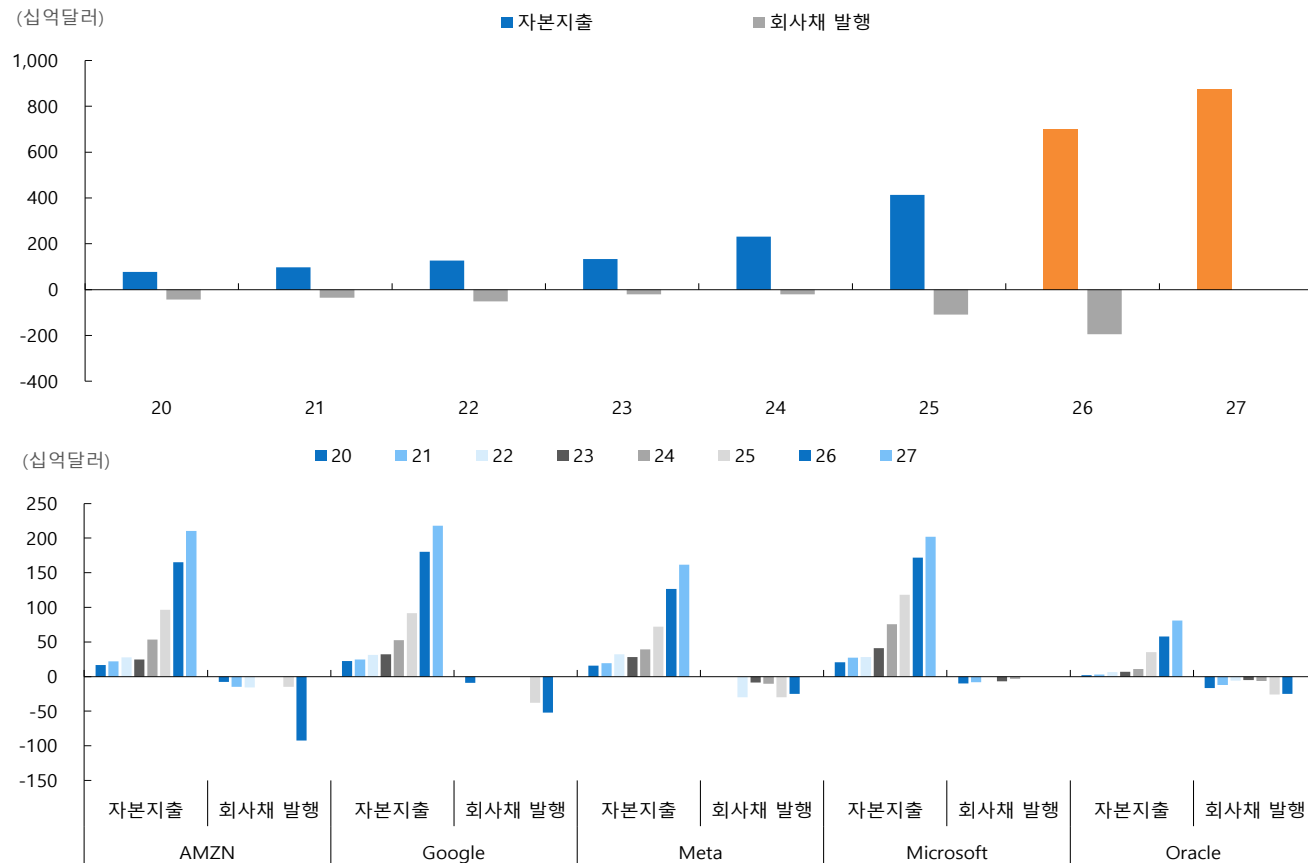


II . AI발 및 국채 금리발 리스크는?

양날의 칼이 되고 있는 하이퍼스케일러의 자본지출 확대

- 회사채 발행 확대를 통한 하이퍼스케일러의 자본지출 확대는 투자측면에서 긍정적이지만 신용리스크를 촉발하면서 금융시장 변동성을 높이는 요인으로 작용 중임

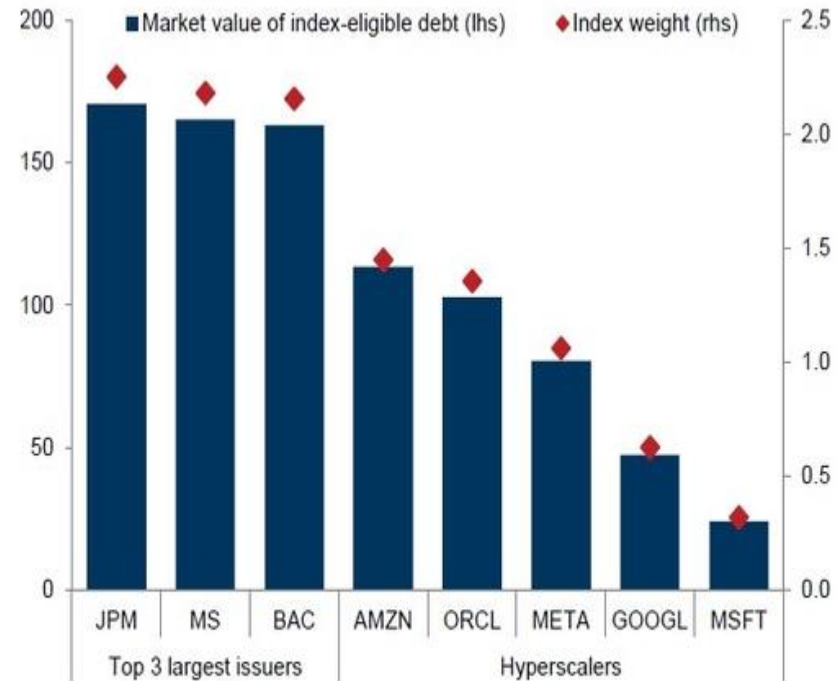
<그림> 하이퍼스케일러 자본지출 및 회사채 발행 추이



하이퍼스케일러의 회사채 발행 급증도 문제지만 채권시장 소화 불량도 문제 (*연합인포맥스, 8월 2일 기사참조)

- 하이퍼스케일러 회사채 발행이 급증하면서 투자등급(IG) 채권시장의 소화 능력이 한계에 부딪힐 것이라는 경고가 나옴
- 골드만삭스에 따르면 알파벳과 아마존, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 하이퍼스케일러들은 올해 이미 1,940억 달러의 IG 등급 채권을 발행했으며 이는 지난해 연간 발행 총액인 1천80억 달러를 훌쩍 뛰어넘는 수준임
- 올해 들어 기술 업종은 미 달러화 IG 총발행의 20%를 차지하며 사상 최대 비중을 기록 중임. 이런 여파로 미국 달러화 IG 시장에서 기술 업종 회사채의 신용스프레드(가산금리)는 최근 전체 IG 지수보다 오히려 확대됨.
- 이는 2010~2025년 대부분 기간 기술 업종 스프레드가 오히려 전체 시장보다 좁게, 즉 더 안전한 채권으로 거래돼 온 것과는 정반대의 흐름임
- 금융시장이 우려한 것은 "광범위한 부채 발행 물결과 주식 발행 물결이 겹치면 크레딧과 주식시장 모두에 부정적 신호가 될 것"이라는 점임

<그림> 투자등급(IG)내 하이퍼스케일러의 회사채 발행 비중이 급격히 증가 중



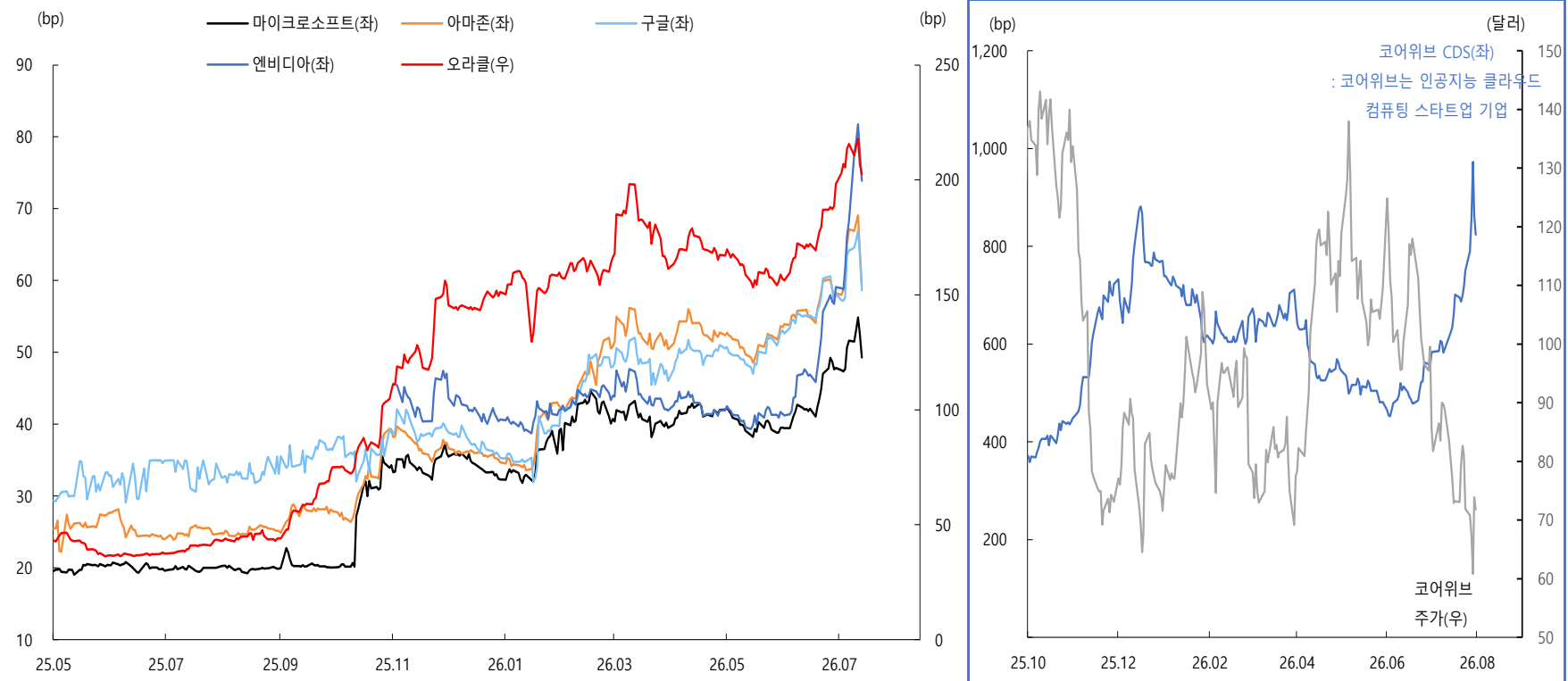
미국 주요 3대 은행 및 5대 하이퍼스케일러의 IG 발행량
[출처: 골드만삭스]

자료 : 골드만삭스, 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

하이퍼스케일러의 CDS 상승 속에 일부 SI기업의 경우 부도리스크에 직면

- 자본지출 확대에 따른 잉여현금흐름 악화와 수익성 우려로 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 상승세가 이어지는 가운데 일부 기업이지만 CDS 프리미엄 수준이 부도 수준에 이름

<그림> 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 상승 속에 일부 기업은 부도 리스크마저 부각

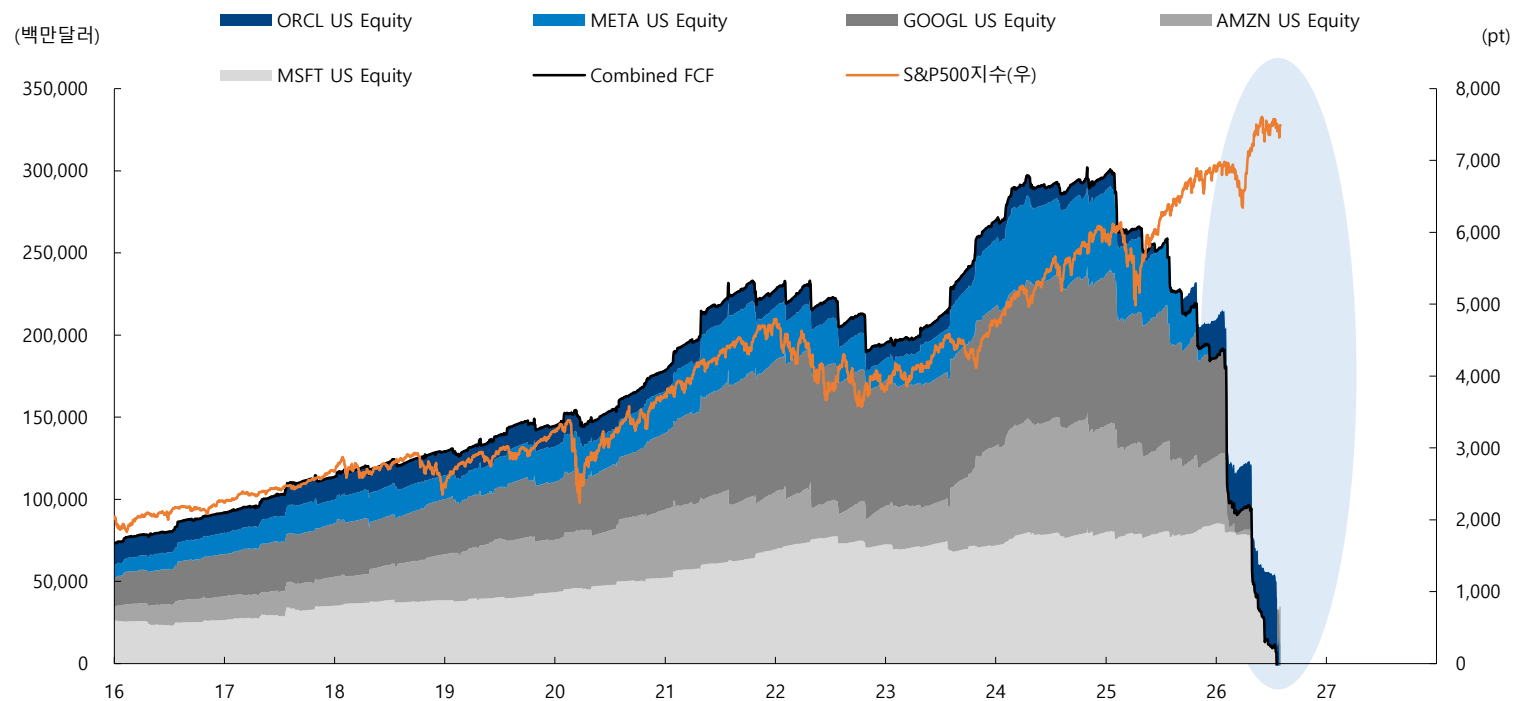


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하이퍼스케일러 잉여현금흐름 악화 흐름은 당분간 지속될 듯

- 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 추세가 27년에도 이어질 것으로 전망되고 있어 잉여현금흐름 고갈 추세가 상당기간 이어질 것으로 예상됨. 주기적으로 신용위험이 제기될 여지가 커짐

<그림> 하이퍼스케일러의 잉여현금흐름이 이미 고갈됨

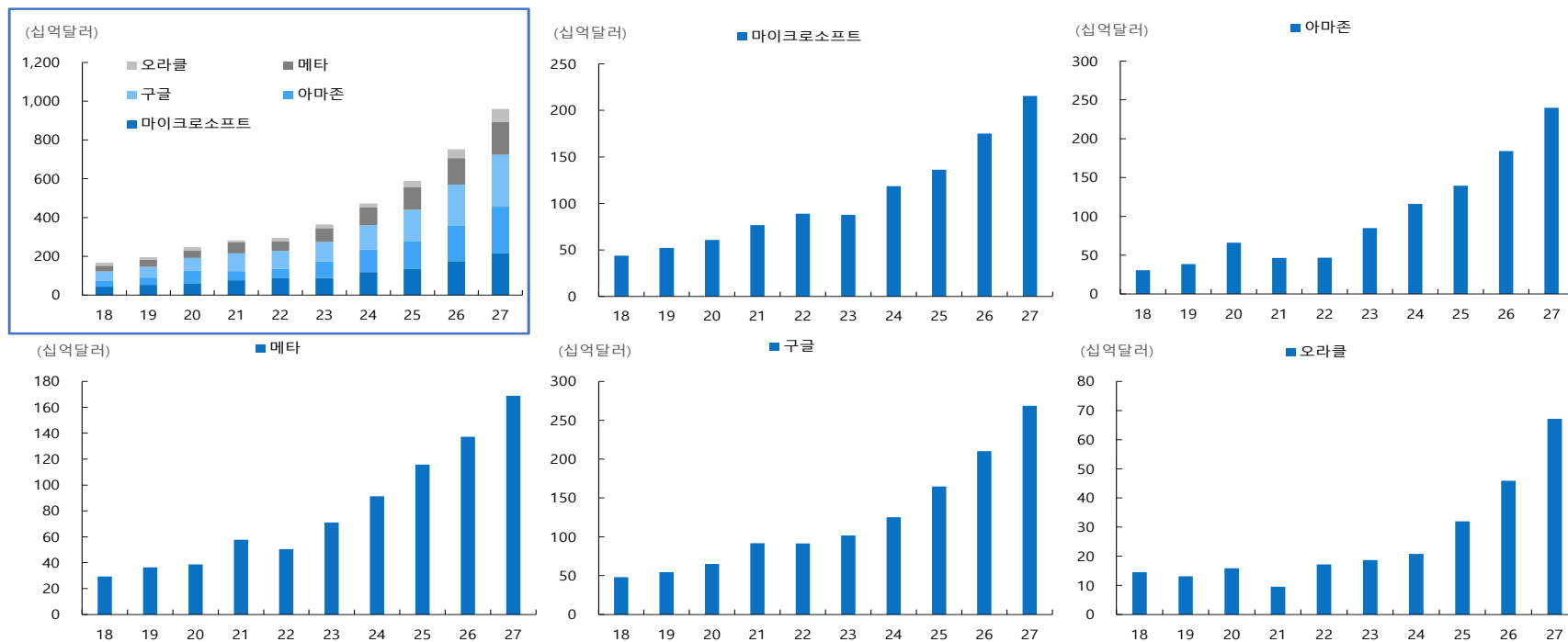


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하이퍼스케일러의 잉여현금흐름보다 영업활동현금흐름(OCF) 흐름 주목

- 하이퍼스케일러의 잉여현금흐름이 자본지출 확대로 고갈되고 있지만 중요한 것은 영업활동현금흐름(OCF)은 확대되고 있어 신용위험을 크게 우려할 단계는 아님
- 5대 하이퍼스케일러의 영업활동현금흐름(OCF) 규모는 올해와 내년에도 약 20% 후반대 수준의 높은 성장세를 유지할 것으로 예상됨. 참고로 닷컴 버블 당시 주가 버블 사례로 자주 언급되는 시스코시스템즈와 인텔의 영업활동현금흐름(OCF)은 닷컴 버블 붕괴를 전후로 증가세 꺾기거나 정체된 바 있음

<그림> 하이퍼스케일러 영업활동현금 흐름



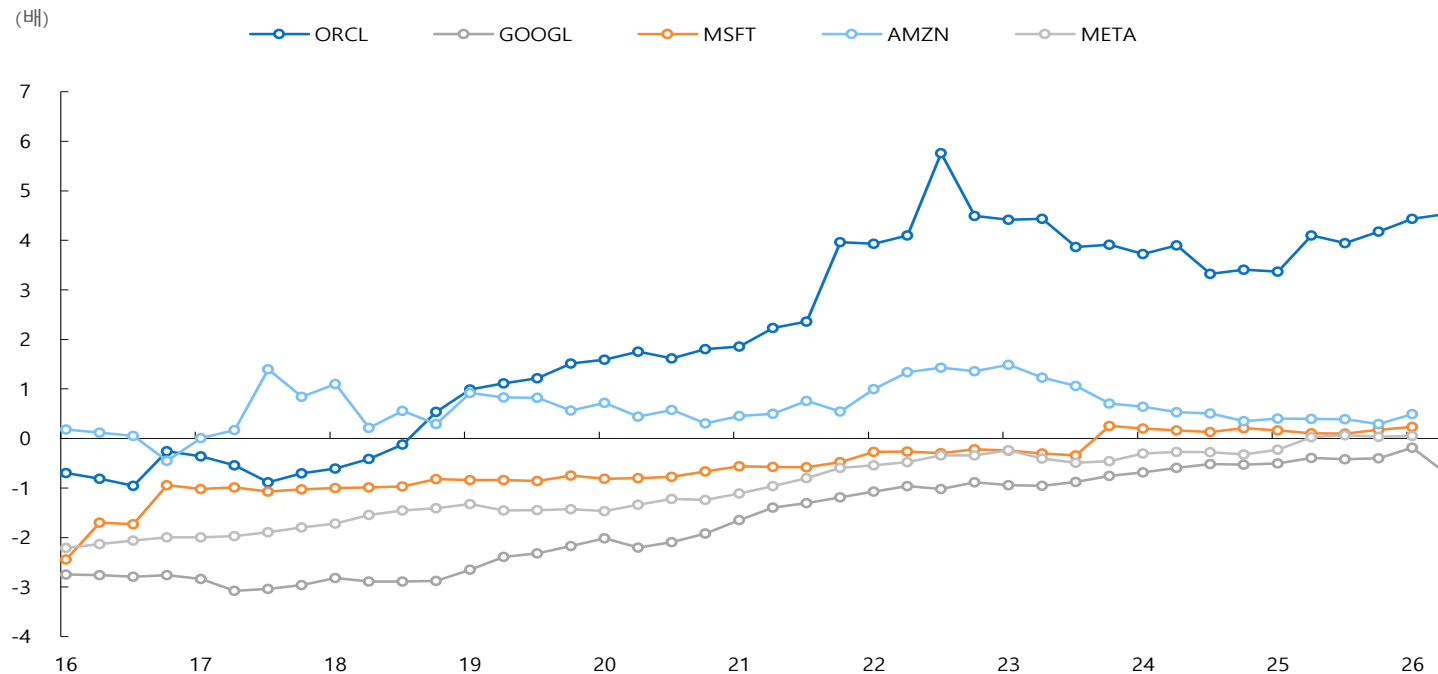
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하이퍼스케일러의 재무 건전성은 부채 증가에도 양호한 수준

- 현재 오라클의 순 부채/EBITDA 배율은 4.53 배 수준을 기록 중이지만 여타 하이퍼스케일의 순부채/EBITDA 배율은 상대적으로 낮은 수준으로 양호한 부채 상환 능력을 보유 중

※ 참고: 순부채/EBITDA 배율은 기업이 빚을 갚는 데 걸리는 시간을 뜻하는 재무 지표로, 순부채 나누기 EBITDA로 계산하며 보통 3배 이상이면 위험 신호임

<그림> 오라클 제외 하이퍼스케일러 순 부채/EBITDA 배율은 안정적 흐름을 유지 중



닷컴 버블 및 글로벌 금융위기 당시와 비교해 현재 미국 기업 부채 및 부채상환비율은 상대적으로 낮은 수준임

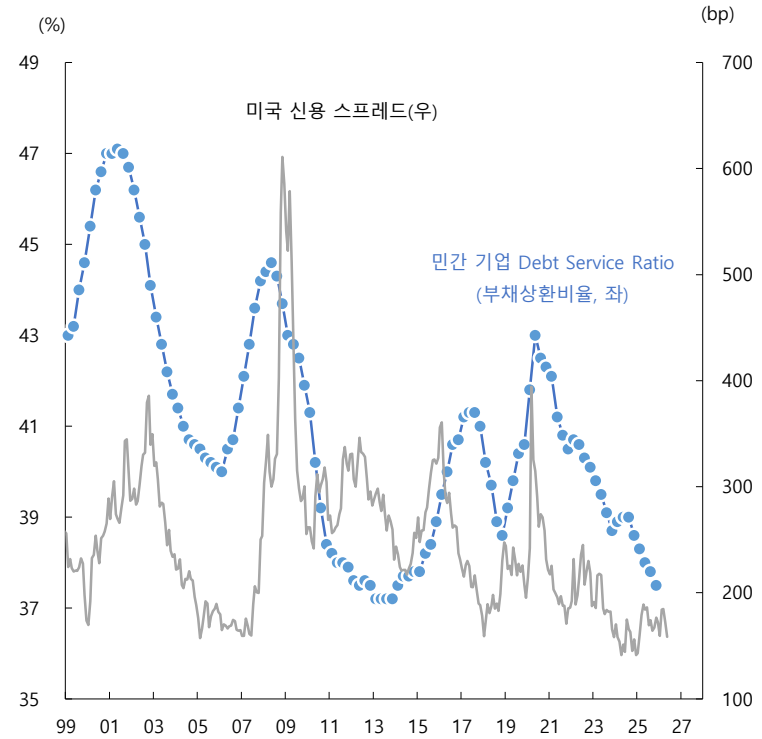
- 물론 양극화 현상 심화에 따른 착시 효과가 일부 있지만 전반적 부채 규모는 양호한 수준

<그림> 미국 기업의 부채 비율이 팬데믹 이후 꾸준히 낮아지는 추세



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 부채상환비율도 매우 낮은 수준을 유지 중임

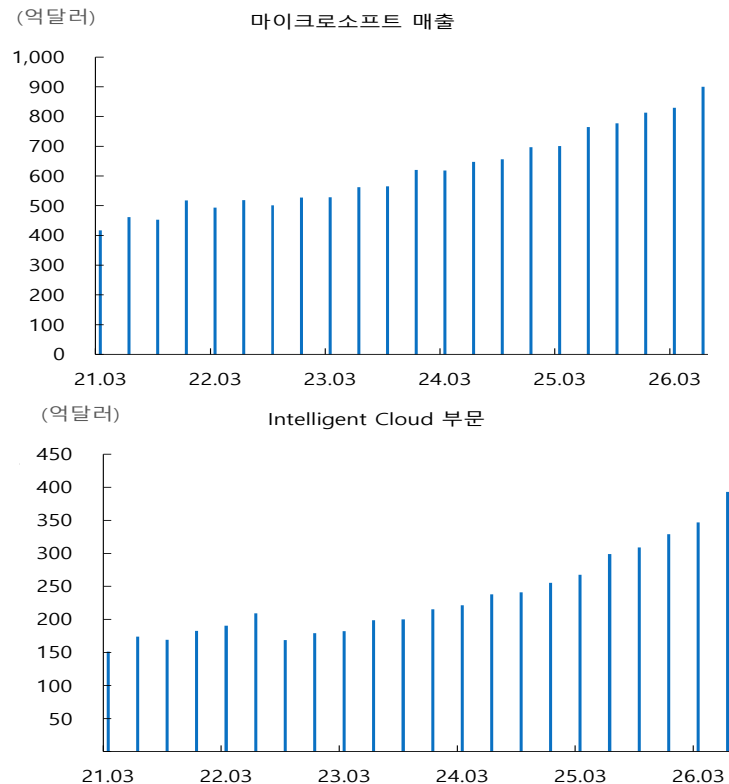


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하이퍼스케일러의 자본지출 확대에 의한 수익성이 일부 가시화되고 있음

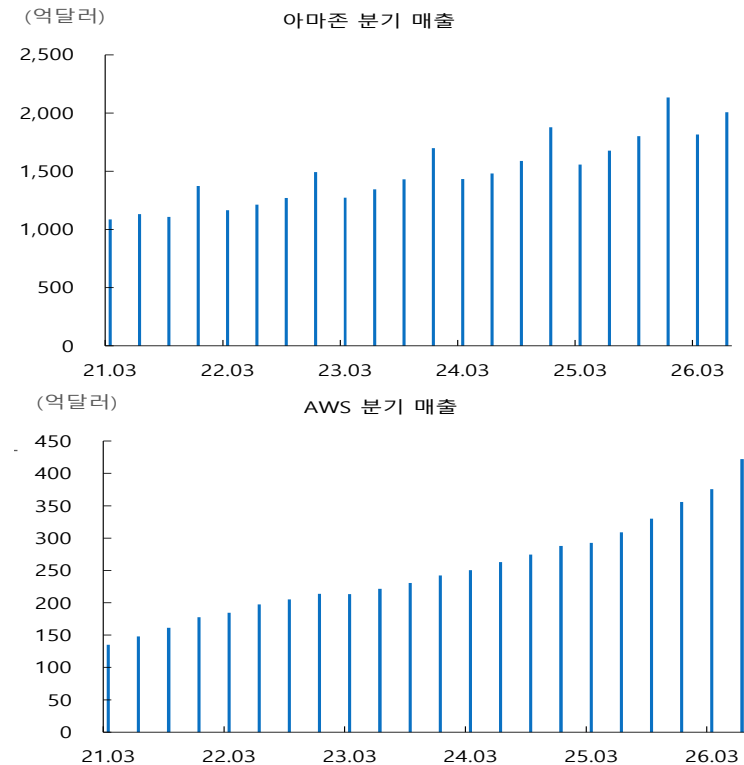
- 하이퍼스케일러의 자본지출 확대와 수익성간 괴리 현상을 금융시장이 우려하고 있지만 마이크로소프트와 아마존은 AI 투자가 수익성을 이어지고 있음을 가시적으로 확인시켜줌
- 다만, 하이퍼스케일러 기업들의 AI 투자 수익성 논란은 매 분기 이슈화될 여지가 있음

<그림> 마이크로소프트의 에저 등 intelligent cloud 부문 매출이 증가 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 아마존 AWS 분기 매출과 영업이익도 빠르게 증가 중

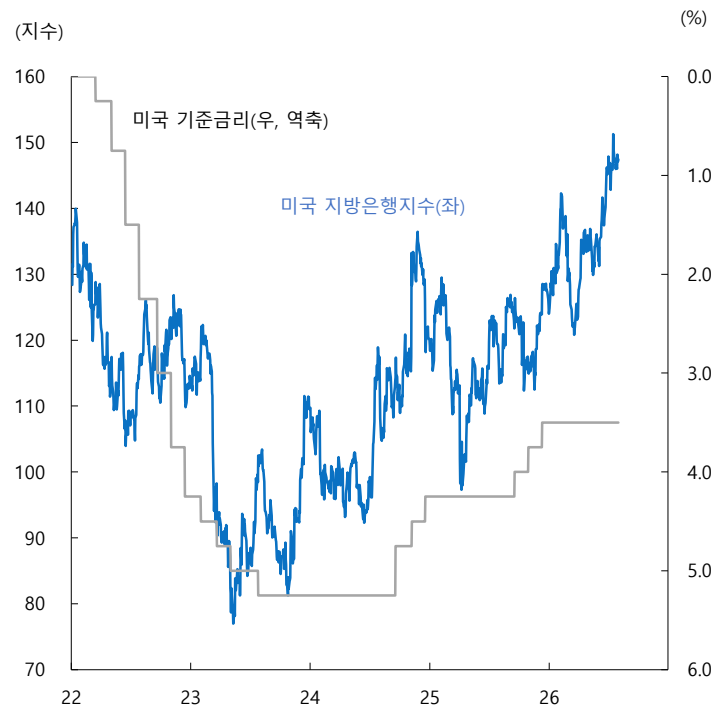


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

시발 신용리스크는 회복 코뿔소 리스크

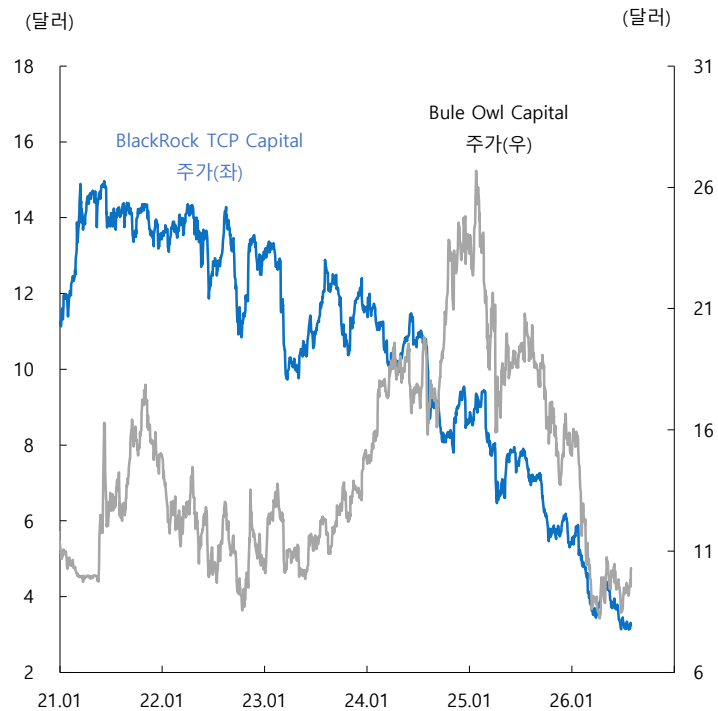
- 하이퍼스케일러 자본지출 확대에 따른 신용리스크가 이제는 회색 코뿔소 리스크처럼 금융시장을 맴돌 것으로 예상됨.
- 시발 사모시장 리스크가 추가로 확산되지 않고 있어 당분간 시발 신용리스크 역시 숨 고르기 국면에 접어들 것으로 전망됨

<그림> 사모시장 리스크 등으로 흔들렸던 지방은행 주가는 빠르게 상승함



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 사모대출 운용업체의 주가는 아직도 반등 기미가 미약

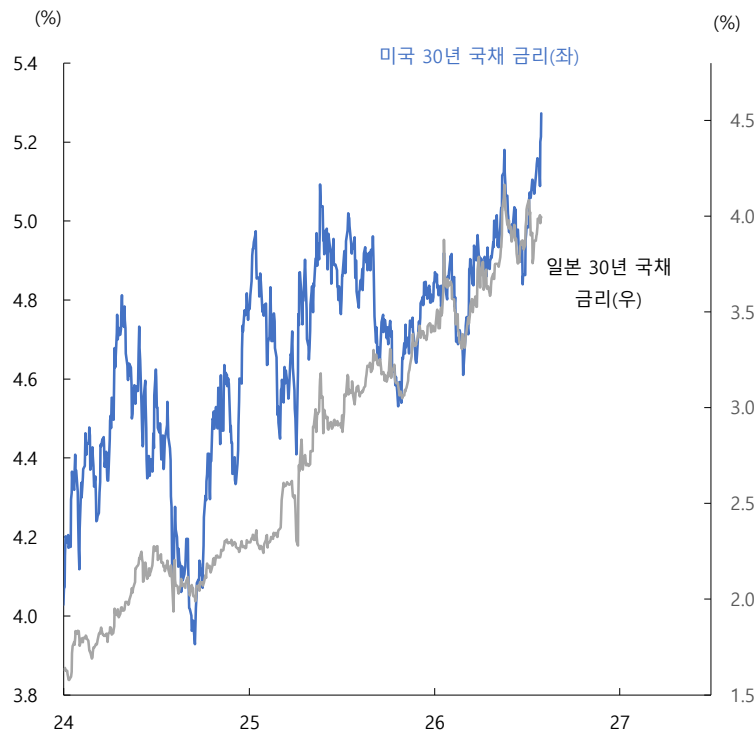


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국을 위시한 주요국 장기 금리 상승세도 경기와 금융시장에 또 다른 걱정거리

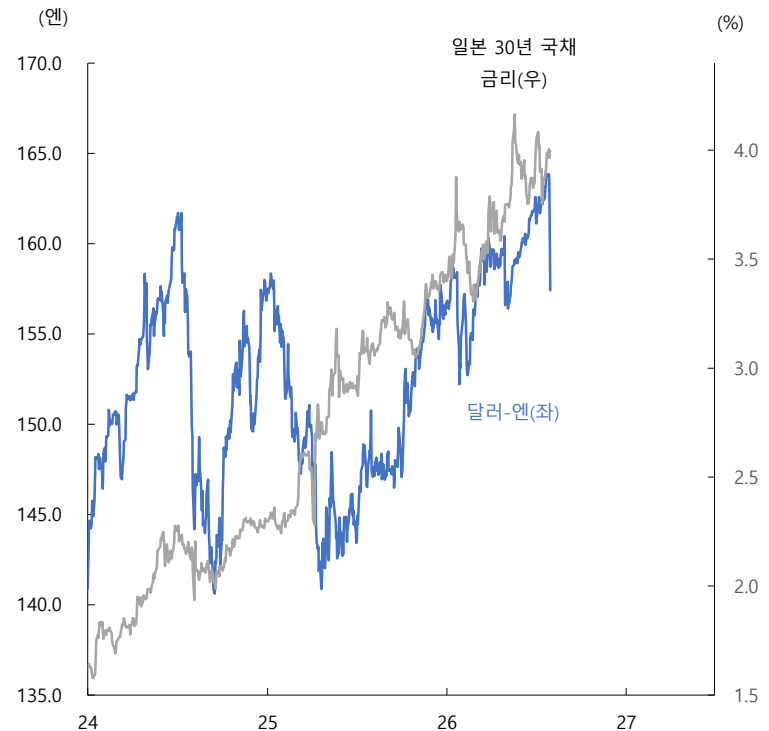
- 물가리스크 지속과 이에 따른 미 연준의 금리인상 불확실성 및 재정 건전성 악화가 장기 국채 금리 상승으로 이어지고 있음. 미국 30년 국채금리는 2007년 이후 최고치를 기록함
- 일본 국채 금리 상승발 '금리발작' 리스크도 수면위로 부상. 다카이치 총리의 대규모 확장적 재정정책 추진과 엔 약세 영향 등으로 일본 국채 금리 급등 현상이 이어지고 있으며 이는 '제2의 트러스 쇼크'로 나타날 위험이 잠재해 있음

<그림> 미국과 일본 30년 국채 금리가 동반 급등 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 일본 장기 국채금리와 달러-엔 환율

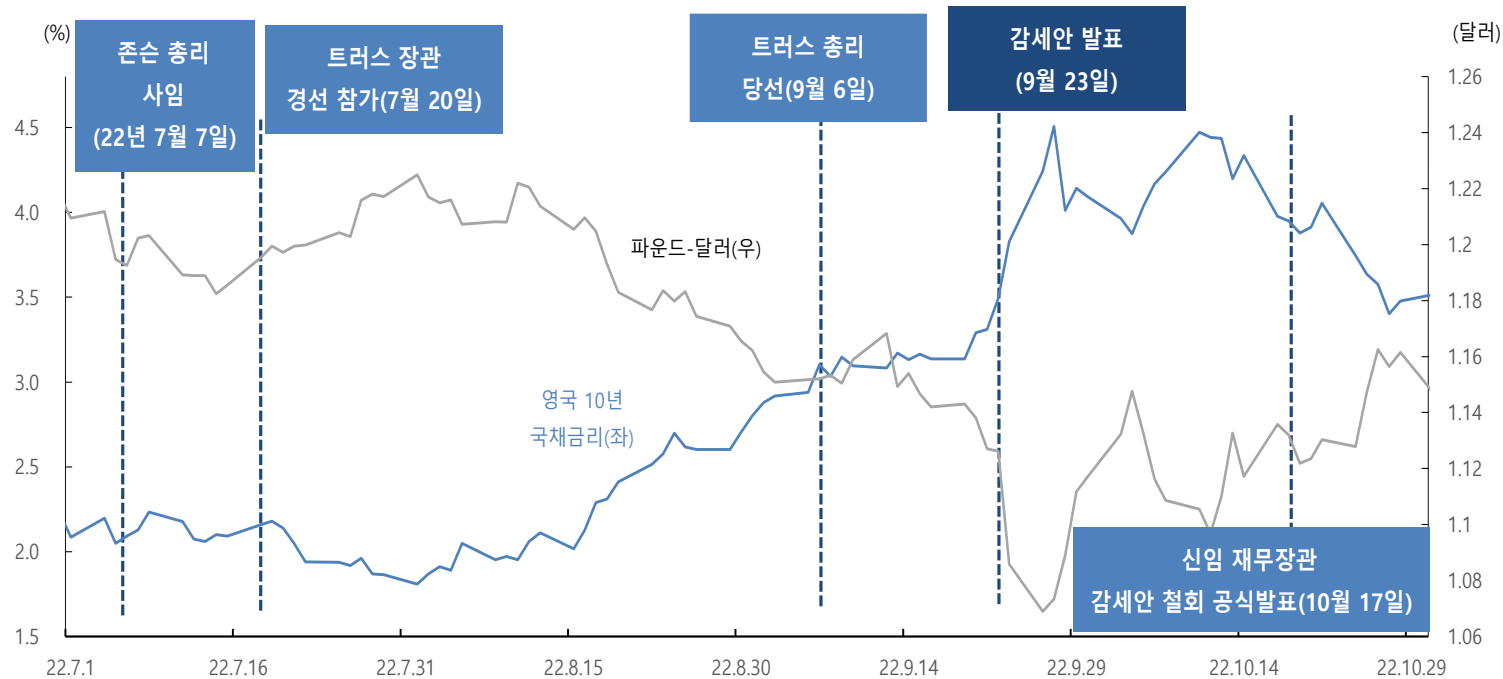


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

일본 국채금리가 급등으로 '제2의 트러스 쇼크' 우려가 수면 위로 부상

- 트러스 쇼크는 2022년 9월 영국 총리직에 오른 트러스 총리가 취임 직후 '감세를 통한 경제성장'을 내세우며 70조 원 규모에 육박하는 감세안을 발표하면서 국채금리 급등으로 발생했던 '금리발작' 충격임
- 일본 다카이치는 총리의 확장적 재정정책이 지속되고 있는 가운데 최근에는 인공지능(AI)과 반도체 등을 포함한 17대 핵심 전략 산업에 2040년까지 민관 합동으로 370조엔(약 3500조원)을 투자하는 대규모 성장 전략을 추진을 발표하면서 일본 국채 금리가 추가로 상승하는 부작용이 나타나고 있음. 이에 따라 일본 정부는 연금투자펀드(GPIF)의 국채 매입 가능성을 언급하는 등 일본 국채시장은 물론 외환시장 불안감이 커지고 있음

<그림> 22년 9월 트러스 쇼크 당시 영국 10년 국채금리와 파운드화가 요동친 바 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

강화되는 일본 정부의 국채시장과 외환시장 개입

- 일본 정부의 잇따른 일본내 채권 투자 확대 발언이 당장 글로벌 금융시장내 일본계 자금 흐름을 극적으로 변화시키기에는 한계가 있지만 점진적인 변화, 소위 엔 캐리 트레이드 자금의 청산을 통한 일본으로 자금 환류 현상으로 나타날 수도 있음

<표> 일본 정부의 외환시장 개입 규모와 달러-엔 환율

	국내 채권	해외 채권	국내 주식	해외 주식
자산 배분 비중	25%	25%	25%	25%
각자산 허용 범위	± 6%	± 5%	± 6%	± 6%
괴리 허용 범위 (채권 및 주식)	± 9%		± 9%	

자료 : GPIF, iM증권 리서치본부

<그림> 일본 주요 국채 금리 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미-일, 이례적인 외환시장 공조에 나섬

- 일본 정부는 물론 이례적으로 미국 재무부도 엔화 가치 방어를 위해 외환시장 개입에 나섬. 미-일 양국이 외환시장 개입 공조에 동시에 나선 것은 1998년 이후 처음임
- 미국이 일본 국채 금리와 달러-엔 환율 급등을 우려스럽게 바라 볼 수 밖에 없는 이유는 트러스 쇼크 당시처럼 일본 국채 금리 급등, 소위 '일본발 국채 금리 발작' 현상이 미국 국채금리의 급등으로 이어질 수 있는 리스크 때문임. 일본 국채 금리와 달러-엔 환율이 상승하면 일본 생명보험사와 연기금 등 기관투자자가 환 위험과 높은 환헤지 비용을 감수하면서 해외 투자, 특히 미국에 투자할 메리트가 약화될 것임. 이밖에도 엔화 약세를 방어하기 위한 실탄을 마련하기 위해서는 미국 국채 매도가 필요하다는 점도 미국 국채시장에 큰 악영향을 미칠 수 있음

<그림> 일본 정부의 외환시장 개입과 달러-엔 환율: 올해 연간 외환시장개입 규모는 약 18조엔으로 종전 연간 최대였던 24년 15.3조엔을 이미 상회함



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국 국채 금리는 박스권 횡보가 이어질 것으로 예상됨

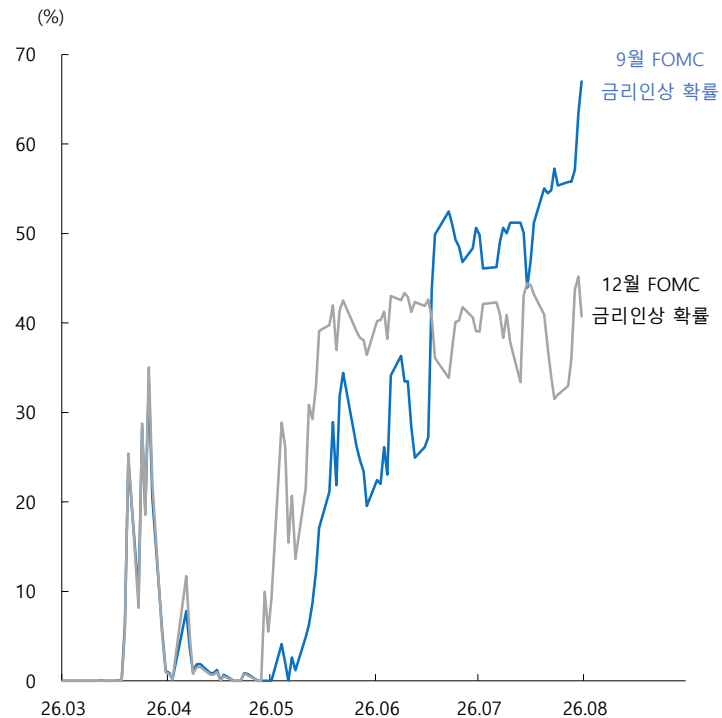
- 미국 등 주요국 국채금리는 추가 상승보다 좁은 박스권 흐름 예상. 디스인플레이션 기대감, 미-일간 외환(=국채)시장 공조 강화 그리고 미 연준의 금리동결 가능성이 국채 금리 추가 상승을 제한할 것임
- 케빈 워시 의장은 최소한 중간 선거 이전까지 금리 동결 기조를 유지할 가능성이 있음. 특히 케빈 워시 의장이 언급한 테스트포스 작업이 마무리되기까지 금리 동결을 유지할 가능성도 있음

<그림> 트럼프 대통령 지지율 하락세가 심상치 않음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 금융시장은 9월 금리인상을 높게 보고 있지만...



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

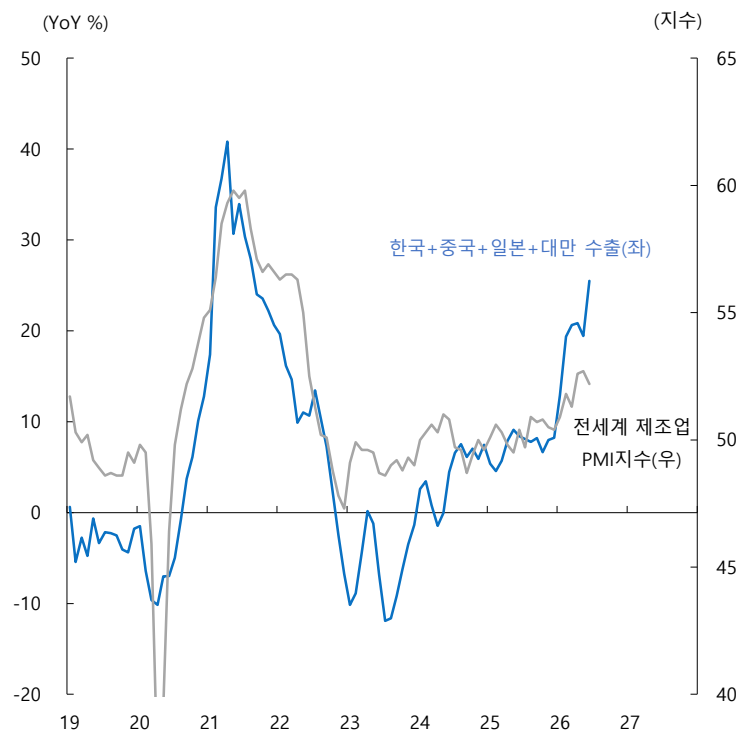


III. 국내 반도체 슈퍼 사이클, 하반기에도 지속

하반기 국내 사이클도 반도체를 중심으로 순항할 것으로 예상함

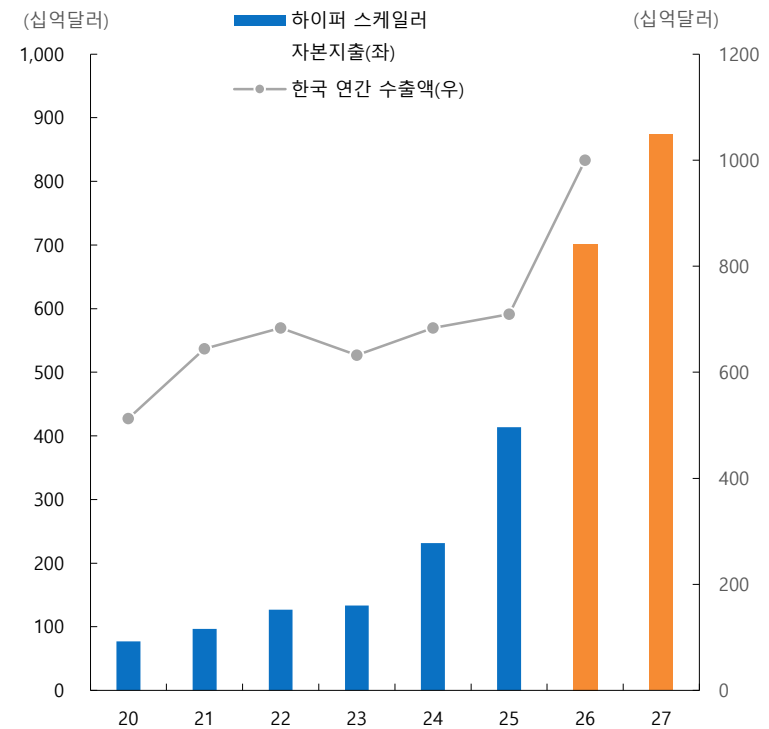
- 강력한 AI 투자사이클의 낙수효과가 하반기에도 이어질 것임. 한국을 위시한 일본, 대만 및 중국 등 동아시아 수출 급증 현상이 이를 뒷받침함
- 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 지속도 당연히 국내 반도체 수출 확대로 이어질 것임

<그림> 한국을 위시한 동아시아 수출 호조세 지속 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 하이퍼스케일러 자본지출과 한국 연간 수출액(26년은 추정치)



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

최근 주가 급락, 펀더멘탈 약화보다 수급 이슈

- 반도체 주가 급락을 중심으로 한 7월 코스피지수 하락폭은 과거 사례를 감안할 때 과도함. 코스피지수가 큰 폭으로 조정 받았던 국면에서 공통점은 국내 반도체를 위시한 국내 수출경기 하락 사이클이었음. 가장 최근에 국내 주가가 큰 폭으로 조정받았던 팬데믹 직후 유동성 붐 국면(20~23년)에서 국내 전체 수출과 반도체 수출은 동기간 최고치 대비 각각 27.4%, 54.5% 하락한 바 있음
- 그러나 현재의 경우 예외적 현상이 나타나고 있음. 코스피지수는 고점대비 한달여만에 약 34% 조정 받았지만 국내 수출경기는 강한 확장세를 여전히 유지 중임. 펀더멘탈보다 수급 이슈가 코스피 급락 배경임

<표> 과거 코스피지수 조정 국면에서 수출사이클 큰 폭 둔화되었지만 이번에는 예외

	고점대비 코스피 하락폭(%)	월간 수출액 하락폭(%) (월간 수출액 수출액 기준, 기간 중 최고치 대비)	월간 반도체 수출액 하락폭(%) (월간 반도체 수출액 기준, 기간 중 최고치 대비)
닷컴 버블 (99~02년)	-55.4	-27.7	-67.0
글로벌 금융위기 (06~09년)	-54.5	-48.4	-60.5
반도체 사이클 붐 (16~19년)	-26.5	-28.4	-66.6
팬데믹 직후 유동성 붐 (20~23년)	-34.8	-27.4	-54.5
AI 붐 (25년~)	-38.6	-	-

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

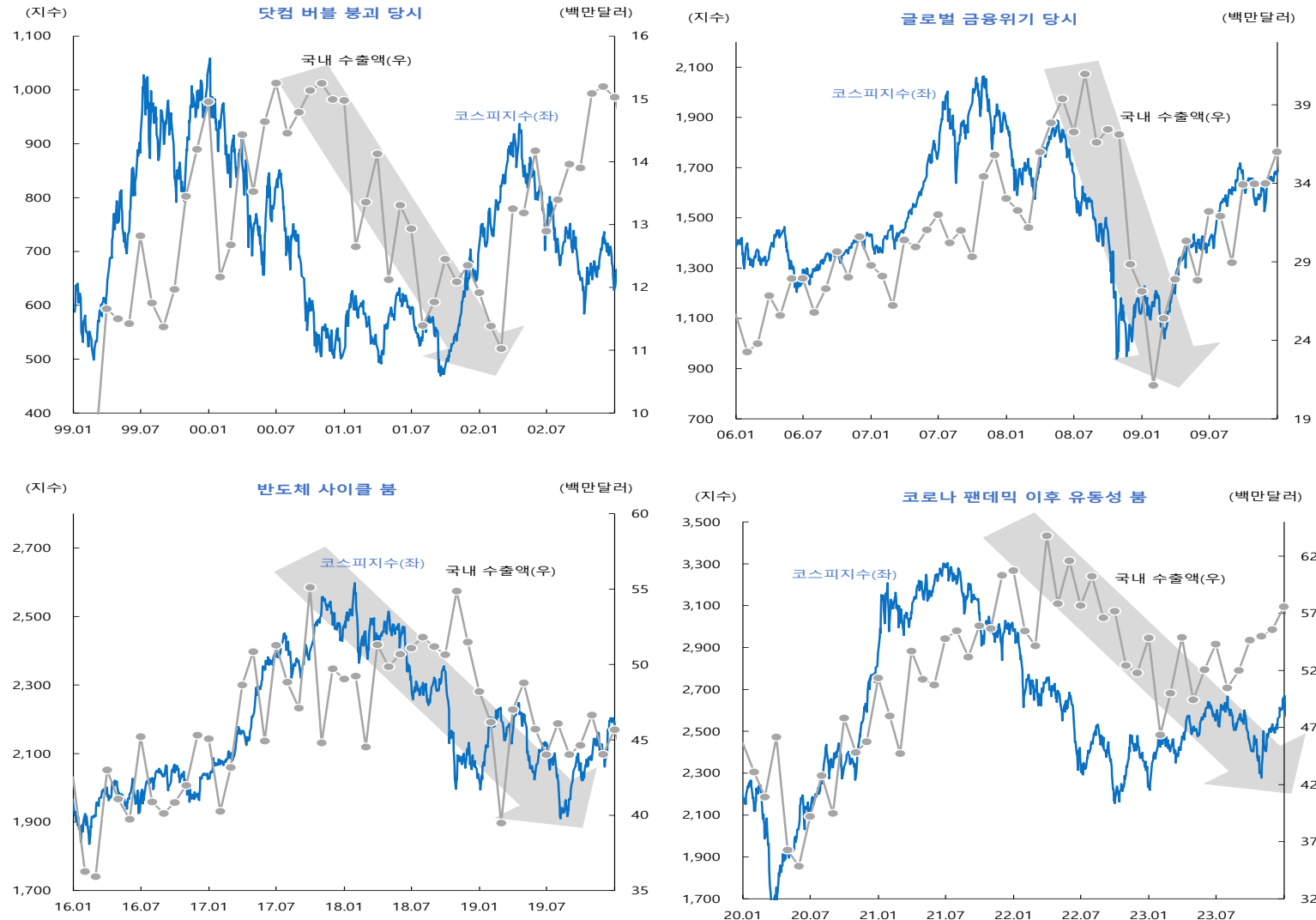
<그림> 국내 수출 사이클 호조가 지속되고 있지만 코스피지수는 큰 폭으로 조정을 받고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

참고: 과거 코스피지수 하락 국면에서 수출사이클도 동반 급감

<그림> 과거 코스피지수 주가 조정국면에서 수출사이클도 동반 급감

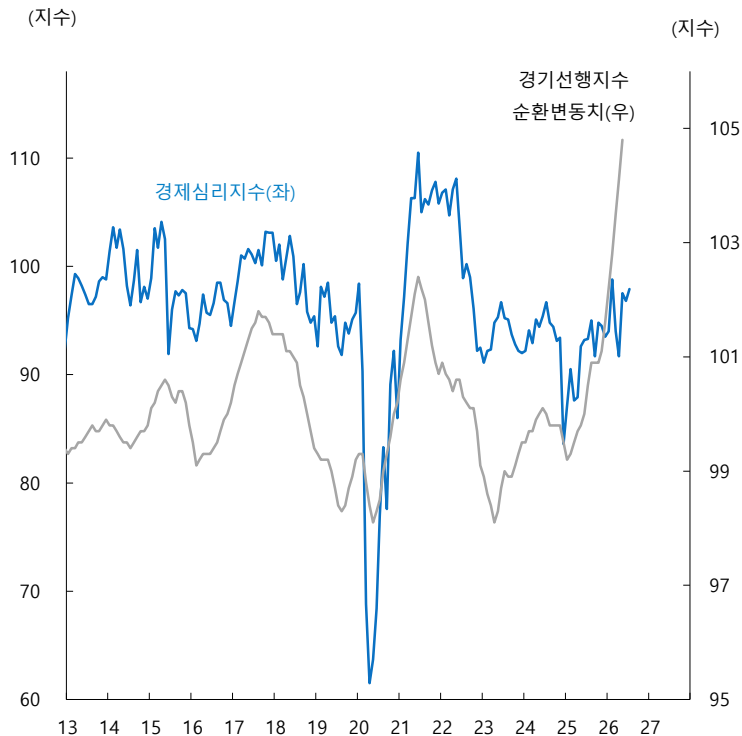


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

국내 경기선행지표들 상승 VS 반도체 업황(출하-재고 사이클) 사이클 둔화

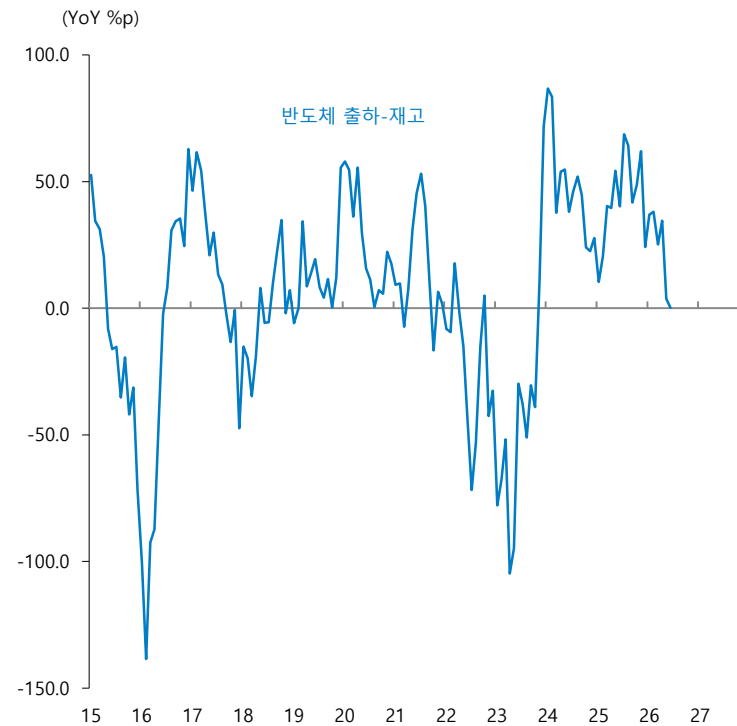
- 국내 경기선행지수와 경제심리지수 등 경기 선행 지표들은 양호한 흐름을 유지하고 있지만 예상 밖으로 반도체 업황사이클을 대변하는 반도체 출하-재고 사이클은 큰 폭으로 둔화됨
- 결론적으로 반도체 출하-재고 사이클의 둔화 현상은 추세적 현상보다는 지난해 하반기부터 이어졌던 반도체 업황 사이클 급등에 따른 일시적 숨 고르기로 판단됨. 반도체 업황 사이클은 소순환 국면에서 둔화 국면을 지나고 있는 중임

<그림> 경기선행지수와 경제심리지수 동반 상승세



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 반도체 출하-재고 사이클의 둔화 현상은 일시적일 듯

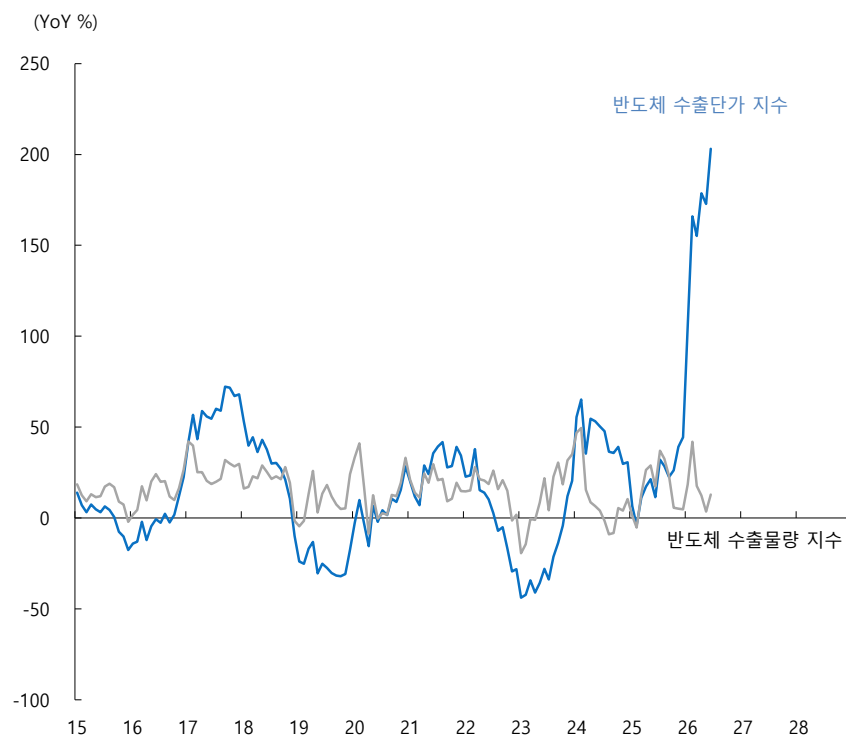


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

하반기에도 반도체 업황 슈퍼사이클이 지속될 것으로 예상

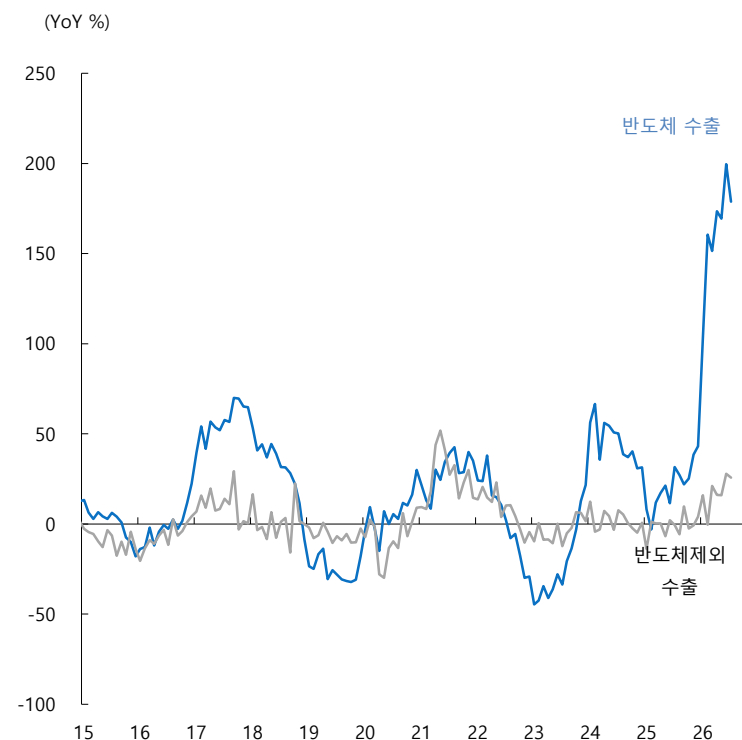
- 하반기 반도체 수출 물량 확대 효과 기대 : 반도체 수출단가의 고공행진이 이어지고 있고 반도체 수출 물량마저도 하반기 증가할 것으로 보여 국내 반도체 수출액은 사상 최고치 경신 흐름을 이어갈 것임
- 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 계획도 이를 뒷받침함

<그림> 국내 반도체수출단가지수가 큰 폭으로 상승 중인 가운데 반도체 물량 지수 증가율도 확대되고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 하반기 기저 효과로 반도체 수출증가율은 둔화될 것임

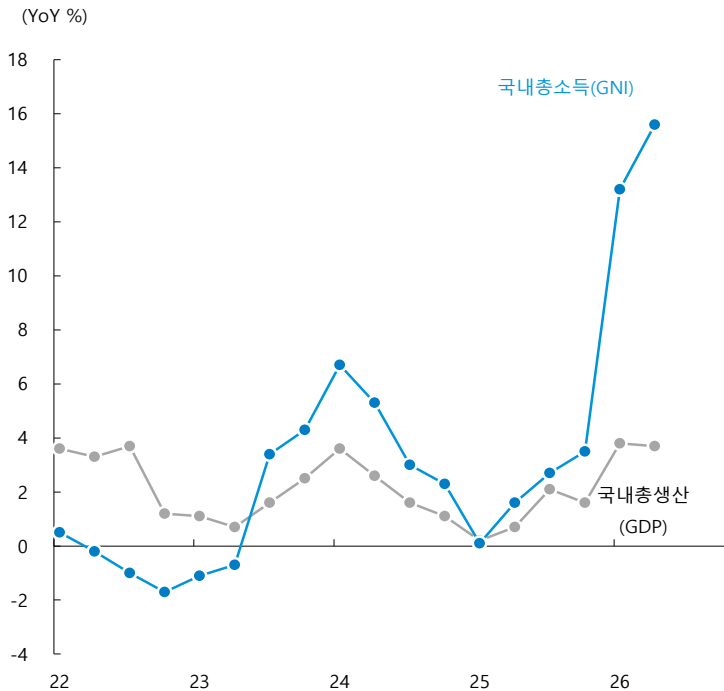


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

교역조건 개선 추세 지속과 더불어 반도체 제외 업종의 반등도 기대

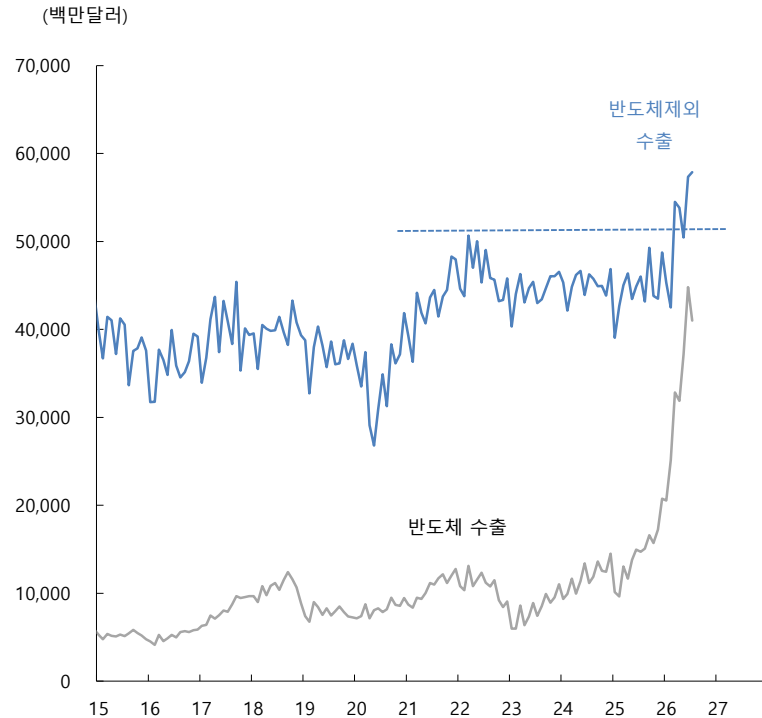
- 국내총소득(GDI) 증가율 급증 추세. 2Q GDI는 전기비 3.6%(전년동기 15.6%)로 전기비 성장률은 1Q(8.7%)에 비해 둔화되었지만 전년동기 성장률은 1Q(13.2%)를 상회함. 참고로 국내총생산(GDP)은 한 나라의 국경 안에서 생산된 모든 재화와 서비스의 가치를 뜻하며, 국내총소득(GDI)은 이 생산 활동을 통해 국민이 얻은 총소득에 교역 조건 변화에 따른 실질 손익을 반영한 구매력 지표임. 따라서, 국내총소득(GDI)이 두 자릿수 증가율을 기록한 것은 반도체 수출가격 급등 등으로 인해 국내 기업 등 경제활동주체들의 이익 혹은 소득이 급증했음을 의미하며 이는 하반기에 지속될 것임
- 동시에 반도체를 제외한 수출 규모가 본격적으로 상승하기 시작한 것도 하반기 국내 경기의 또 다른 긍정 신호임

<그림> 교역조건을 감안한 국내 총소득 증가세가 하반기에도 지속될 듯



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 반도체제외 수출 규모도 본격적으로 증가할 전망이다



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

교역조건 개선도 하반기에 국내 경기사이클 견인

- 이번 교역조건 개선은 세 가지 측면에서 과거 개선기와 차별화됨. ① 국제유가 등 수입물가 하락이 개선을 이끌었던 과거와 달리, 이번에는 수출물가 상승이 교역조건 개선을 견인하고 있음. ② 그리고 이러한 수출물가 상승은 주로 IT 부문이 주도하고 있음. ③ 나아가 AI 확산에 따른 반도체 가격 상승과 중동긴장 완화에 따른 유가 안정화 전망을 감안할 때, 양호한 교역조건과 이에 따른 견조한 GDI 증가세는 상당 기간 이어질 것으로 예상됨

<표> 과거에는 대부분 국제유가 등 수입물가 하락이 교역조건 개선을 주도했지만 이번 경우에는 수출물가 상승이 교역조건을 개선

개선기	주요 요인		수출물가 (%)	수입물가 (%)	GDP 성장률(%)	GDI 증가율(%)	GDI-GDP (%p)
▶2009년 (09.1/4~09.4/4분기)	수입물가 하락	• 유가하락: 글로벌 금융위기	-14.0	-16.7	0.8	2.7	1.9
▶2015~16년 (14.4/4~16.4/4분기)		• 유가하락: 美세일붐, 사우디 증산	-8.4	-13.5	3.0	5.4	2.4
▶2020년 (20.2/4~21.1/4분기)		• 유가하락: 팬데믹	-2.0	-5.9	-0.3	1.2	1.5
▶2026.1/4분기	수출물가 상승	• 반도체 가격 상승: AI 확산	14.9	5.4	3.8	13.2	9.4

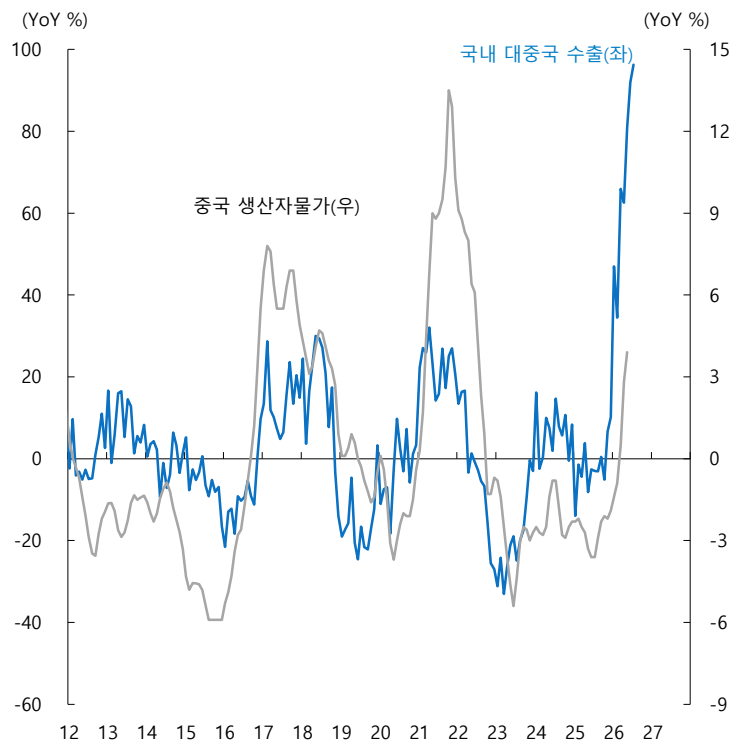
주: 1) 전년동기대비 증가율의 기간중 평균 2) 노란색 음영은 금번 반도체 경기 호조기를 의미

자료: 한국은행

반도체 수출을 중심으로 한 대중 수출 호조도 국내 반도체 업황 및 수출 경기에 큰 기여

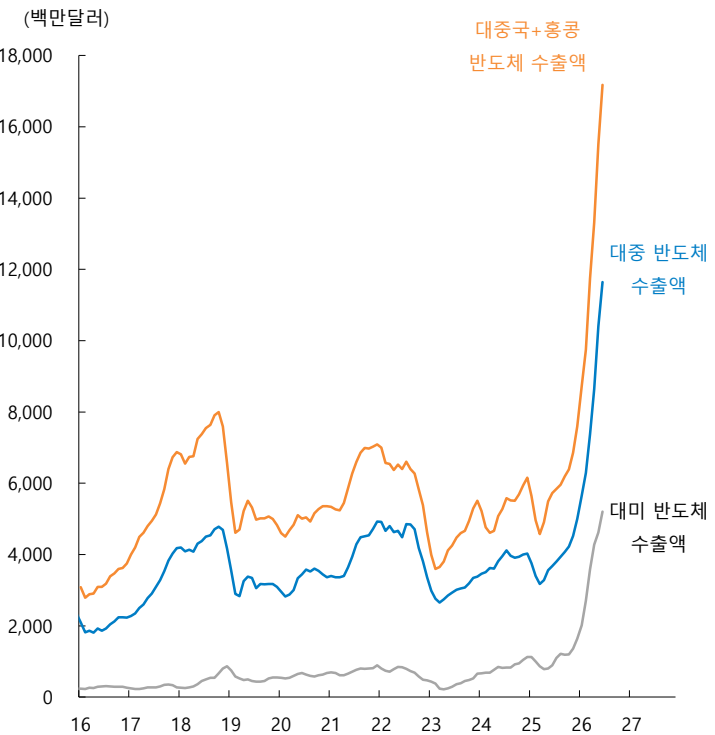
- 중국 반도체 굴기에 대한 공포감도 있지만 한국의 대중국 반도체 수출은 급증 추세가 지속되고 있음. 이는 시장의 우려와 달리 한국 반도체의 경쟁력을 가시적으로 보여주는 중요한 시그널임
- 하반기에도 대중 반도체 수출 호조가 지속되면서 국내 반도체 수출 및 경기에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망

<그림>급증 추세가 이어지고 있는 한국의 대중 수출증가율



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 대중화권 반도체 수출액이 큰 폭으로 증가

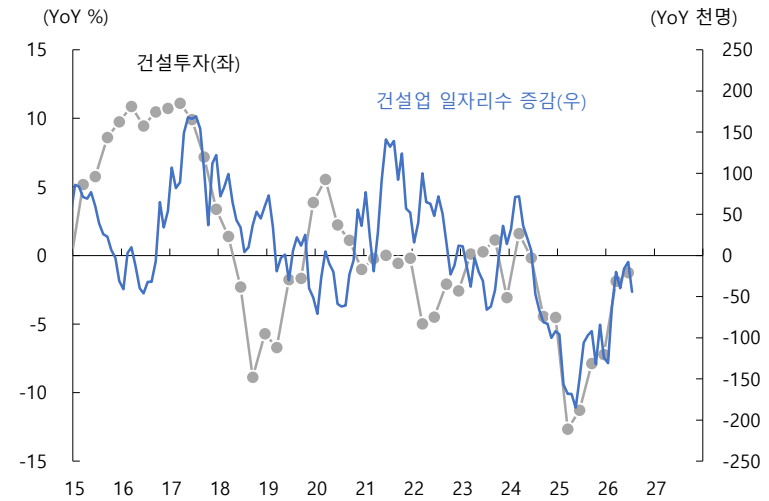


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

4% 성장으로 가는 길의 아쉬운 그림자 : K 사이클 심화

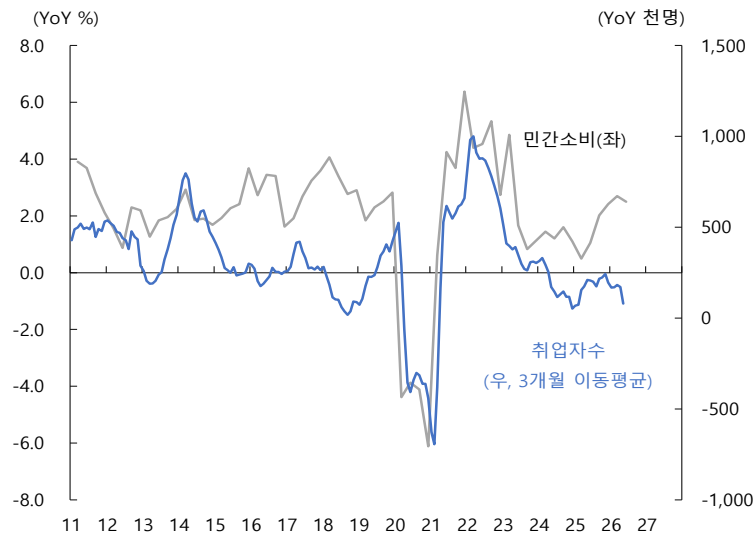
- 무엇보다 반도체 중심의 수출 호황 사이클에도 불구하고 내수 회복 온기 확산은 미약. 대표적으로 고용시장 회복세는 오히려 약화되면서 소비 양극화 현상을 심화시킬 수 있음
- 건설투자의 더딘 회복 역시 내수 회복세를 제약하는 요인. 8월 금통위에서 추가 금리인상 시 건설 투자 회복 시점은 더욱 지연될 수 있음

<그림> 더딘 건설투자 회복세로 건설관련 일자리도 부진



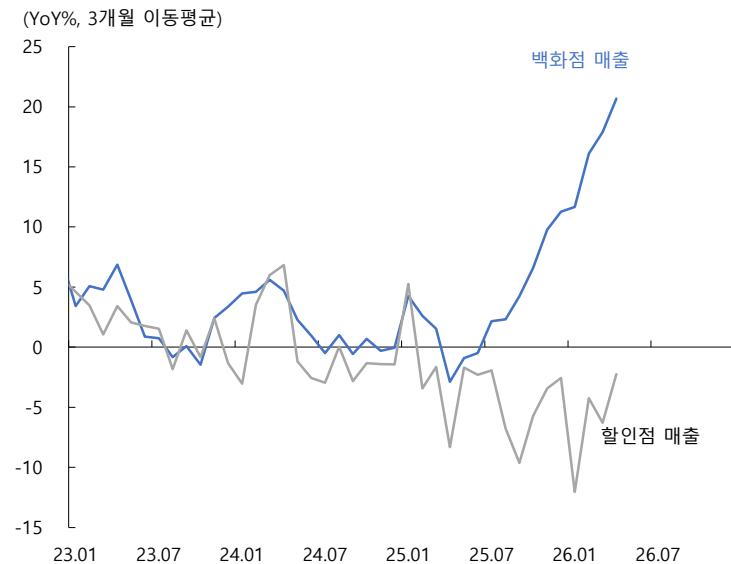
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 고용시장 회복 모멘텀이 최근 약화되고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 소비 양극화를 보여주는 백화점과 할인점 매출 증가율



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부



IV. 원-엔 동조화 강화 속 동반 강세 기대

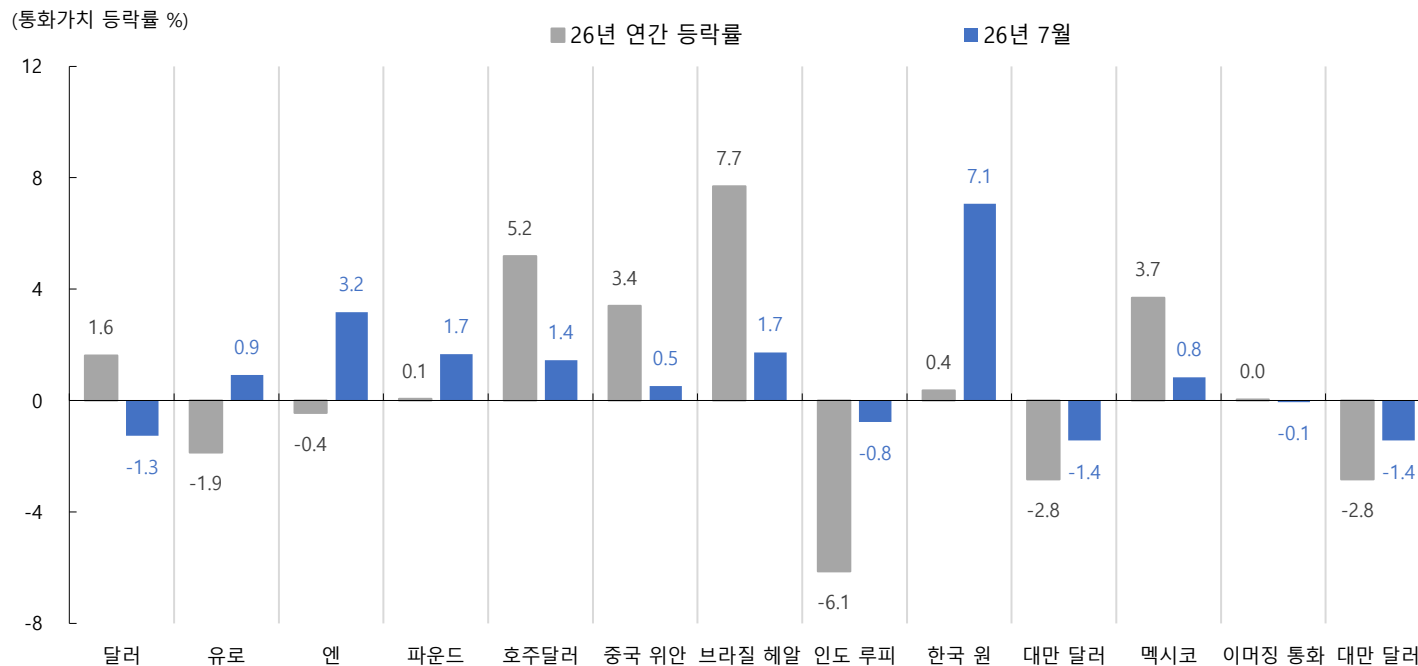
[3Q 환율 전망] 원-엔 동조화 강화 속 동반 강세 기대

		EUR	JPY	GBP	CAD	SEK	CHF	달러화 지수		AUD	CNH	KRW
7월 31일 환율		1.15	157.4	1.35	1.40	9.53	0.81	99.91		0.70	6.75	1,439.3
주요 통화 및 달러화 지수 전망	1개월 환율 전망치	1.16	156.0	1.35	1.38	9.52	0.80	99.1		0.71	6.73	1,410
	통화가치 상승/하락폭 (7월 31일 대비, %)	0.6	0.9	0.1	1.6	0.1	0.9	-0.8		1.0	0.3	2.0
	26년 3Q 환율 전망치	1.16	155.0	1.37	1.36	9.48	0.77	98.5		0.73	6.71	1,400
	통화가치 상승/하락폭 (7월 31일 대비)	1.0	1.5	1.6	3.0	0.6	4.6	-1.4		3.8	0.6	2.7

7월 들어 원화 가치가 급반등하면서 연간 기준으로 원화 가치가 상승 전환

- 상반기 이란 리스크발 고유가 등에 따른 미 연준의 금리인상 우려 및 외국인의 국내 주식순매도 강화로 인한 달러 수급 악화 등으로 달러-원 환율이 유독 급락, 즉 원화 가치가 상대적으로 큰 폭의 약세를 기록한 바 있지만 7월 들어 원화 가치가 급격히 회복됨. 이에 따라 연간 기준으로 원화 가치는 상승 전환함
- 원화 가치뿐만 아니라 엔화 가치 반등 등 주요국 통화 가치 반등으로 7월 들어 달러화는 약세 전환됨

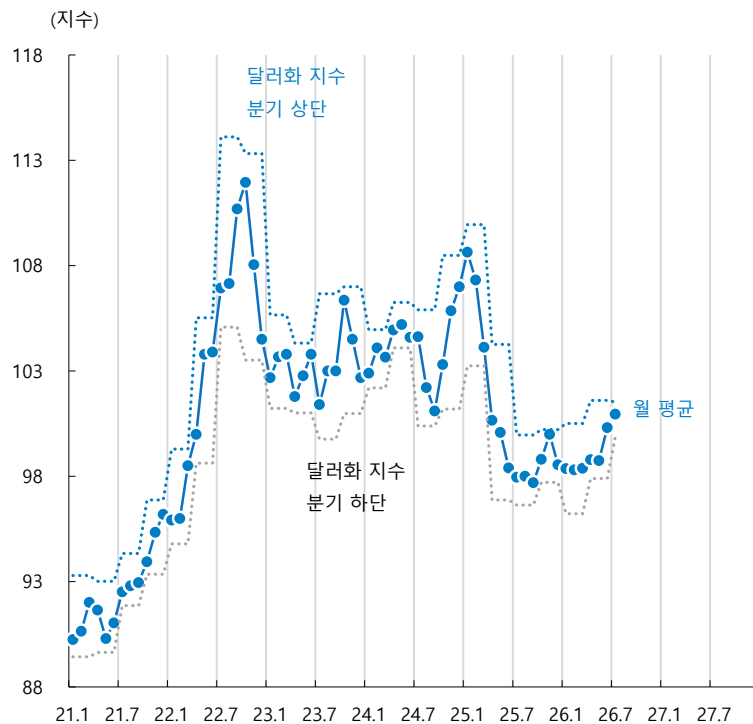
<그림> 올해들어 주요국 통화 중 가장 하락폭이 컸던 원화 가치가 7월에 가장 큰 폭으로 상승



달러화, 월 평균 기준으로 상승했지만 월말 종가기준으로는 하락

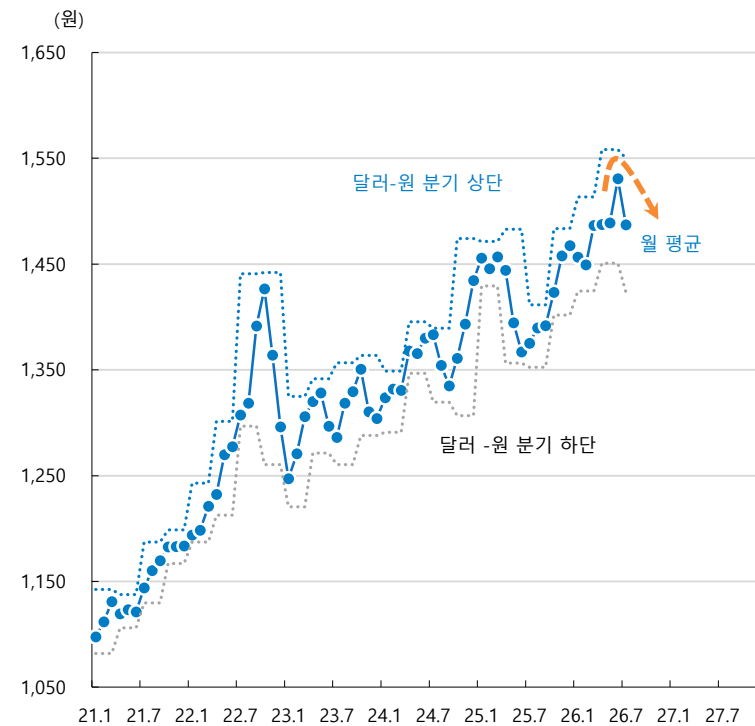
- 7월 월 평균기준 달러화 지수는 이란발 리스크 및 7월 FOMC 회의 경계감 등으로 6월 대비 소폭 상승했지만 월말 종가기준으로는 소폭 하락함. FOMC회의 결과 안도감과 7월 30~31일 미-일 외환당국의 외환시장 개입으로 엔화 가치가 급등했기 때문임
- 달러-원 환율은 7월 큰 폭의 하락세를 보임. 특히, 달러-원 환율은 달러화 흐름과 차별화되는 흐름을 보임

<그림> 월 평균 달러화 지수 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 월 평균 달러-원 환율

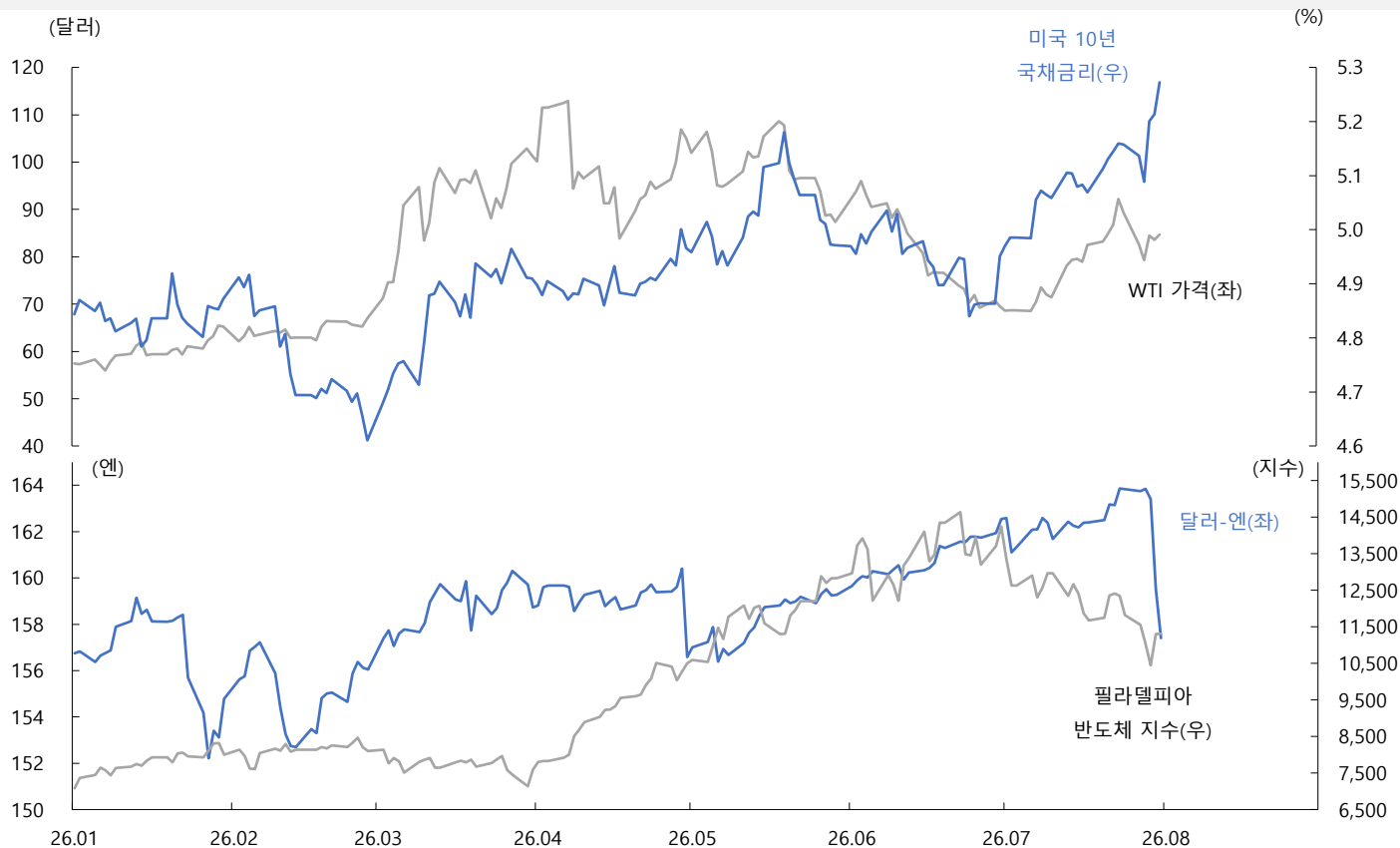


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

달러화, 완만한 하락세를 보일 것이라는 당사의 기존 전망 유지

- 장기 국채금리를 중심으로 한 미국 국채금리 상승과 이란발 잠재 리스크에도 불구하고 달러화는 완만한 하락세를 보일 것이라는 기존 전망 유지
- 미 연준의 금리인상 시점 지연 가능성 혹은 동결 기조 유지, 제한적 이란발 유가 충격, 하이퍼스케일러발 신용리스크 완화 그리고 미-일 외환시장 공조 강화 등이 달러 약세 요인임

<그림> 미국 국채금리를 제외한 여타 변수는 달러 추가 약세 가능성을 높이고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Non-US 경기 모멘텀 강화도 달러 약세 요인

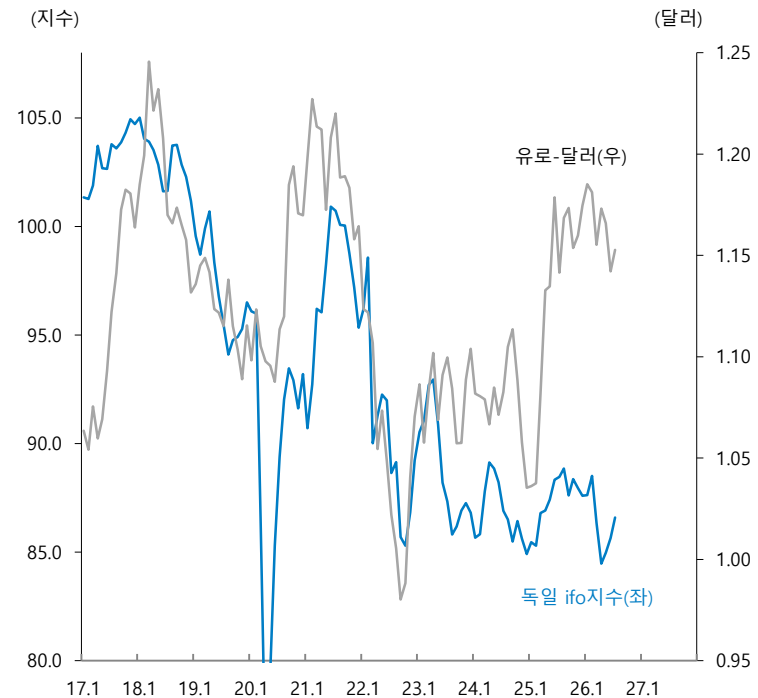
- 그 동안 상대적으로 미국 경제 모멘텀이 강한 흐름을 보여왔지만 최근 들어 Non-US 경기 모멘텀이 점차 회복 혹은 강화되고 있음. 이런 리스크가 해소될 경우 유로 및 아시아 경제 모멘텀이 추가 강화가 기대됨. 이는 Non-US 통화의 강세로 이어질 것임

<표> 주요국 GDP 성장률 추이: 미국 성장 모멘텀이 주춤한 가운데 여타 국가/지역 성장 모멘텀이 회복

(QoQ %)		미국	유로	일본	중국	한국
25년	1Q	-0.2	0.6	0.5	1.1	-0.2
	2Q	0.9	0	0.3	1.2	0.6
	3Q	1.1	0.3	-0.6	1.1	1.4
	4Q	0.1	0.2	0.2	1.1	-0.1
26년	1Q	0.5	0	0.5	1.3	1.8
	2Q	0.4	0.4	-	0.9	0.6

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 고유가에 휘청이던 독일 경제의 완만한 반등 기대

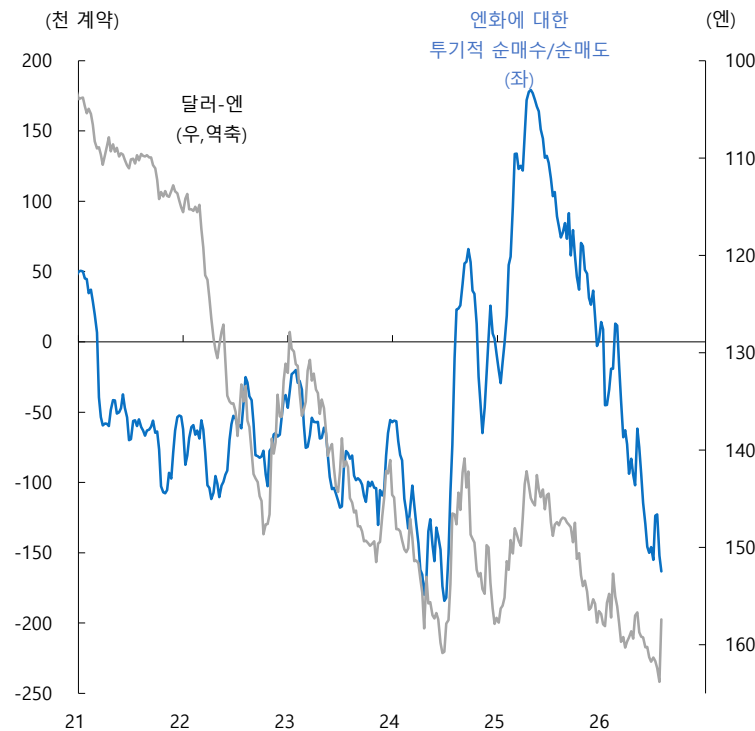


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미-일 외환당국의 외환시장 공조 지속 예상

- 카타야마 사츠키 일본 재무상이 엔화 가치 방어를 위해 미국 정부와 공동 대응에 나섰다는 내용을 발표할 예정. 이 같은 발언은 일본 정부가 이미 외환시장에 개입했고 개입을 지속할 것임을 외환시장에 시사한 것임
- 단기적으로 엔 약세에 베팅했던 투기적 순매도 포지션의 일부 청산으로 엔화 강세 폭이 확대될 수 있음

<그림> 엔 추가 약세에 베팅하던 엔화에 대한 투기적 순매도 포지션이 일부 청산될 수 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 캠프 데이비드에서 열린 내각회의 도중 카메라에 잡힌 외환시장 개입을 시사하는 베센트 재무장관 메모

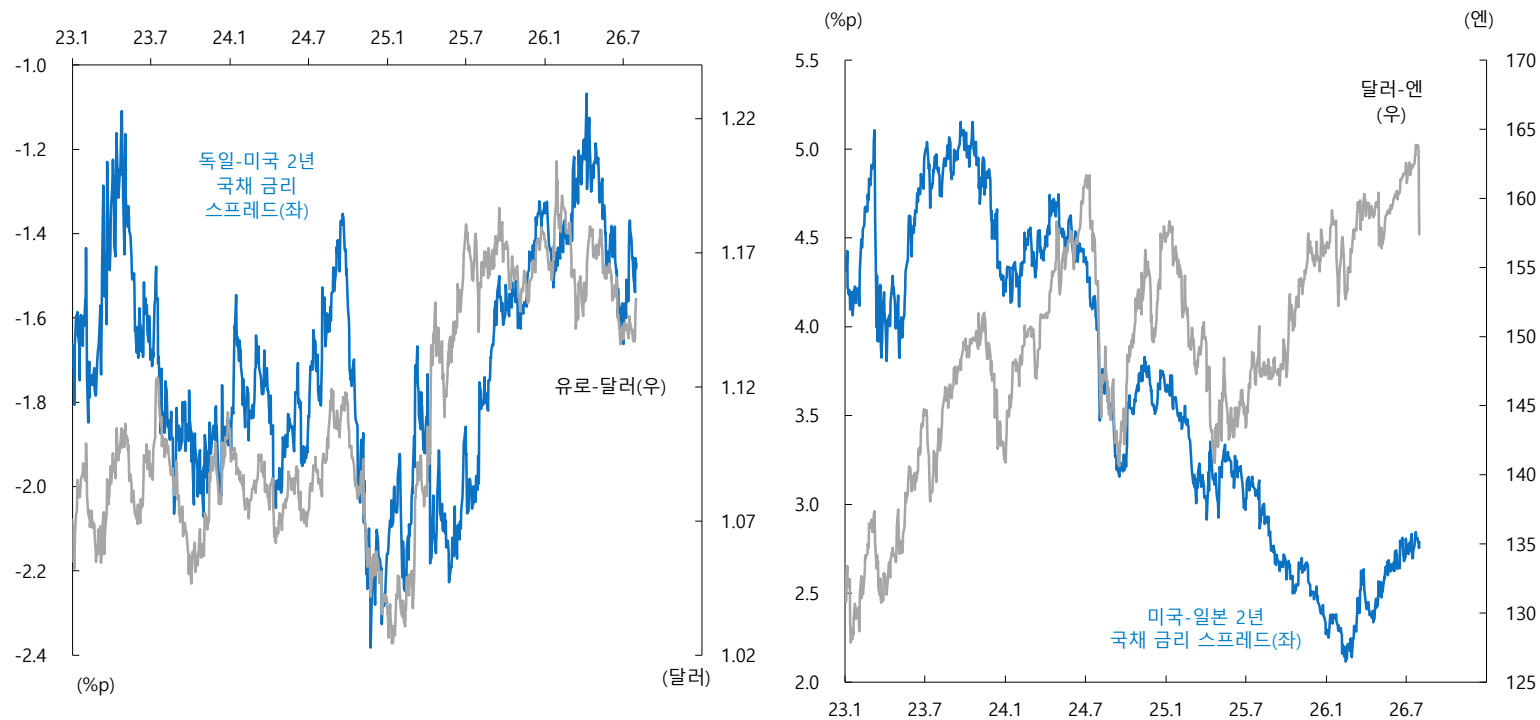


자료 : 이데일리, CEIC, iM증권 리서치본부

일본은행의 9월 추가 금리인상 가능성도 엔 추가 강세 재료

- 유로-미국간 2년 금리 스프레드가 안정세를 보이고 있는 가운데 미국-일본간 금리 스프레드 역시 9월 일본은행의 추가 금리인상 등으로 스프레드가 축소될 수 있음. 이는 엔 추가 강세 압력으로 작용할 것임
- 베센트 장관이 오는 8월 31월~9월 1일 주요 20개국 재무장관 및 중앙은행 총재회의에서 일본은행 총재를 만나기를 기대한다고 밝힌 것은 미국측이 일본은행에 추가 금리인상을 간접적으로 압박하고 있음을 에둘러 표현한 것으로 해석됨

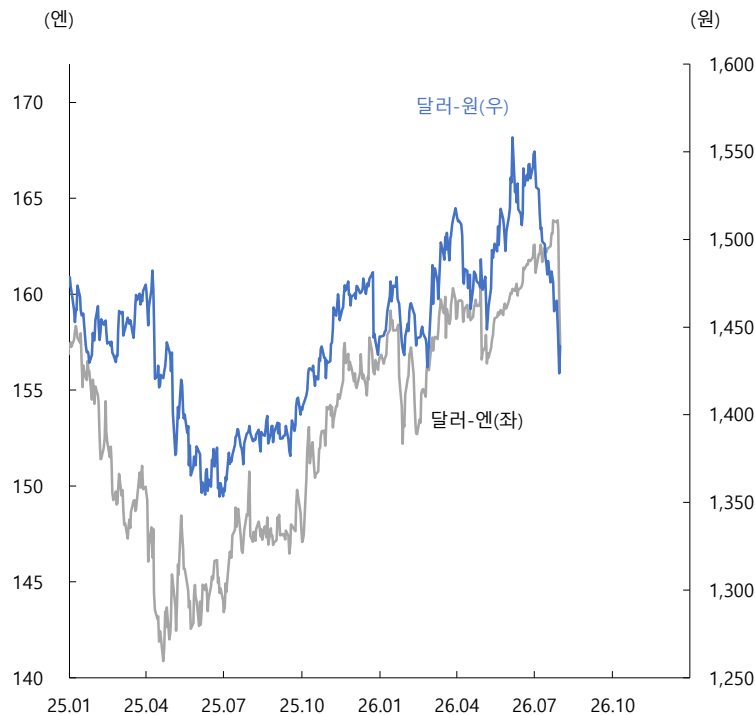
<그림> 유로-미국 및 미국-일본간 2년 국채 금리 스프레드, 미국-일본간 2년 국채 금리 스프레드는 일본은행이 9월 추가 금리인상 단행 시 축소될 듯



원-엔 동조화 강화 속에 원-엔 동반 강세 예상

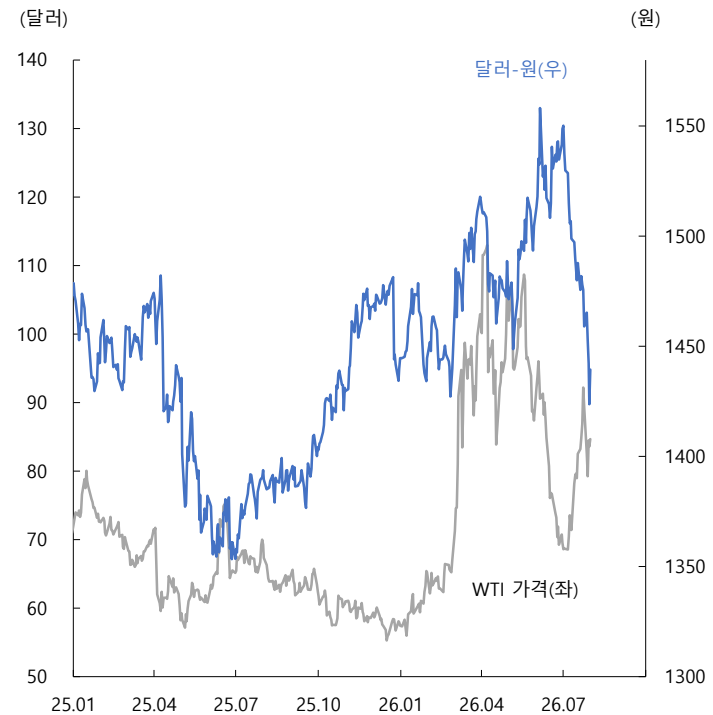
- 미국-일본은 물론 한국도 이번 외환시장 공조에 참여하는 등 한-미-일 외환시장 개입이 강화된 것은 이례적임. 이는 일본과 한국의 대미 투자를 이행하기 위한 미국측의 지원 성격으로 풀이됨. 만약 원화 및 엔화 가치 불안이 지속될 경우 약속했던 한국과 일본의 대미 투자가 원활하게 이루어지지 않을 수 있는 위험이 잠재해 있기 때문임. 동시에 원화 및 엔화 가치가 안정세를 유지해야 올해 약속한 대미 투자가 이행되더라도 한-일 외환시장이 불안이 증폭되지 않을 수 있음
- 이란발 리스크도 진정된다면 원-엔 동반 강세 현상이 강화될 수 있음

<그림> 원-엔간 동조화 현상 강화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 유가 안정 시 달러-원 추가 하락 모멘텀으로 작용



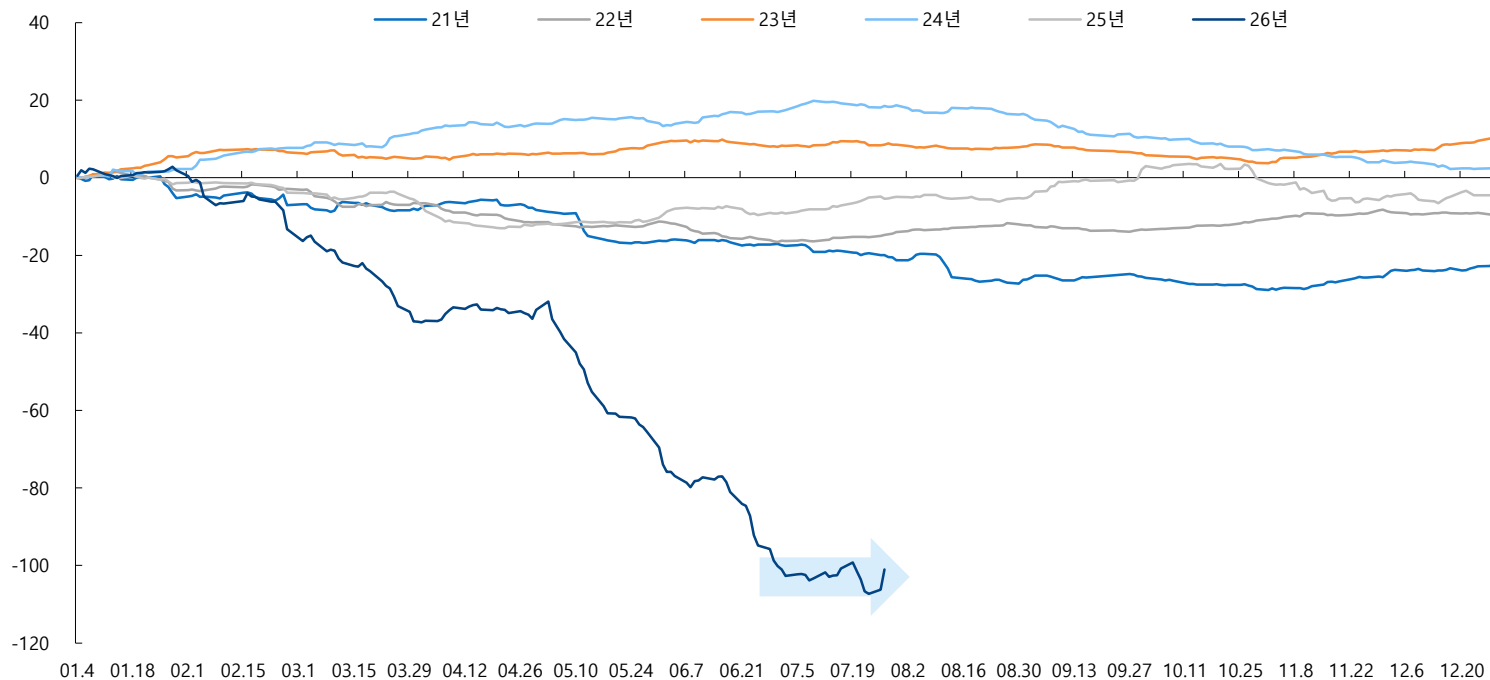
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

7월 들어 외국인의 국내 주식 순매도 규모 축소 분위기 : 리밸런싱 마무리 기대

- 슈퍼 엔저와 외국인의 공격적 주식 순매도에 따른 수급 부담이 원 약세 압력으로 작용했지만 이들 변수 영향력이 하반기 약화될 것으로 전망

<그림> 상반기 원화 약세의 주된 요인이었던 외국인의 리밸런싱 주식 매도 압력이 하반기 완화된 것으로 예상

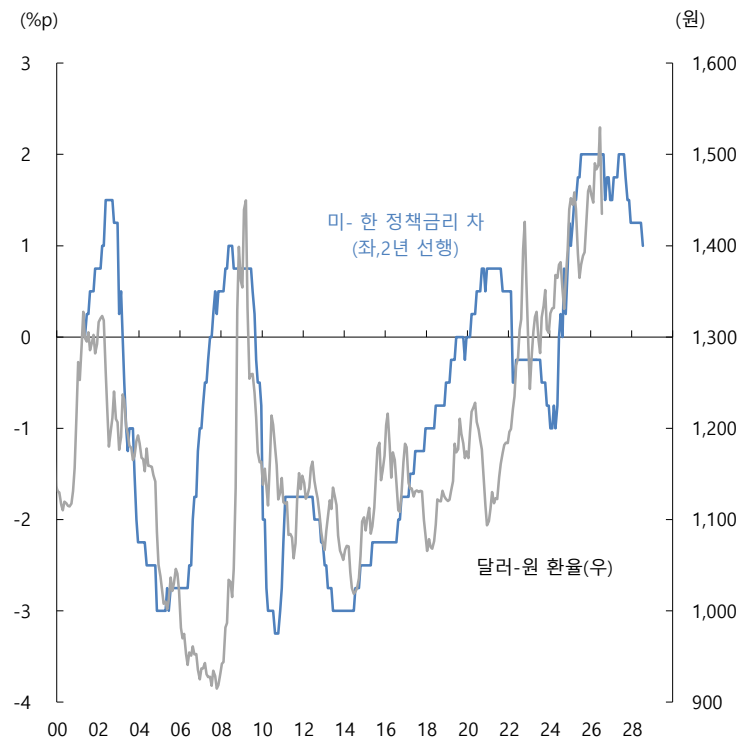
(연초이후 누적, 10억 달러)



8월 SK 하이닉스 ADR 상장에 따른 환전 물량과 8월 국내 추가 금리인상 등은 달러-원 환율의 추가 하락 요인

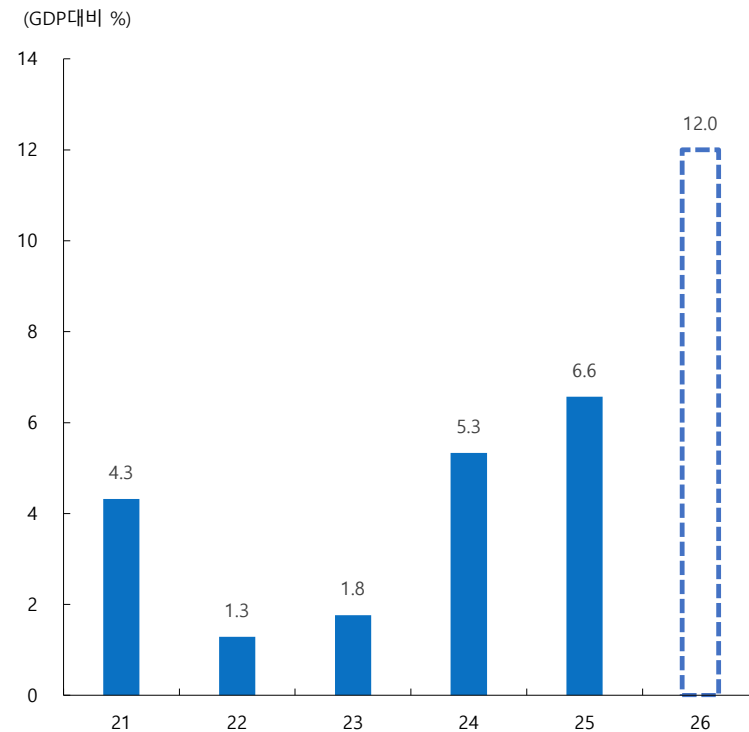
- 8월 중 SK하이닉스 ADR 환전 물량 추가로 나올 수 있고 무역수지 흑자 규모 급증도 달러 수급 개선 요인
- 또한 금통위에서 8월 추가 금리인상 가능성도 원화 강세 재료

<그림> 한-미간 금리 스프레드와 달러-원 환율



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 올해 국내 경상수지 흑자 규모는 GDP 대비 12%를 상회할 듯



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

경상수지 및 반도체 슈퍼 사이클에 기반한 수출 호조도 3분기 원화 강세 재료임

- 3분기 외국인 주식 순매도 현상이 진정된다면 달러-원 환율은 경제 펀더멘탈을 반영하면서 추가 하락할 것으로 전망함
디스인플레이션 가시화 속 미 연준 금리정책 불확실성 해소 그리고 주춤해질 것으로 기대하는 슈퍼 엔저 현상을 고려하면 3분기 달러-원 환율은 1,400원선까지 하락할 것으로 전망함

<그림> 경상수지 흑자 급증으로 달러 수급 여건 개선 기대



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 하반기에도 강력한 수출 모멘텀은 지속될 것임



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.