

다시 쓰는 청구서



2026.08.25

서동화 경제

02-709-2664
donghwa.seo@ds-sec.co.kr

Executive Summary



미국 정책금리는 연말 3.50~3.75%에서 동결될 것으로 전망한다. 연준이 멈춰도 10년물 금리는 따로 오를 수 있다. 고용과 서비스물가는 연준이 서둘러 인하할 만큼 약하지 않다. 재무부의 단기물 운용과 바이백은 거래 마찰을 낮출 수 있지만 순재정공급을 없애지는 못한다. 발행은 늘었고 흡수력은 아직 버티지만 장기금리의 핵심은 마지막 듀레이션을 받아 줄 자본의 가격이다. 경매 부진과 달러 낙찰, 채고, 레포 조달과 호가 깊이가 함께 악화되면 장기금리 재상승 판단을 강화한다.

한국은행은 8월 27일 기준금리를 3.00%로 올리는 25bp 인상을 예상한다. 근원물가와 기대물가, 주택가격과 가계신용은 추가 긴축의 근거다. 원화 강세는 수입물가 부담을 낮추지만 금융불균형을 지우지는 못한다. 최근 원화 강세는 일부 되돌려질 것으로 보며 원/달러는 연말 1,440원, 1,410~1,470원 범위를 전망한다. 연말 금리경로는 국내 성장, 물가, 금융안정 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호를 함께 확인해 판단한다. 성장과 고용의 하방 위험이 커지고 금융안정 부담이 낮아지면 8월 인상 예상을 동결로 바꾼다.

GPU시간은 전력처럼 쓰지 않으면 소멸하는 용량이다. 온디맨드 현물에는 고객이 사용량과 GPU 세대를 바꿀 수 있는 선택권이 붙는다. 현물가의 일부는 순수 컴퓨트 값이 아니라 온디맨드 선택권 프리미엄으로 해석한다. 장기약정은 고객의 선택권을 줄이는 대신 공급자의 판매단가와 예약물량을 확정한다. 가동률이 이미 높다면 12개월 할인은 유휴시간 감소보다 판매물량을 미리 확정하려는 공급자의 헤지 수요를 더 강하게 반영할 수 있다. 특정 날짜의 스냅샷임에도 불구하고 선물 상장 가격 변동에 대한 힌트를 얻을 수 있다.

현재 물량은 가격보다 빠르게 늘고 있다. 6월 3일부터 8월 22일까지 7일 평균 토큰 혼합 단가는 48.5% 낮아졌지만 OpenRouter 공개 처리량은 168.0% 늘었고 일별 단가와 물량을 먼저 공급해 만든 총지출 방향 프록시는 38.1% 상승했다. 운영비는 PPA나 전력선물로, GPU 판매단가는 장기계약이나 컴퓨트 선물로 각각 잠글 수 있다. 각 계약의 지역, 기간, 가동률이 실제 지수가 잘 반영해야 유용한 헤지 수단이 되고 장기 계약의 벤치마크가 될 수 있을 것이다. 미래 현금흐름을 안정적으로 추정할 수 있다면 AI Capex 투자에 있어서 장기조달 부담을 낮추거나 레버리지를 늘릴 여지가 생긴다. 따라서 상장 이후 시장의 활성화 측면을 눈여겨보아야 할 것이다.

Con- tents

Overview 4

서로 다른 가격이 보여주는 현재 위치
세 가지 투자 판단
연말 전망

제1부. 미국과 한국의 금리, 환율 전망 8

1. 미국 성장과 고용
2. AI 생산성과 설비투자
3. 물가와 연준
4. 국채 발행과 장기금리
5. 시장 유동성과 신용
6. 한국 성장, 금통위와 원/달러

제2부. AI 투자와 컴퓨트 선물 47

1. 기간요율에서 발견한 세대별 차이
2. 사용량이 단가 하락을 웃돌았다
3. 전력과 접속 제약
4. 컴퓨트 선물의 안착 조건
5. 헤지와 프로젝트금융
6. 금리, 원/달러, AI 투자 판단

Overview

서로 다른 가격이 보여주는 현재 위치

미국은 동결, 한국은 8월
25bp 인상 예상,
원/달러 연말 전망은
1,440원

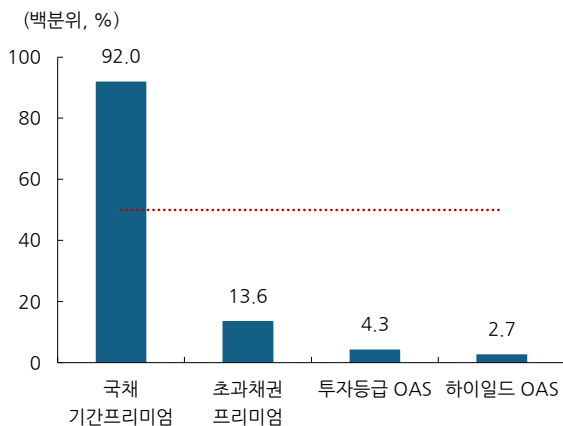
미국 정책금리는 연말 3.50~3.75%에서 동결될 것으로 전망한다. 고용 둔화가 해고와 소비 위축으로 번지면 인하 가능성이 커진다. 반대로 서비스물가와 임금, 에너지 비용이 다시 오르면 인상 위험을 점점한다.

한국은행은 8월 27일 기준금리를 3.00%로 올리는 25bp 인상을 예상한다. 연말 경로는 국내 성장, 물가, 금융안정 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호를 함께 확인해 판단한다. 성장, 고용 하방이 커지고 주택, 가계신용, 환율 부담이 낮아지면 8월 인상 예상을 동결로 바꾼다.

원/달러는 연말 1,440원, 1,410~1,470원 범위를 전망한다. 최근 원화 강세를 만든 대형 달러공급이 잦아든 뒤 거주자의 해외투자 수요가 다시 드러날 것으로 본다. 수출대금의 현물환 전환과 기관 환헤지가 예상보다 커지면 전망을 낮춘다.

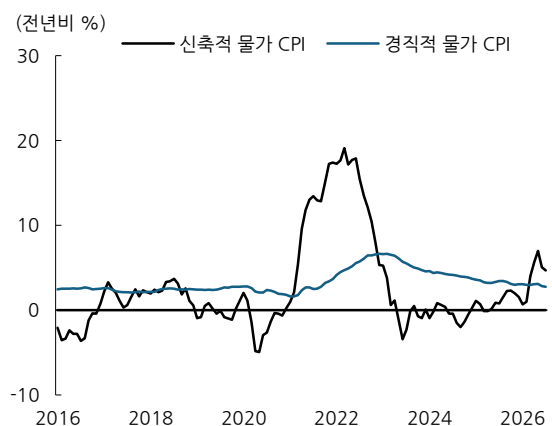
AI 투자는 GPU 가격만으로 판단하지 않는다. 전력 접속, 고객계약, 실제 거래와 대출조건을 차례로 확인한다. 컴퓨트 선물의 추가 매출과 차입효과는 반복 거래와 비용 후 헤지성고가 확인된 뒤에만 반영한다.

그림1 재정과 신용의 위험프리미엄 백분위



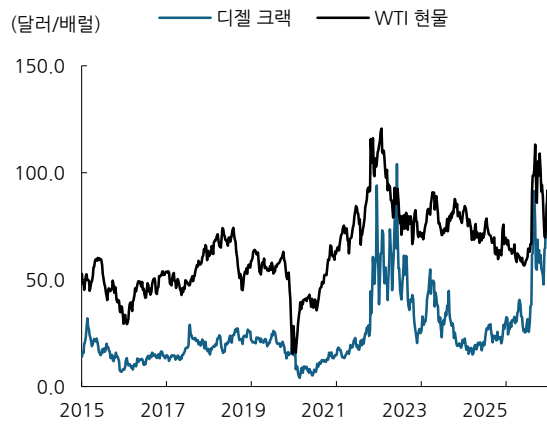
자료: New York Fed ACM, FRED, EBP, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 기간프리미엄, EBP, IG/HY OAS의 표본 내 백분위. 월, 일 자료 혼합, 2026년 8월 기준

그림2 경직적 물가와 신축적 물가



자료: Atlanta Fed, FRED, DS투자증권 리서치센터
주: 전년동월비와 최근 5년 백분위, 2016년 1월 이후 월간

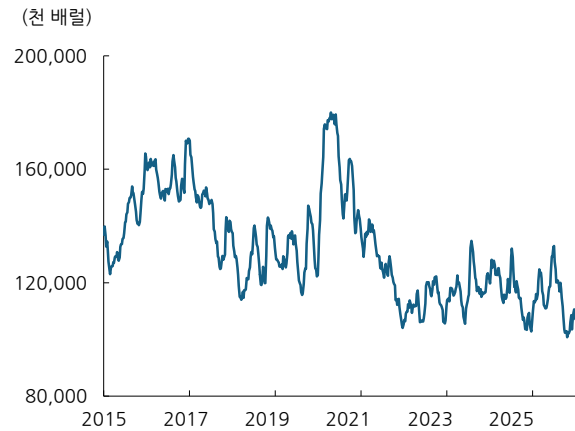
그림3 디젤 크랙과 원유



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 8월 7~11일 기준

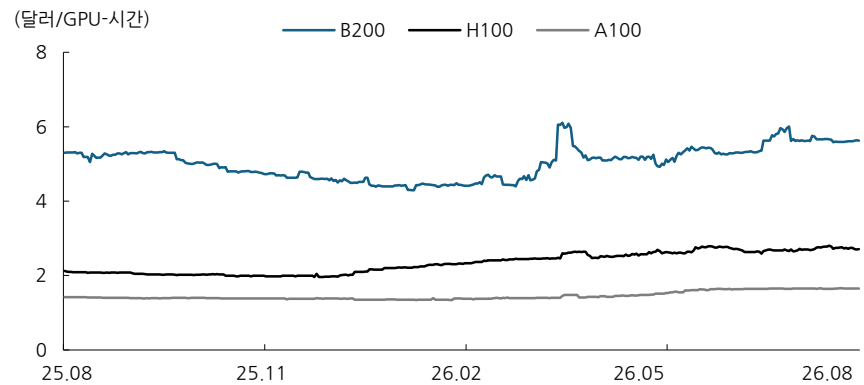
그림4 미국 정제유 재고



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 8월 7~11일 기준

그림5 세대별 GPU 시간당 임대가격



자료: 자체 시장호가 집계, DS투자증권 리서치센터

주: B200은 2025년 7월 31일 이후, 기타 세대는 2024년 9월 이후

세 가지 투자 판단

전망 숫자와 판단을 바꾸는
조건을 함께 봄

미국은 정책금리 동결과 장기금리의 독자적 상방위험을 함께 본다. 고용, 임금총액, 실질소비가 같이 꺾이면 동결 전망을 인하 쪽으로 바꾼다. 장기금리는 재정과 수급 때문에 정책금리보다 늦게 내려갈 수 있다.

한국은 8월 25bp 인상을 예상하며, 원/달러 연말 전망은 1,440원이다. 연말 금리경로는 국내 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호를 함께 확인한다. 현물환 달러공급이 늘면 환율 전망을 낮춘다.

AI 인프라는 가동 가능한 전력과 장기 고객계약이 매출의 선행조건이다. 상장 공지만으로 금융효과를 넣지 않으며 실제 거래, 헤지성과, 대출약정이 확인돼야 투자전망을 높인다. 전력 접속일이 미뤄지면 장비 보유량과 무관하게 매출 시점도 늦춰 잡는다.

연말 전망

기준경로와 전망을 바꾸는
조건을 한 표에서 확인

미국은 실질성장률 1.7~2.1%, 4분기 근원 PCE 2.7~3.0%, 정책금리 3.50~3.75%를 전망한다. 저채용이 해고와 소비 감소로 번지는지가 하단을 가른다. 서비스물가가 물가 상단을, 고용과 소비가 성장 하단을 결정한다.

한국은 실질성장률 3.2% 안팎, 소비자물가 2.8~3.1%, 연말 기준금리 3.00%를 전망한다. 원/달러 연말 전망은 1,440원, 1,410~1,470원 범위다. 수출 회복이 민간고용과 내수로 번지지 않으면 성장률은 하향 조정한다.

GPU는 세대, 지역, 계약조건이 달라 하나의 목표가격을 제시하지 않는다. 같은 조건의 체결가격과 이용률, 계약갱신률이 쌓이기 전에는 게시호가 차이를 수요나 공급의 효과로 해석하지 않는다. 투자 판단은 게시가격이 아니라 계약 셀별 현금흐름으로 내린다.

남은 일정은 전망을 바꾸는 조건과 연결해 본다. 한국은행과 FOMC는 금리경로를, 미중 일정은 위안화와 반도체 심리를, 호르무즈 통항은 공급비용을 움직일 수 있다. 일정 전후의 데이터가 이 조건을 충족하는지 확인한 뒤 기준경로를 바꾼다.

표1 연말 전망

변수	기준 전망	판단을 바꾸는 조건
미국 정책금리	3.50~3.75%	서비스물가, 임금, 에너지가 재가속하면 인상 논의 재개. 고용, 임금총액, 실질소비가 함께 꺾이면 인하 개시
한국 기준금리	3.00%	국내 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호가 예상과 다르면 경로 재검토
USD/KRW	1,410~1,470원	외국인 자금의 현물환 전환과 기관 환헤지가 확대되면 하향. 미 금리, 유가, 해외투자 달러수요가 겹치면 1,500원 상회
미국 실질성장률	1.7~2.1%	저채용이 해고와 소비감소로 번지면 하향
미국 4분기 core PCE	2.7~3.0%	임대료와 서비스가격 둔화가 이어지면 하단. 물류, 정제품, 임금 전가가 커지면 상단
한국 실질성장률	3.2% 내외	KDI 8월 수정전망(3.2%) 기준. 반도체 수량과 민간고용, 비반도체 투자가 함께 늘면 상회
한국 소비자물가	2.8~3.1%	유가, 환율, 공공요금의 전가 정도가 상단을 결정

자료: FRED, 한국은행, DS투자증권 리서치센터

표2 주요 이벤트 캘린더

날짜	이벤트	체크포인트	전망
8월 27일	한국은행 금통위	결정문 우선순위, 가계대출, 환율, 물가 언급	당사는 25bp 인상을 예상. 연말 경로는 국내 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호를 확인
8월 27~29일	Jackson Hole	의장 연설, 반응함수 언급 여부	반응함수 변화 확인 시에만 금리경로 조정
9월 15~16일	FOMC, SEP	8월 고용, 물가, 점도표, 기자회견	기대인플레이 상승 시 인상 논의 재개, 고용 급락 시 인하 논의 개시
9월 24일	미중 정상회담(워싱턴)	AI 위험관리, 지식재산, 관세, 회토류, 대만 문구	실무 합의 시 위안, 반도체 심리 개선, 연기 시 재가격
11월 3일	미국 중간선거	개표 결과, 재정, 관세 공약	분점 시 정책 집행 둔화, 단일당 시 변동성 확대
상시	호르무즈 통항, 협상	PortWatch 7일 평균 통항, 보험료, VLCC 운임, 디젤 크랙	통항, 보험 동반 정상화 시 공급비용 위험 하향

자료: Federal Reserve, 한국은행, PortWatch, DS투자증권 리서치센터

주: 일정은 2026년 8월 24일 기준

제1부. 미국과 한국의 금리, 환율 전망

1. 미국 성장과 고용

생산 견조, 신규 고용 창출력 약화

고용은 둔화했지만
실질소비 붕괴는
아직 확인되지 않음

미국 경제에서 식고 있는 것은 새 일자리를 만드는 힘이다. 2분기 실질 GDP가 연율 1.5% 증가에 그치는 동안 민간 국내최종수요는 3.9% 늘었다. 총량 둔화의 상당 부분은 정부와 순수출이 만든 구성효과다. 반면 7월 비농업고용은 2만3천 명 줄었고 앞선 두 달 수치까지 하향 수정되며 고용 쪽 신호는 총량보다 먼저 꺾였다. JOLTS가 가리키는 것도 대량해고보다는 채용과 해고가 함께 낮게 눌린 저회전 노동시장에 가깝다.

이 조합은 전형적인 경기침체보다 기존 인력과 자본의 이용도를 끌어올리면서 신규 채용만 줄이는 성장에 가깝다. 생산성 향상과 높은 자본비용, 자동화 투자가 모두 같은 방향으로 작동해 같은 산출을 더 적은 신규 고용으로 만들어내기 때문이다. 세 요인의 상대적 기여는 현재 자료에서 식별되지 않는다. 총임금과 근로시간, 신규공고와 해고의 순서가 이를 결정할 것으로 판단된다.

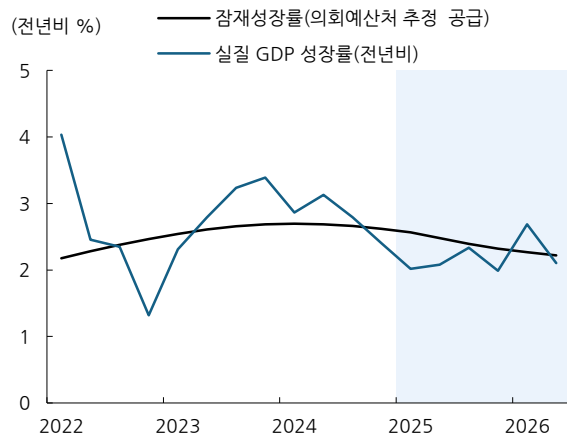
미국 경제성장률의 기본 전망 밴드는 1.7~2.1%로 설정한다. 이 구간의 하단 밴드를 하향 조정하는 기준은 비농업 고용, ADP 민간 고용, 연방 세수 원천징수세액, 실질 카드 승인 소비 등 핵심 실물 지표가 동반 둔화세를 보일 때로 한정한다. 출처가 상이한 4개 데이터 계열이 동시에 하락 반전할 경우, 이는 표본 오차라기보다 총수요의 구조적 둔화를 의미하기 때문이다. 민간 최종 수요와 명목 총임금이 견조한 흐름을 유지하는 한 경기 침체는 메인 시나리오의 기본 경로가 아니다.

가계: 평균은 건전, 한계 차주에 부담 집중

가계 순자산은 높지만
소득과 소비는 계층별로
갈림

6월 개인저축률은 2.7%로 낮아졌지만 가계 순자산과 부채상환비율은 위기 국면과 거리가 있다. 평균 가계의 대차대조표보다 먼저 약해지는 쪽은 저소득층과 임차가구, 학자금·자동차대출 차주의 월별 현금흐름이다. 소비 전망은 결제액과 연체율, 신용한도 소진율을 중심으로 본다.

그림6 실질 성장률과 잠재성장률



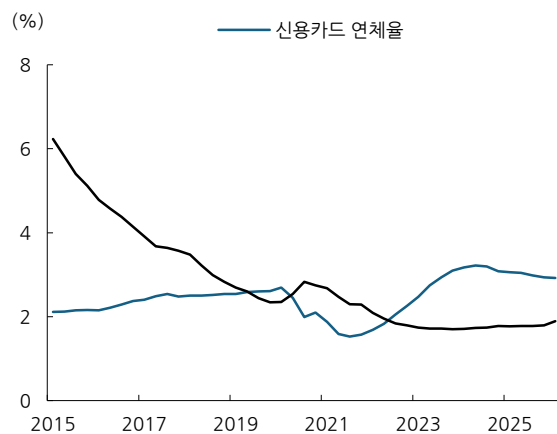
자료: BEA, CBO, FRED, DS투자증권 리서치센터
주: 2022년 이후 분기

그림7 미국 가계 부채상환비율



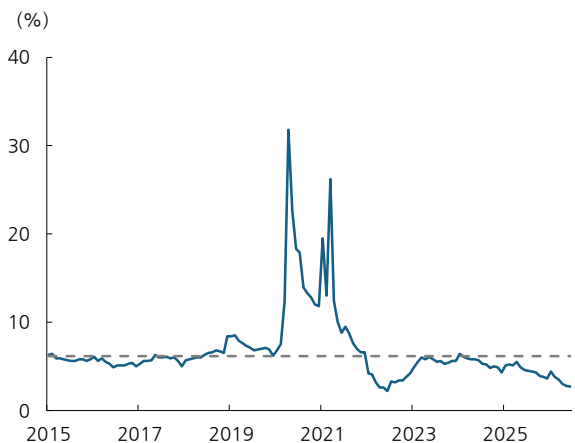
자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

그림8 미국 가계 연체율



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

그림9 미국 개인저축률



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터
주: 2026년 6월 기준

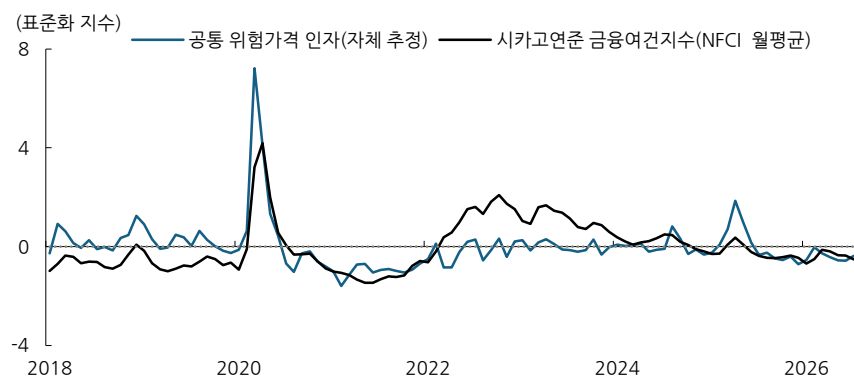
가계와 기업: 총량보다 현금흐름

자산저량보다 소득흐름과
취약가계 현금흐름이 우선

기업이익과 가계 순자산이 견조해도 신규채용과 근로시간이 둔화하면 취약가계의 소득은 먼저 약해진다. 기업은 재고와 인원을 줄여 마진을 방어할 수 있지만 가계는 저축과 회전신용으로 소비를 잇는다. 원천징수세액과 총임금, 카드 결제, 연체가 같은 방향으로 꺾이는지가 기준경로의 전환 조건이다.

낮은 재고비율과 높은 기업이익, 안정된 스프레드는 전면 침체를 부정한다. 반면 신규채용과 취약가계 지표가 함께 나빠지면 평균보다 분포가 먼저 위험 신호를 낸다. 원천징수세액과 카드 결제, 연체가 동반 둔화할 때 성장률 하단을 낮춘다.

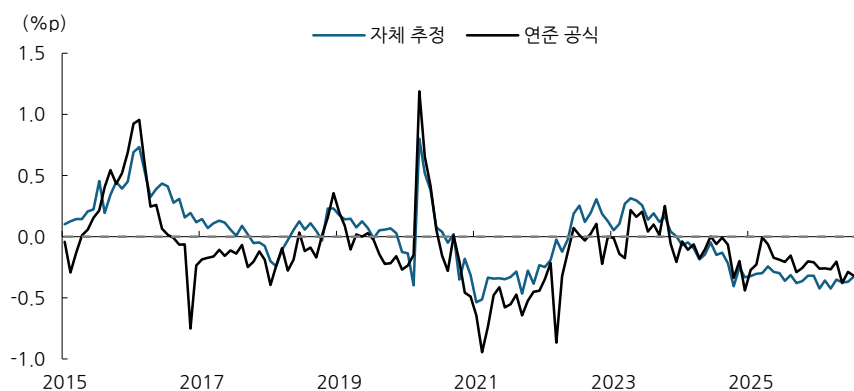
그림10 미국 금융여건과 공통 위험요인



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: NFCI와 Kalman 동적요인모형 표준화지수, 2018년 1월~2026년 7월

그림11 연준 공식 초과채권프리미엄과 자체 방향지표



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 자체 추정치는 공식 GZ, EBP의 대체값이 아니라 신용환경의 방향을 확인하는 보조지표

2.AI 생산성과 설비투자

AI 투자비는 먼저 잡혔고
생산성 편익은 아직
확인 중

AI 관련 비용은 이미 기업과 거시 지표상에 즉각 반영되고 있으나 이에 따른 경제적 편익은 아직 실질적인 수익이나 현금흐름으로 온전히 회수되지 못하고 있다. 투자 자체는 국민계정의 설비, 소프트웨어 투자와 기업 현금흐름에 그대로 잡히는 반면 생산성 개선은 같은 속도로 따라오지 않았기 때문이다. 노동생산성이 부분적으로 반등하기는 했으나, 다요소생산성과 가동률을 조정한 효율 지표에서는 1990년대 IT 확산기에 비견할 가속이 확인되지 않는다. 비용은 장비를 사는 시점에 발생하고 편익은 조직이 기술을 실제 업무에 통합한 뒤에야 드러나므로 두 장부의 시계가 어긋나 있는 셈이며, 지금 AI 투자의 손익은 그 시차가 얼마나 길게 이어지느냐에 달려 있다.

집계에서 보이지 않던 효과가 개인과 과업 단위로 좁히면 분명하게 나타난다. 콜센터와 문서작성, 코딩처럼 업무가 정형화되고 정답을 확인하기 쉬운 영역에서는 처리 시간이 줄고 품질이 올라갔다. 특히 익숙한 과업에서 저숙련자의 성과를 크게 끌어올렸다. 그러나 효과의 크기는 업무와 숙련도에 따라 달랐다. 모델의 지식 경계를 벗어난 문제나 맥락이 복잡한 실제 개발업무에서는 성과가 줄거나 작업시간이 늘어난 연구도 있다. 사람 단위의 평균 개선치를 경제 전체 생산성으로 옮기려면 그 업무가 차지하는 범위와 결과를 확인하는 검증비용부터 계산해야 한다.

개인 차원의 효용 증대가 국가 거시 통계로 온전히 합산되지 못하는 데에는 세 가지 구조적 마찰 요인이 있다. 먼저 AI로 줄일 수 있는 과업이 전체 부가가치에서 차지하는 비중 자체가 크지 않을 수 있어, 그 과업의 절감률이 아무리 커도 비중을 곱하는 순간 최종 숫자가 작아진다. 다음으로 기업은 모델 사용료 외에 데이터 정비와 보안, 검증, 업무절차 재설계와 직원 교육에도 돈을 쓰기 때문에 절감분의 일부가 도입비용으로 다시 나간다. 마지막으로 효과가 큰 기업과 그렇지 않은 기업의 격차가 넓으면 평균 생산성에는 뒤늦게 반영된다. 새 기술이 개인의 시간을 아껴줘도 그 시간이 추가 생산과 매출로 이어지지 않으면 기업 이익과 국민계정에는 남지 않는다.

생산성 편익이 늦게 잡혀도 AI 투자는 이어질 수 있다. 기술 주기가 짧고 선두 사업자의 현금흐름이 강한 곳은 다음 세대 모델과 전력, 데이터센터 용량을 먼저 확보하는 편익을 자본비용보다 크게 본다. 높은 금리는 투자 방향보다 내부현금이 있는 사업자와 장기계약이 악한 프로젝트의 격차를 벌린다.

고금리 환경은 사업자 간 생존 격차를 벌리는 핵심 변수

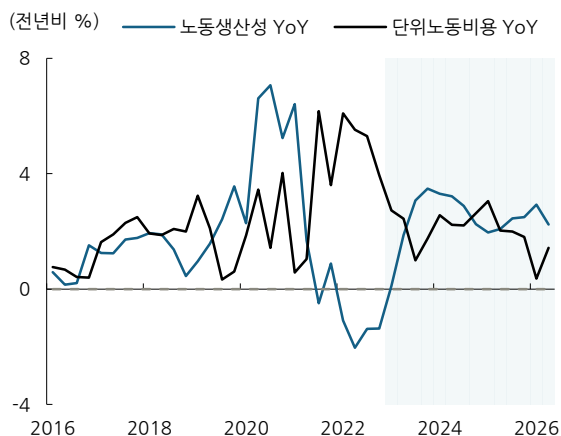
내부현금으로 투자하는 대형 플랫폼과 외부조달에 의존하는 프로젝트의 차이는 커진다. 장기 고객계약과 전력접속이 확정되지 않은 사업자는 이자와 감가상각을 먼저 부담한다. AI 수요가 강해도 신용과 잔존가치는 사업자마다 달라진다.

생산성은 매출, 자본효율, 이용률의 실증으로 판단

AI 생산성은 모델의 장부에서 확인할 수 있다. 기업 단위의 매출/자본지출과 서비스 이용률, 계약갱신률, 시간당 산출, 다요소생산성이 한 방향으로 움직이는지가 판단 기준이다. 비용절감 뒤에도 매출과 생산성이 따라오지 않으면 편익은 기업에 남지 않고 고객에게 가격하락으로 넘어갔을 공산이 크다. 반대로 생산성과 매출이 투자비용을 따라잡으면 지금의 높은 자본지출은 과잉이라기보다 선행투자로 재평가된다. 이 지표들이 AI 생산성, 고용, 금리와 GPU 수익성을 함께 판정한다.

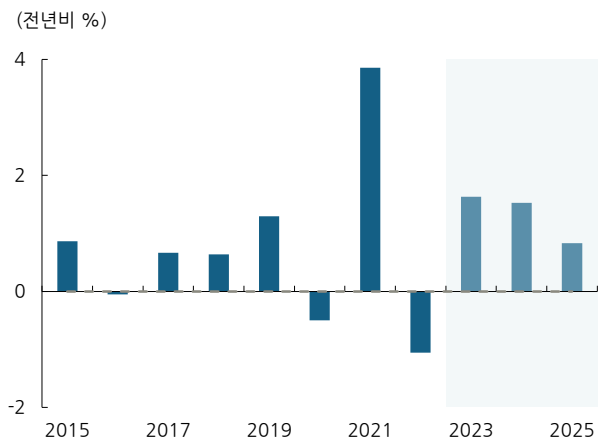
기술이 바뀌는 시기의 노동자는 생산성을 올리라는 압력과 뒤처질지 모른다는 두려움을 함께 받는다. 투자가 늘어 경기가 좋아져도 임금 인상을 요구하기보다 자기 자리를 지키는 쪽을 택하며, 그 불안은 개인이 부담하는 AI 서비스 지출로 먼저 나타난다. 1990년대 후반 인터넷 도입기에도 같은 일이 있었다. 생산성은 뛰는데 임금 상승은 한참 뒤에야 따라왔고, 당시 연준 의장은 고용 불안이 임금 요구를 누른다고 설명했다. 지금 임금총액이 버티면서도 신규채용이 약하고 임금 상승률이 가속하지 않는 조합은 이 틀로 보면 자연스럽다. 물가에는 하방, 기업이익에는 상방으로 작용하며, 연준이 서둘러 올릴 이유를 줄이는 쪽이다.

그림12 비농업 노동생산성 vs. 단위노동비용



자료: BLS, FRED, DS투자증권 리서치센터

그림13 다요소생산성(TFP)



자료: BLS, FRED, DS투자증권 리서치센터

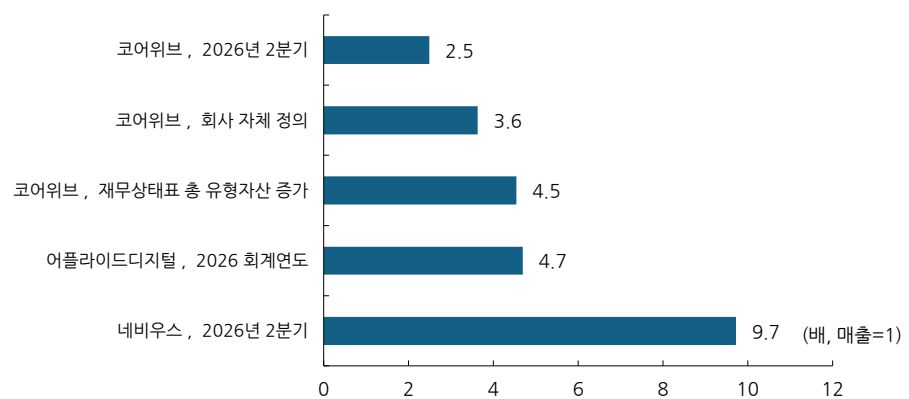
기업 간 차별화: 가격 전가력과 만기 구조

AI 인프라 기업은 계약과 부채만기에 따라 신용위험이 갈림

매크로 전반의 기업 이익이 개선되더라도 자본집약도가 높고 특정 고객 의존도가 큰 신흥 AI 인프라(네오클라우드 등) 기업의 실질 손익 구조는 완전히 다른 양상을 보인다. 조정 EBITDA 기준으로는 흑자를 기록하더라도, 막대한 Capex에 수반되는 감가상각비와 대규모 차입금에 따른 이자비용을 차감하고 나면 최종 바텀라인은 대규모 손실로 귀결되기 때문이다.

따라서 이들 기업의 실질적인 신용위험은 표면적인 매출 성장률이 아니라, 장기 오프테이크(Off-take) 등 고객 계약의 질적 안정성과 차환이 집중된 부채 만기 구조에 의해 결정된다.

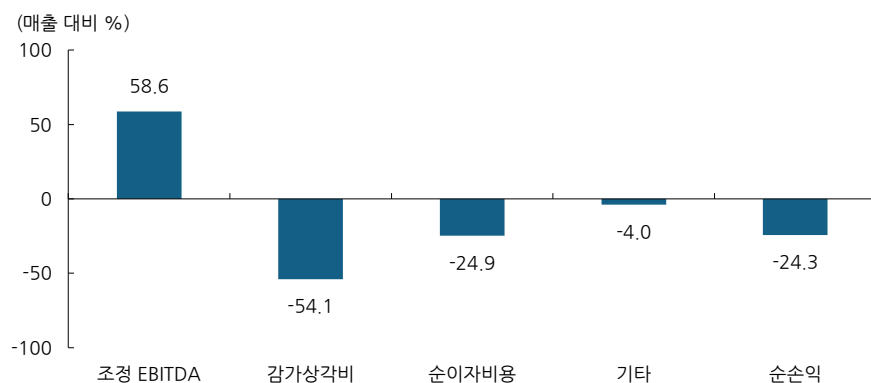
그림14 네오클라우드의 설비투자 강도



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 현금 CAPEX/매출(배), 2026년 2분기 또는 최근 연간

그림15 코어위브의 2026년 2분기 마진 구조



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

주: 매출 대비 조정 EBITDA, 감가상각무형자산상각, 순이자, 기타 비용과 순손익(%), 2026년 2분기

3. 물가와 연준

물가 둔화 속 높은 비용곡선

소비자물가는 둔화해도
기업 비용은 높게 남아
있음

소비자 지불 가격은 하향 안정화되는 반면, 기업의 원가 부담은 여전히 지속되고 있다. 7월 Core CPI가 전월 대비 0.2%, 전년 대비 2.5%로 나오며 소비자 가격의 방향은 둔화를 가리킨다. 반면 식품, 에너지, 무역서비스를 제외한 생산자물가는 전월 대비 0.4%, 전년 대비 4.7%를 기록해, 같은 달에도 비용 쪽은 식지 않았다. 두 값의 속도가 떨어져 있는 동안에는 물가 둔화를 완결된 사실로 보기 어렵다.

물가가 서비스에 깊이 박혔다는 서사는 분해의 순서에서부터 데이터와 어긋난다. 가격 조정 빈도에 따라 구분한 경직적 물가는 2.76%로 최근 5년 백분위 기준 3백분위에 위치하며, 사실상 5년 내 최저 수준까지 둔화됐다. 반면 가격 변동 주기가 짧은 신축적 물가는 4.68%를 기록하며 여전히 과열된 양상이다. 물가 상방 압력이 구조적이고 지속성이 높은 항목에서 비롯됐다면 두 지표의 상대적 강도는 정반대로 나타났어야 한다. 지금 과열 양상을 보이는 쪽은 일시적 공급 충격이 해소되면 정상화되는 항목군으로 분류되는 만큼, 현재의 물가 상승 압력은 향후 자연스럽게 되돌려질 수 있는 일시적 요인에서 비롯된 것으로 판단된다.

헤드라인 지표만 유독 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 같은 맥락이다. 헤드라인 CPI 3.30%에 표준 근원 2.47%, 절사평균 CPI 2.60%, 중앙값 CPI 2.69%, 절사평균 PCE 2.23%가 붙어 모두 헤드라인보다 0.6~1.1%p 낮다. 중앙값(2.69%)과 절사평균(2.60%)이 표준 근원(2.47%)보다 오히려 높다는 점도 특기할 만하다. 근원 물가가 소수 이상치 품목 때문에 부풀려졌다는 해석을 데이터가 받쳐주지 않는다는 뜻이다. 데이터가 입증하는 실질적인 사실은 훨씬 명확하며, 근원 지표 내의 어떤 세부 측정치도 헤드라인 물가 수준에 미치지 못한다는 점에 국한된다. 즉, 최근 물가 상방 압력의 근원은 근원 바스켓 안이 아니라 근원에서 빠지는 에너지, 식품이다. 주거를 뺀 서비스 물가도 2.99%로 헤드라인을 밀치고 있어, 노동비용발 서비스 인플레이션은 이번 상승의 주범이 아니다.

근원 물가 내 어떤 세부 지표도 헤드라인 수준에 미치지 못하며, 상승 기여도를 분해하면 그 원천이 명확히 드러난다. 2026년 2월부터 5월 정점까지 헤드라인 물가가 2.43%에서 4.17%로 1.74%p 오르는 동안 에너지, 식품의 기여도는 1.50%p 확대됐다. 반면 핵심 서비스(0.19%p)와 핵심 재화(-0.04%p)의 기여는 미미해 상승분의 대부분이 한 곳에 집중됐다. 1~5월 WTI 유가가 배럴당 60.0달러에서 102.1달러로 70% 급등하며 CPI 에너지 항목 상승률이 23.0%까지 치솟은 결과다. 노동시장 과열 발 서비스 인플레이션이 아닌 유가 급등이 이번 물가 반등의 실질적 원인이다.

시계열로 바꿔 봐도 결과는 같다. 유가가 10% 오를 때 헤드라인 물가의 누적 반응은 3개월째 +0.14%로 정점을 찍고 6개월째까지만 유의하며, 7개월째부터는 신뢰구간이 0을 포함한다. 근원 물가는 어느 시계에서도 신뢰구간이 0을 벗어나지 못했고 최대치인 19개월째의 +0.08%조차 유의하지 않다. 충격은 빠르게 들어오고 빠르게 빠진다. 근원 물가는 정의상 에너지를 제외하므로, 결국 남은 핵심 쟁점은 항공료나 운송 서비스처럼 에너지 집약도가 높은 부문을 통한 2차 파급 효과의 발생 여부다. 그러나 실증 분석 결과 해당 경로를 통한 물가 전가는 단기와 중장기를 막론하고 어떤 분석 시계에서도 통계적으로 유의미하게 확인되지 않는다.

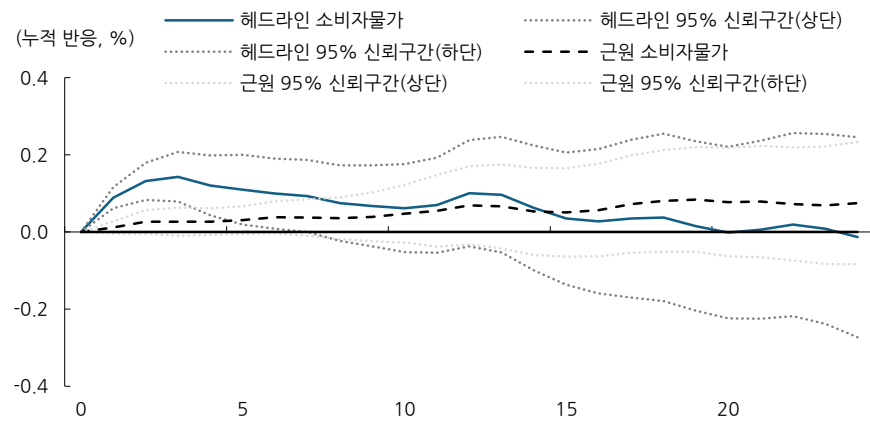
가장 실효성 있는 반론은 AI 인프라 구축 단계에서 찾을 수 있음

가장 실효성 있는 반론은 AI 인프라 구축 단계에서 나온다. 전력, 반도체, 인력의 병목이 물가를 구조적으로 밀어 올리고, 특히 전기요금 경로는 설비투자가 조절돼도 오래 남는다는 주장이다. 이 경로를 부정하지는 않되 위치를 한정한다. 소비자 전기요금은 에너지 서비스 항목으로 분류되어 근원 CPI 및 근원 PCE 물가지수 산출 시 정의상 제외된다. 따라서 전기요금 인상이 근원 물가로 전이되려면 다른 재화 및 서비스의 생산 원가에 반영되는 간접 전가 경로를 반드시 거쳐야 한다. 이러한 전이 경로의 실질적 파급력을 측정한 것이 앞서 도출한 충격반응함수이며, 현재 해당 파급 경로는 단기와 중장기를 막론하고 어떤 분석 시계에서도 통계적으로 유의미한 수준에 이르지 못하고 있다.

이에 대한 반증 조건은 명확하다. 에너지 가격 충격에 대한 근원 물가의 반응 계수가 유의미한 수준으로 확대되거나, 경직적 물가 상승률이 신축적 물가를 다시 상회하는 구조적 역전이 확인되면 일시적 충격이라는 기존 판단을 즉시 철회하고 전망 경로를 수정할 것이다. 그 전까지는 비용압력이 존재한다는 사실과 근원 인플레이션의 재가속을 구분한다.

다만 비용곡선이 높다는 사실도 전망에 반영해야 한다. 생산비가 높다고 반드시 소비자 가격으로 전가되지는 않으며 기업이 마진으로 흡수하기도 하고 계약 갱신이 늦어지기도 한다. 4분기 Core PCE 전망을 2.7~3.0%에 두는 것은 둔화 방향은 유지하되 정제품, 운임, 서비스비용의 2차 전가가 목표 복귀를 늦출 수 있다고 보기 때문이다.

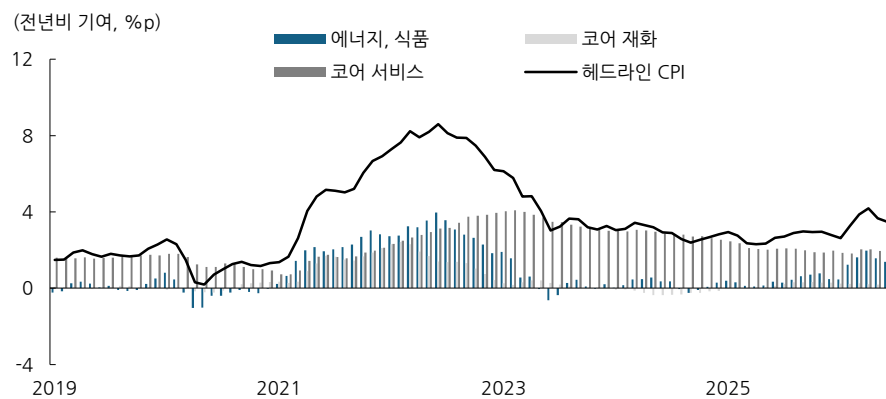
그림16 유가 충격에 대한 물가 반응



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: WTI 10% 충격에 대한 CPI 누적반응, Jordà 국소투영법, 1986~2026년 월간

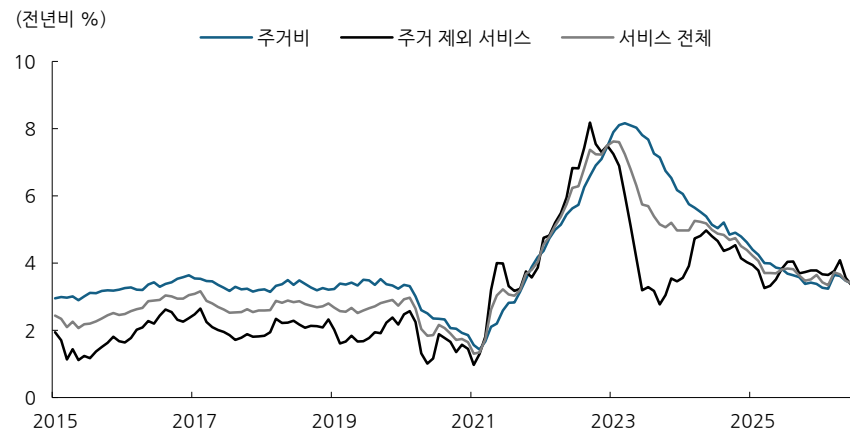
그림17 미국 소비자물가 상승률의 품목별 기여



자료: BLS, FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 최근 헤드라인 물가 상승분을 에너지, 식품, 주거비, 기타 서비스로 분해

그림18 주거비와 주거비 제외 서비스물가



자료: BLS, FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 서비스물가의 후행적 주거비 효과와 주거비 제외 압력을 분리

에너지 병목은 원유보다 정제품

에너지 병목은 정제품
재고와 정제, 물류비에서
드러남

지금 걸리는 곳은 정제 단계다. 원유재고가 평균에 가깝더라도 정제유 재고가 낮고 정제가동률이 높게 유지되면, 산업과 물류가 실제로 쓰는 디젤, 경유의 한계 가격은 높은 수준에 남기 때문이다. 원유 가격 하나만 보고 에너지 충격이 끝났다고 판단하면 이 병목을 통째로 놓친다. 그래서 정제품 재고와 디젤 크랙, 운임과 보험료를 함께 확인한다.

이 구분은 물가에서 끝나지 않고 기업 이익과 금리로 넘어간다. 유가가 안정돼도 디젤과 운임이 높게 남으면 운송, 산업, 유통 비용은 뒤늦게 내려오고, 그 부담을 마진으로 흡수할지 계약갱신 때 가격에 엮을지는 기업이 정하며, 그 선택의 결과가 서비스물가에 시차를 두고 반영된다. 반대로 정제유 재고와 운임, 보험료가 함께 정상화되면 공급비용의 2차 전가 위험은 빠르게 낮아진다.

호르무즈 통항량도 유가의 보조지표에 그치지 않고 물리적 공급과 보험, 운임을 잇는 고리로 읽어야 한다. 통항이 줄어들더라도 재고와 우회 물량, 보험료, 정제 여력이 그 충격을 얼마나 흡수하느냐에 따라 소비자물가에 남는 결과는 크게 달라지기 때문이다. 이 보고서가 유가를 하나의 숫자로 전망하는 대신 정제품과 운임, 보험, 재고를 묶어서 보는 것도 이 때문이다.

기업 신용도 이 비용곡선 위에 놓여 있다. 대기업 평균 이익과 자금시장이 안정적으로 보여도 마진이 얇고 계약 갱신 주기가 짧으며 차환 시점이 가까운 기업이 받는 압력은 전혀 다른데, AI 인프라와 에너지 집약 산업이 정확히 그런 구간에 있다. 자본집약도와 고객집중도가 함께 높으면 조정 EBITDA가 양수여도 이자비용, 감가상각, 설비투자를 지난 뒤 남는 현금흐름은 얇아진다. 총량의 안정이 이런 한계 기업의 손익구조를 대신 설명해주지는 않는다.

에너지 충격의 강도는 원유 선물의 하루 변동이 아니라 재고와 물류가 얼마나 오래 눌러 있느냐에서 나온다. 정제유 재고가 낮은 상태에서 운임과 보험료가 오르고 정제가동률까지 높은 수준을 유지하면, 공급망은 작은 추가 충격에도 곧바로 가격을 올린다. 반대로 원유가 올라도 정제품 재고가 회복되고 운송 차질이 풀리면 최종 수요로 넘어가는 비용은 제한된다. 헤드라인 물가의 단기 반응과 중앙은행이 걱정하는 2차 효과가 갈리는 지점도 이 구분에서 나온다.

한국 역시 에너지 수입단가가 환율을 통해 물가 경로로 전달됨

한국도 같은 경로를 탄다. 에너지 수입단가가 환율과 겹쳐 생산자물가와 소비자물가로 전달되는데, 그 전달 속도를 정하는 쪽은 정유, 운송, 유통의 계약조건이기 때문이다. 그래서 원화와 유가를 따로 전망한 뒤 기계적으로 합산하는 대신 실제 수입단가와 정제품 가격, 운임을 함께 추적한다. 이 보고서는 유가 수준을 맞히는 경쟁에 들어가는 대신 공급비용 충격이 금리와 기업 이익으로 넘어갈 조건을 선별한다.

누적되는 비용의 2차 전가 경로를 추적할 필요

같은 틀로 에너지 가격의 일시적 반등과 거시적 재가속을 구분한다. 일시적 반등이라면 재고 방출과 우회 운송, 정제 가동률 조정이 그 충격을 흡수해버린다. 반면 정제품 부족과 물류 차질이 길어져 기업의 계약갱신과 운임에 남으면, 충격은 소비자 가격과 이익률에 뒤늦게 나타난다. 정책과 자산시장이 반응하는 쪽은 원유의 헤드라인보다 후자의 전개에 가깝고, 에너지의 결론을 물가, 신용, AI 전력비와 묶어서 내는 것도 이 때문이다.

에너지의 투자 판단도 방향을 맞히기보다 취약한 지점을 찾는 작업이다. 원유 생산량이 늘어나도 정제능력이나 운송, 보험이 병목으로 남으면 정제품 가격은 높은 수준을 유지하기 때문이다. 이때 항공과 운송, 산업재, 소비재의 이익 추정은 제각기 다르게 조정되고, 중앙은행도 같은 원유 가격을 다르게 해석한다. 공급망의 물리적 제약을 확인하는 편이 단순한 유가 전망보다 물가와 기업 이익의 분포를 더 직접 설명한다.

시간차도 함께 걸린다. 원유 선물은 뉴스에 먼저 반응하지만 실물시장의 가격은 선적과 정제, 저장, 내륙운송을 차례로 거쳐야 도착하기 때문이다. 계약이 장기인 기업은 당장은 비용을 느끼지 못하다가 갱신 시점에 그동안 누적된 운임과 보험료를 한꺼번에 떠안는다. 소비자물가에서도 휘발유와 경유는 빠르게 움직이는 반면, 서비스 가격은 기업의 마진과 임금 협상을 한 번 거친 뒤에야 변한다. 한 달짜리 헤드라인 물가 상승과 지속적인 인플레이션 압력을 가르려면 정제품 재고, 크랙스프레드, 운임, 보험료, 기업의 가격전가 발언을 시간 순서대로 확인해야 한다.

계약구조와 비용 재고정 시점이 섹터별 차이를 만들

같은 분석이 미국과 한국에 함께 걸린다. 미국에서는 통화정책의 2차 효과를 판단하는 데 쓰고, 한국에서는 환율과 수입단가가 결합해 만드는 물가 경로를 판단하는 데 쓴다. AI 인프라에서도 전력, 연료, 냉각 비용은 데이터센터의 계약조건에 따라 늦게 전가된다. 에너지의 가격변화가 모든 산업에 같은 강도로 작동하지는 않는 이상, 어느 산업이 어느 만기에 비용을 다시 고정하는지를 보는 작업이 신용과 이익 전망의 출발점이 된다.

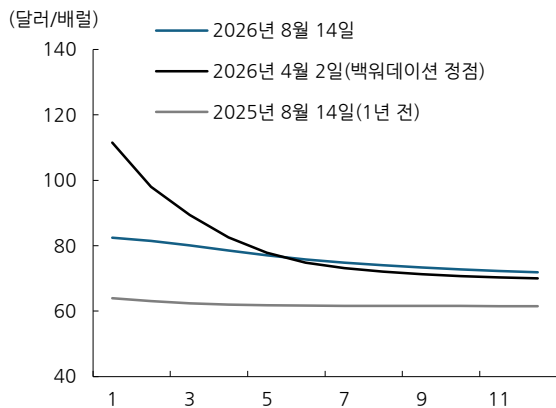
미국 상업용 원유재고는 5년 평균 범위 안에 있다. 문제는 정제유다. 정제유 재고는 2026년 8월 7일 기준 1억 710만 배럴로, 5년 평균보다 약 12% 낮았다. 재고 부족은 확인됐지만 정제마진 확대를 한 가지 원인으로 설명할 수는 없다. 가동률과 원유 투입, 수입과 수요를 함께 봐야 한다.

이 차이가 물가전망을 좌우한다. 원유가격이 안정되더라도 디젤과 운임이 높게 남으면 산업, 물류비용은 늦게 내려오기 때문이다. 반대로 정제유 재고와 운임, 보험료가 정상화되면 공급비용의 2차 전가 위험은 빠르게 낮아진다.

시차를 두고 가격 전가가 입증되는 단계별 타임라인 확보

동일한 비용 측 충격이라 하더라도 그 파급 범위와 시차 구조는 단계별 타임라인을 구분해 추적해야 명확히 드러난다. 유가가 상승하는 시점과 운송계약을 갱신하는 시점, 판매가격을 조정하는 시점, 소비자물가에 반영되는 시점이 같은 날이 아니기 때문이다. 비용이 아직 기업이나 정부 장부에 남아 있는 동안에는 거시물가 전가를 확정하지 않는다. 웹가격과 실질 운임 지표, 서비스 물가 및 공공요금 고시 일정을 순차적으로 점검하고, 기업 실적과 현금흐름상의 실질적인 가격 전가가 입증된 이후에야 구조적 인플레이션 전이를 인정한다.

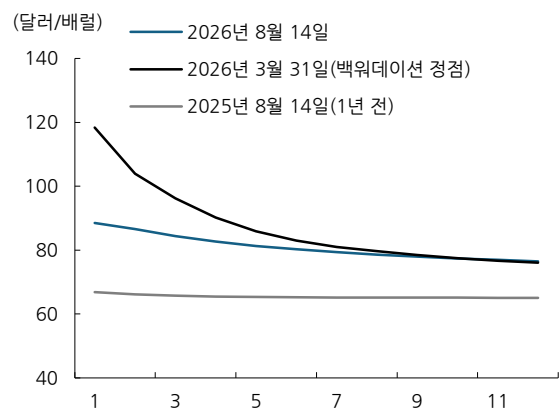
그림19 WTI 선물 곡선



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: WTI, Brent 1~12개월물(\$/bbl)과 근월-12개월물 스프레드, 2026년 8월 스냅샷

그림20 브렌트 선물 곡선



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: WTI, Brent 1~12개월물(\$/bbl)과 근월-12개월물 스프레드, 2026년 8월 스냅샷

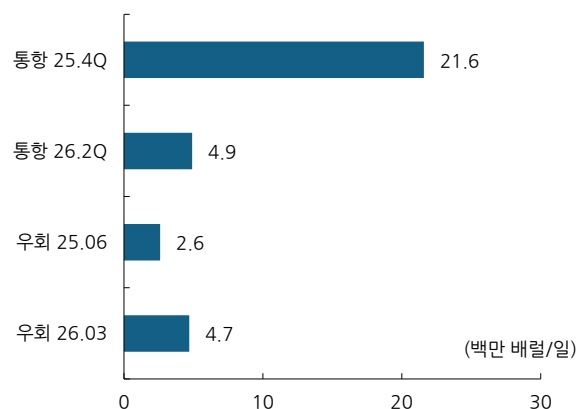
그림21 호르무즈 해협과 육상 우회 파이프라인



자료: EIA, Global Energy Security, Natural Earth, DS투자증권 리서치센터

주: 통항량과 우회여력(mb/d), 정적 지도

그림22 호르무즈 통항량과 육상 우회 여력



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

주: 우회 여력은 EIA 문서 두 건이 2.6과 4.7로 상충해 병기. 우회로가 대체 가능한 몫은 총 통항 기준 12.4~22.5%(가채 계산)

연준은 연말까지 동결 전망

채용 없는 성장 속에서
물가 전가가 연준의 금리
경로를 가름

연준이 마주한 미국 경제는 침체라기보다 채용 없는 성장에 가깝다. 민간 국내최종 수요는 버티고 있고, 기업의 재고, 매출과 이익에서도 전면적인 수요붕괴는 보이지 않는다. 반면 신규고용은 약해졌고 앞선 고용 수치도 하향 조정됐다. 대량해고 대신 낮은 고용과 낮은 해고가 함께 나타나는 저회전 노동시장이며, 기업이 기존 인력과 자본의 이용도를 높이면서 신규고용을 줄인 결과다.

이런 노동시장에서 비농업고용 한 줄로 정책경로를 읽어내기는 어렵다. 신규고용이 약한 원인이 수요 붕괴인지, 자동화와 자본집약적 투자인지, 불확실성 속에서 채용만 늦춘 것인지에 따라 필요한 정책이 서로 다르기 때문이다. 그래서 총임금, 근로시간, 신규공고, 해고, 원천징수세액, 실질 카드소비를 나란히 놓고 살핀다. 고용 수치가 약해도 총임금과 소비가 버티면 경제 전체의 수요는 아직 꺾이지 않았다.

물가도 같은 틀로 해석한다. 소비자 가격은 둔화 쪽으로 가지만 에너지, 정제품, 운임 같은 공급비용은 서비스와 기업 마진을 거쳐 한 박자 늦게 넘어온다. 유가 충격이 헤드라인 물가에 빠르게 반영되고 근원물가에는 훨씬 약하게 남는 것도 이 순서 때문이다. 다만 공급발 물가에 중앙은행이 곧바로 완화로 답하지는 않는다. 공급비용이 임금과 기대인플레이션으로 넘어가느냐, 기업 마진이 흡수하느냐가 정책 판단의 갈림길이다.

연준의 기준경로도 이 두 축을 각각 살핀다. 약한 신규고용은 인하 근거가 되지만 민간수요, 총임금, 서비스물가가 버티는 한 그것만으로는 부족하다. 반대로 정제품, 물류, 임금 비용이 다시 넓게 전가되면 공급충격은 통화정책의 문제로 돌아온다. 정책은 유가를 직접 생산하지 못하나 유가 충격이 더 넓은 가격과 임금으로 번지는 것은 막으려 하기 때문이다. 중앙은행이 고용 둔화와 2차 물가전가 중 어느 쪽을 더 큰 위협으로 보느냐가 미국 금리를 가르고, 인하 횟수는 그 판단에서 파생된다.

단기물과 장기물은 서로 다른 요인에 반응한다. 단기물이 다음 회의의 문구와 고용, 물가 발표에 민감한 반면, 장기물은 정책금리 기대만으로 움직이지 않고 국채 공급, 듀레이션을 받아줄 투자자, 재정적 이자비용, 인플레이션 위협의 보상이 함께 들어간다. 그래서 완화 기대가 남아 있는데도 장기금리는 조금밖에 내리지 않거나, 정책금리가 그대로인데 장기금리가 오르는 조합이 나온다. 이러한 금리 간 괴리를 단순한 피벗 전망의 오류로 해석하기보다는, 장기금리의 변동이 기대 정책금리 경로의 변화인지 아니면 기간 프리미엄의 확대에 기인한 것인지를 선제적으로 분해해 접근해야 한다.

기준 시나리오에서 연준은 빠른 완화보다 신중한 확인을 택할 유인이 크다

고용 감소가 해고와 소비
위축으로 번지는지가 관건

회의 하나의 결과보다 두 갈래가 판정을 좌우하기 때문이다. 고용 감소가 임금총액과 소비로 옮겨가는지, 공급비용이 서비스 가격과 기대인플레이션으로 번지는지 이다. 전자의 경우 완화의 근거가 넓어지고 후자의 경우 제한적 정책의 기간이 길어진다. 두 검증선 사이에서 시장이 다시 값을 매기는 대상은 정책금리의 방향보다 금리 변동성 자체에 가깝다.

완화 기대가 이미 선반영된 국면에서는 단편적인 고용 지표 둔화보다 실질 소비와 명목 임금 증가세의 지속성을 먼저 확인해야 한다. 공급 충격 심화 국면, 핵심 판별 기준은 원유 가격이 아닌 정제품, 운임, 서비스로의 비용 전가다. 이 균형이 버티는 동안에는 단기 금리의 하락 기대와 장기 금리의 높은 수준이 모순 없이 나란히 간다. 듀레이션을 판단할 때 정책 전환과 기간프리미엄의 움직임을 함께 봐야 하는 것도 이 때문이다.

금리 경로를 바꾸는 것은 임금총액, 실질소비, 고용이다. 임금총액과 실질소비가 견조한데 고용만 약하다면 완화 속도는 제한될 것으로 판단된다. 해고와 소비 둔화가 같이 나타나면 단기물뿐 아니라 장기 성장 기대까지 크게 조정된다. 공급비용이 다시 오르면 단기 정책기대와 장기 기간프리미엄이 같은 방향으로 밀린다. 이 세 갈래를 구분하는 데서 미국 금리 전망이 갈린다.

금리 경로는 다음 순서로 점검한다. 월간 고용은 변동성이 크고 뒤에 수정되므로 한 번의 부진으로 노동시장 둔화를 단정짓는 대신 구인, 이직, 실업수당, 근로시간과 원천징수세액이 어느 쪽을 향하는지 확인한다. 기업의 실적 발표에서도 매출보다 고용 계획과 임금, 가격 전가와 마진을 말한 대목을 먼저 살펴본다. 소비가 견조해 보여도 저축률 하락이나 신용카드 연체가 특정 계층에 몰리면 같은 소비라도 수요의 질이 달라지기 때문이다.

금리 경로는 수요가
약해지는 속도와 물가가
완화되는 속도 차로 결정

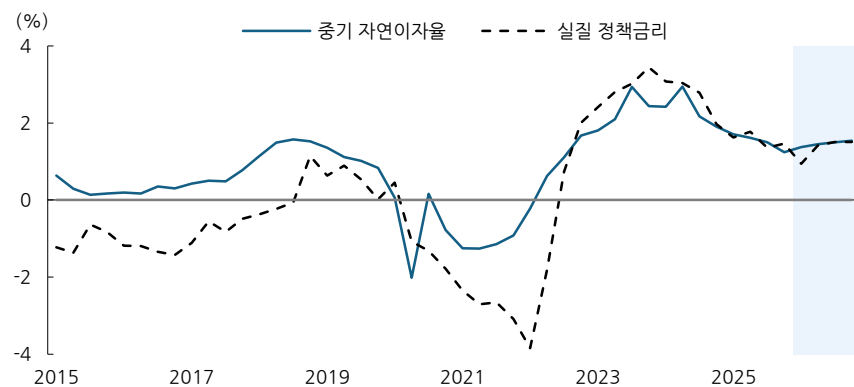
거꾸로 고용이 둔화해도 생산성 개선과 자본집약적 투자로 산출이 유지되면 중앙은행은 이를 경기침체보다 공급 측 효율화로 해석할 여지를 갖는다. 물가에서도 헤드라인 하락만 보고 안도하지 않고 주거, 서비스, 보험, 운송처럼 경직적인 항목이 임금과 어떻게 묶여 있는지를 본다. 이 지표들이 안정되면 공급충격은 일시적 비용 변화로 끝나고, 확산되면 기대인플레이션과 기간프리미엄을 다시 밀어 올린다. 금리 경로를 정하는 것은 수요가 약해지는 속도와 물가가 완화되는 속도의 비교다.

이는 7월 FOMC 표결에도 드러난다. 위원회는 9대3으로 3.50~3.75% 동결을 결정했고 반대표 세 명은 모두 인하가 아니라 25bp 인상을 원했다. 공급충격을 인정하면서도 추가 인상을 주장한 위원이 세 명이었다.

중립금리 근방이라 추가 인상 필요성은 낮음

샌프란시스코 연방준비은행이 8월 17일 공개한 추정에서 중기 실질 자연이자율은 약 1.5%다. 2023년 3분기 2.94%에서 2025년 4분기 1.24%까지 내려온 뒤 예측 구간에서 소폭 되돌렸고, HLW 계열은 3년째 0.8~1.1%에 머물렀다. 이 자료만으로 중립금리가 구조적으로 올랐다고 보기는 어렵다. 정책금리 상단 3.75%에서 2년 인플레이션스왑 2.24%를 빼면 실질정책금리는 1.51%다. 샌프란시스코 연은은 당시 금융여건을 “somewhat accommodative”로 평가했다. 다만 실질정책금리의 제약 정도는 어떤 기대물가를 쓰느냐에 따라 달라진다.

그림23 중기 자연이자율과 실질 정책금리



자료: 샌프란시스코 연방준비은행, FRED, DS투자증권 리서치센터

4. 국채 발행과 장기금리

장기금리는 정책기대와
기간프리미엄을 나눠 봄

장기금리로 넘어가면 현재 10년 금리의 대부분은 여전히 기대다. 8월 13일 기준 제로쿠폰 10년 수익률 4.706%는 기대 성분 3.901%와 기간프리미엄 0.804%p로 나뉘며 기대가 82.9%를 차지하니 듀레이션 위험을 지는 대가는 수익률의 약 6분의 1에 머문다. 단, 4.706%는 모델상 제로쿠폰 금리로 시장 유통 10년물 국채 수익률과는 산출 체계가 다르며, 두 계열을 혼용해 가중치를 계산하는 오류를 피해야 한다.

기간프리미엄이 높은지 낮은지는 비교 기준을 무엇으로 잡느냐에 따라 판정이 완전히 달라진다. 1961년 이후 전체 표본에서는 38.1백분위로 중위권에 못 미치는데 2003년 이후로 좁히면 67.0백분위, 2009년 이후는 76.3백분위, 최근 10년 일간 표본에서는 99.2백분위, 최근 2년은 96.2백분위까지 올라간다. 특정 단기 구간만을 취사선택해 단순 사상 최고치로 규정하는 것은 표본 선택 편향을 야기하므로 분석 시 계열 분포를 균형 있게 병기할 필요가 있다. 정확한 서술은 최근 10년래 극단이되 1970~90년대 인플레이션기의 프리미엄 수준에는 아직 못 미친다는 것이다.

듀레이션 위험에는 다시
양의 보상이 붙음

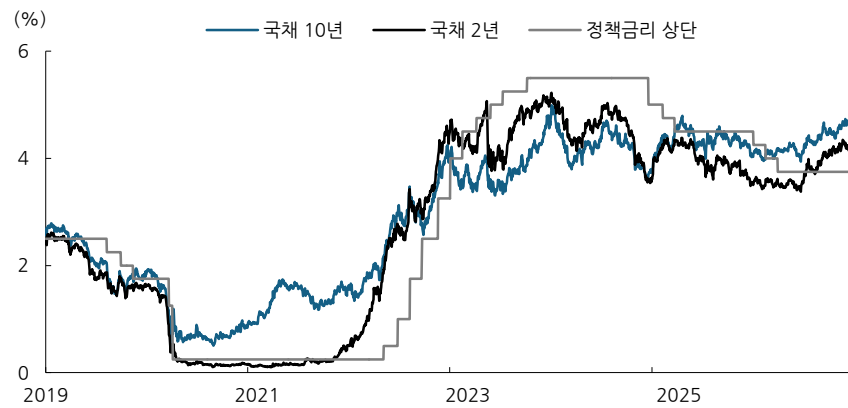
창이 갈려도 국면 전환 자체는 한 방향이다. 2016년부터 2024년까지 아홉 해 내내 기간프리미엄은 연평균 마이너스였다가 2025년에 처음 연평균 플러스인 +0.60%p로 돌아섰고 2026년 들어 +0.68%p로 확대됐다. 양적완화가 듀레이션 위험에 사실상 마이너스 가격을 매기던 국면이 끝나고 듀레이션을 쥐는 데 다시 정상적인 양의 보상이 붙는 국면으로 돌아온 것이다. 재정적자에 따른 국채 순발행 증가, 중앙은행 보유 채권의 축소, 가격에 둔감한 매수세의 감소가 겹치면서 듀레이션 공급 부담이 유상으로 가격에 반영되고 있다.

2011년 8월부터 2026년 8월까지 3개월·30년 스프레드는 379bp에서 134bp로 좁아졌다. 같은 기간 30년 금리는 3.82%에서 5.21%로 139bp 올랐고 3개월물은 0.03%에서 3.87%로 384bp 뛰었다. 곡선 평탄화는 장기금리 하락보다 정책금리 정상화의 영향이 컸으며 기간프리미엄은 2025년 이후 다시 플러스로 올라섰다.

연말 기준금리
3.50~3.75% 전망

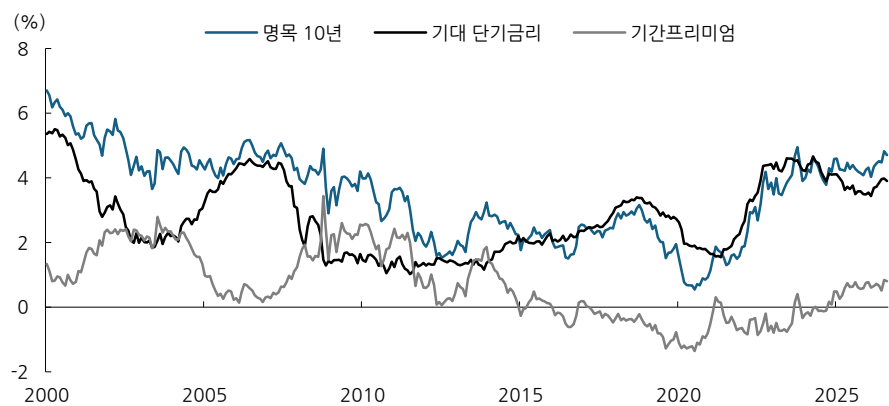
기준경로는 9월과 연내 동결, 연말 3.50~3.75%다. 서비스물가와 임금, 에너지 비용이 함께 오르면 인상 위험을 높이고 총임금과 실질소비가 같이 꺾이면 인하 가능성을 높인다. 고용은 5만 명 같은 문턱보다 근로시간, 원천징수세액, 복수취업의 구성까지 본다. 복수취업이 생활비 보완인지 플랫폼·AI를 활용한 생산활동 확산인지 구분되기 전에는 생산성 신호로 단정하지 않는다.

그림24 미국 정책금리와 국채 2년, 10년 금리



자료: FRED, U.S. Treasury, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

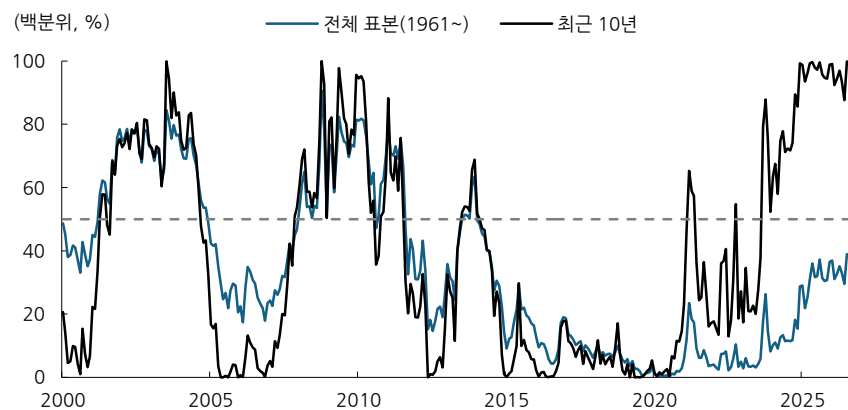
그림25 미국 10년 금리의 기대 단기금리와 기간프리미엄 분해



자료: NY FRED, DS투자증권 리서치센터

주: ACM 제로쿠폰 금리의 기대 단기금리 성분과 기간프리미엄 성분

그림26 기간프리미엄의 표본창별 백분위



자료: NY FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 최근 10년과 장기 역사 표본을 나눠 현재 위치를 비교

5. 시장 유동성과 신용

5월 금융안정보고서: 충격과 취약성의 분리

표면 변동성보다 시장깊이
와 비은행 레버리지 악화를
전망

연준의 2026년 5월 금융안정보고서는 충격과 취약성을 나눠서 본다(Federal Reserve Board 2026a). 같은 충격이 자산가격, 기업, 가계 차입, 금융부문 레버리지와 자금조달을 거치며 손실과 강제매도를 얼마나 키우는지를 점검한다. 외생충격이 언제 발생했는지보다 손실을 증폭시키는 금융구조 자체가 분석 대상이다. 현재 여건의 안정과 충격 이후의 손실경로는 서로 다른 문제로 다룬다.

총량 쪽 성적표는 좋았다. 2026년 4월 23일까지의 시장상황과 자료를 반영한 평가에서 GDP 대비 기업, 가계 부채는 2000년대 초 이후 가장 낮았고 은행 자본도, 가계 대차대조표도 대체로 탄탄했다. 문제는 같은 보고서가 가격 쪽에서는 정반대 그림을 그렸다는 데 있다. 주식 밸류에이션이 높은 반면 회사채, 레버리지론 스프레드는 역사적으로 좁았고 헤지펀드 레버리지는 사상 최고권에 붙어 있었으며, 위험 변동금리 차주 가운데 일부는 이미 상환여력이 달린 상태였다. 비상장 BDC를 비롯한 사모금융 vehicle에 기초자산 우려와 일부 디폴트를 이유로 환매요청이 몰린 것도 같은 층에서 벌어진 일이다. 전면적 신용경색보다는 가격조정이 비은행권의 레버리지와 유동성 제약을 거쳐 증폭되는 경로가 더 뚜렷하다.

7월 통화정책보고서: 충격 이후 시장 깊이

연준의 2026년 7월 통화정책보고서는 실제 충격이 지나간 뒤의 자료를 덧붙였다(Federal Reserve Board 2026b). 중동 충격 직후 나빠졌던 미 국채시장 유동성은 1월 수준에 가깝게 돌아왔지만, 주식시장 유동성과 시장 깊이는 연초보다 낮은 상태에 머물렀다. VIX와 가격지수는 정상화됐지만 주문장 자체는 다시 두꺼워지지 않았다. 가격의 회복 속도와 거래수용력의 회복 속도가 서로 달랐다.

연준의 평가는 네 갈래로 나뉜다. 자산가격, 기업, 가계 차입, 금융부문 레버리지, 자금조달 위험이다. 5월 보고서는 이 가운데 기업, 가계 차입을 가장 낮게, 자산가격과 금융부문 레버리지를 가장 높게 매겼다. 기업, 가계 차입은 GDP 대비로 2000년대 초 이후 최저라 총량에서 위기를 만들 재료가 없고, 은행 자본도 규제 기준을 넉넉히 웃돈다. 반면 높은 주식 밸류에이션과 좁은 신용 스프레드는 좋은 시나리오가 이미 가격에 들어가 있다는 뜻이며, 헤지펀드 레버리지가 사상 최고권이라는 사실은 그 가격이 흔들릴 때 매도가 어디서 증폭될지를 가리킨다.

자금조달 위험은 은행보다 머니마켓펀드와 스테이블코인, 사모신용 같은 비은행 구조에 더 많이 남아 있는데, 일부 사모신용 vehicle에 몰린 환매 압력이 그 예다. 7월 보고서는 여기에 시장 기능을 보냈는데, 국채 유동성은 충격 전 수준으로 돌아왔지만 주식시장의 깊이는 얇은 채로 남아 가격은 정상화해도 거래수용력은 덜 회복된 상태로 확인됐다.

이 평가를 읽는 방식이 1부의 기준경로를 정한다. 총량 건전성은 침체와 시스템 위기를 기준경로 밖으로 빼는 근거이며, 가격, 레버리지, 시장 깊이는 충격이 왔을 때 조정의 폭과 속도를 정하는 변수다. 연준 보고서의 "건조하다"는 총량에 대한 판단이고 "얇다"는 가격과 시장 깊이에 대한 판단이므로, 앞의 것은 기준경로에, 뒤의 것은 꼬리위험에 배정한다. 두 보고서의 판단을 한 표로 정리하면 아래와 같다.

표3 표29 연준 취약성 평가

확인	연준의 평가
금융시스템 전체	건조하고 취약성은 연초 이후 대체로 변화 없음
기업, 가계 부채	GDP 대비 비율은 2000년대 초 이후 최저
자산가격, 신용	주식 밸류에이션은 높고 회사채, 대출 스프레드는 낮음
비은행권	헤지펀드 레버리지는 사상 최고권, 일부 사모신용 환매 압력
시장 기능	국채 유동성은 회복, 주식시장 깊이는 낮은 상태

자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 5월 금융안정보고서와 7월 통화정책보고서의 평가를 요약. 사모신용 시장은 대체로 정상 작동했으며 환매 압력을 시스템 전체의 경색으로 확대하지 않음

단기금융시장은 준비금으로 완충

준비금은 안정적이거나 시장 깊이는 별도

ON RRP가 거의 소진된 뒤에도 은행 준비금과 SOFR-IORB는 안정적이었다. 준비금 관리 매입과 재투자가 충분한 준비금 체제를 유지한 영향이다. 앞으로는 준비금과 SOFR-IORB, 레포 사용을 함께 본다.

준비금은 결제와 단기금리의 마찰을 줄인다. 주문장 깊이와 비은행 레버리지는 별도 경로다. 단기금리가 안정돼도 시장 깊이와 차환조건이 함께 나빠지면 충격 전파력이 커진다.

상반기 동안 SOFR와 유효 연방기금금리 변동성은 제한적이었음

연준은 2026년 상반기 준비금 관리 매입과 주택저당증권 원금 재투자로 단기국채 보유를 늘렸다. 이는 충분한 준비금 체제를 유지하기 위한 운용이다. 같은 기간 단기금리 변동성은 제한적이었다.

준비금 관리 매입은 단기금리 운용수단이며 장기금리 목표가 아니다. 재무부의 단기 물 운용과 바이백은 거래마찰을 줄일 수 있지만 순차입과 듀레이션 공급을 없애지는 않는다. 장기금리는 발행규모와 기간프리미엄을 따로 본다.

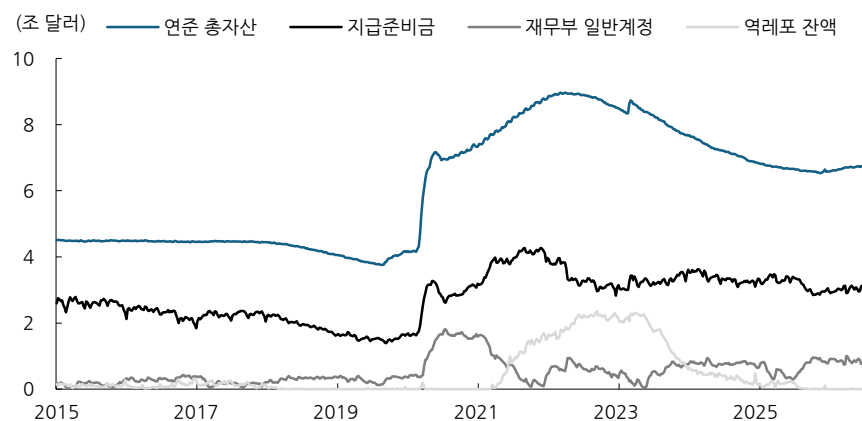
이 정책조합은 $r-g$ 에서 읽을 수 있다. 부채비율의 변화는 근사적으로 $\Delta d \approx (r-g)d$ - 기초수지로 결정되므로, 성장률 g 를 높이는 정책과 평균 조달금리 r 을 낮추는 발행, 통화정책은 같은 재정제약을 서로 다른 방향에서 줄여 준다. 다만 단기물 비중이 높아질수록 재정의 이자비용은 정책금리 변화에 더 빨리 반응한다. 성장 가속이 물가와 정책금리를 함께 끌어올리면 g 의 개선을 r 의 상승이 상쇄하며, 물가 신뢰가 유지돼 기간프리미엄이 낮아지면 같은 성장률에서도 차환부담은 줄어든다. 지금 쟁점은 성장, 물가, 발행만기, 기간프리미엄 가운데 어느 변수가 $r-g$ 를 실제로 낮추는가에 있다.

FIMA 레포와 장기물 바이백은 기간프리미엄을 완충

FIMA 레포는 해외 공공기관이 미 국채를 매도하지 않고 담보로 달러를 조달하도록 한다. 2021년 상설화 당시 한도는 거래상대방당 600억 달러였다. 환율 방어 과정의 강제매도 부담을 줄일 수 있지만 효과는 실제 사용액으로 확인한다.

재무부는 장기 구간의 시장기능을 보완하기 위해 유동성 지원 바이백을 늘렸다. 8월 19일 10~30년 구간의 회당 한도를 20억 달러에서 40억 달러 이상으로 높여 9월 9일부터 11월 4일까지 운영한다고 밝혔다. 바이백은 off-the-run 거래마찰을 줄이는 수단이며 재정공급과 기간프리미엄을 직접 없애지는 않는다.

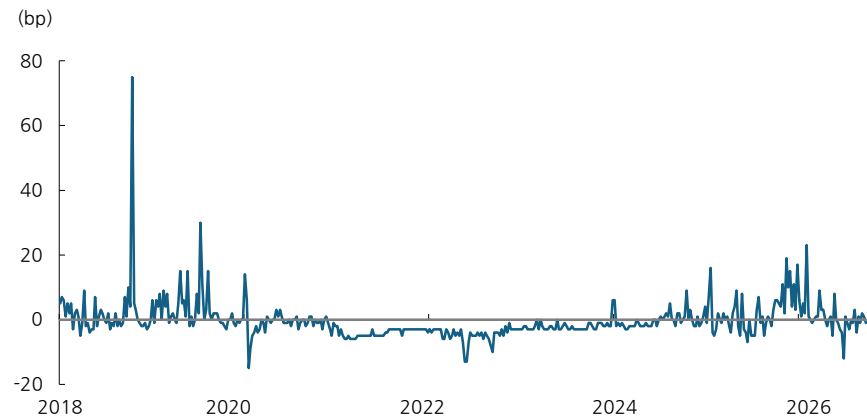
그림27 미국 유동성 (1) 연준 자산, 부채 항목: 총자산, 지준, 재무부 계정, 역레포



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 차트는 주간 평균, 7월 통화정책보고서 표 A는 수요일 시점 잔액. 연준 자산, 은행 준비금, TGA, ON RRP, 달러

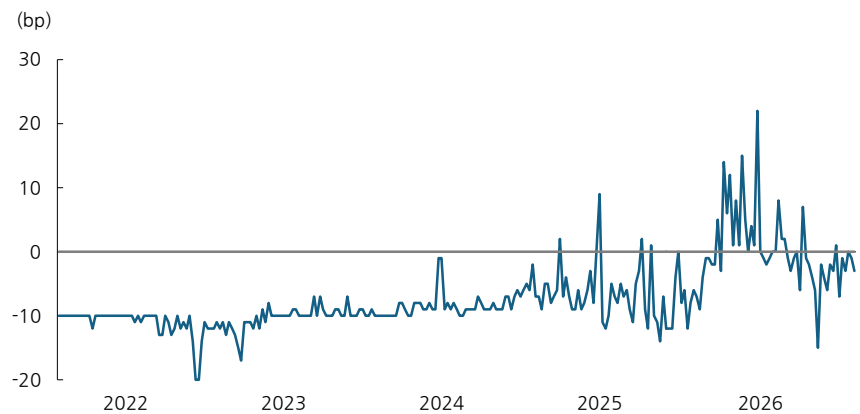
그림28 미국 유동성 (2) 담보부 익일물 금리에서 실효 연방기금금리를 뺀 값



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 차트는 주간 평균, 7월 통화정책보고서 표 A는 수요일 시점 잔액. 연준 자산, 은행 준비금, TGA, ON RRP, 달러

그림29 미국 유동성 (3) 담보부 익일물 금리에서 지준부리를 뺀 값



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 차트는 주간 평균, 7월 통화정책보고서 표 A는 수요일 시점 잔액. 연준 자산, 은행 준비금, TGA, ON RRP, 달러

단기자금과 시장 깊이는 따로 움직인다

준비금 안정과 주문장의
깊이는 다른 지표

은행 준비금은 결제와 단기금리의 마찰을 줄이고 시장 깊이는 대량 주문을 받아내는 능력을 나타낸다. 준비금이 충분해도 달러의 위험한도와 주문장은 얇을 수 있다. 자금조달과 시장 깊이는 SOFR-IORB, 레포 조건, 호가 깊이와 가격충격을 따로 확인한다.

레버리지는 두 유동성을 잇는다. 국채 베이스스 거래는 레포 조건과 증거금이 나빠지면 동시에 줄어들 수 있다. 포지션 집중도와 자금조달 만기가 가격충격을 키우는 지 본다.

사모신용은 가격조정과 환매가 늦게 나타난다. 낮은 표시변동성은 손실이 계약 변경과 NAV 산정에 뒤늦게 반영되는 결과일 수 있다. 이자지급과 약정 변경, 환매조건을 함께 본다.

단기자금은 안정적이나
시장 깊이는 완전히
회복되지 않음

현재 SOFR-IORB와 레포 여건은 안정적이다. 시스템 위기보다 레버리지와 얇은 주문장, 사모신용 환매조건이 취약점이다. 단기자금 지표와 시장 깊이가 함께 악화될 때 판단을 바꾼다.

해외 레버리지는 중기 성장의 하방 변수

해외 자산가격과 금융부문
레버리지를 함께 관측

Transmission Growth-at-Risk(Ma, Stebunovs, Temesvary 2026)는 금융여건과 구조적 취약성을 분리한다. 표본은 1995년 1분기부터 2023년 4분기까지이며 해외 자산가격과 금융부문 레버리지가 미국의 8분기 성장 하방 예측을 개선했다. 53%는 정확도 상승률이 아니라 예측분포 점수의 개선폭이다.

현재 금융여건이 안정돼도 해외 레버리지와 달러 연결성이 중기 하방을 키울 수 있다는 결론만 가져온다. 기준경로는 견조한 성장으로 유지한다. 해외 자산가격과 레버리지가 동시에 악화될 때 하방 위험을 높인다.

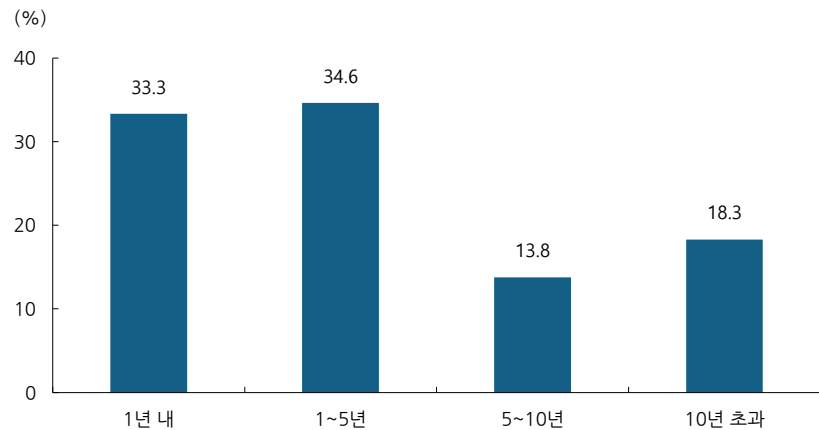
미국 국채: 만기 구조와 이자비용

단기 만기의 차환이
정책금리와 별개로
이자비용을 끌어올림

2026년 7월 말 시장성 국채 가운데 잔존만기 1년 이내 물량은 33.3%였다. 이 비중의 모집단은 시장성 국채 기준이며 총연방부채 기준이 아니고, 수치가 보여주는 것도 미래 이자비용이 아니라 가까운 만기의 차환 노출이다. 기존 저쿠폰 물량이 만기 순서대로 더 높은 한계금리로 바뀌면 정책금리가 더 오르지 않아도 이자지출은 뒤늦게 증가한다.

차환 부담은 한 번에 드러나지 않는다. 발행 만기와 한계금리를 따라 이자지출에 순차 반영된다. 미래 이자비용을 점추정하기보다 잔존만기 1년 이내 물량과 발행구성, 한계금리의 조합을 본다.

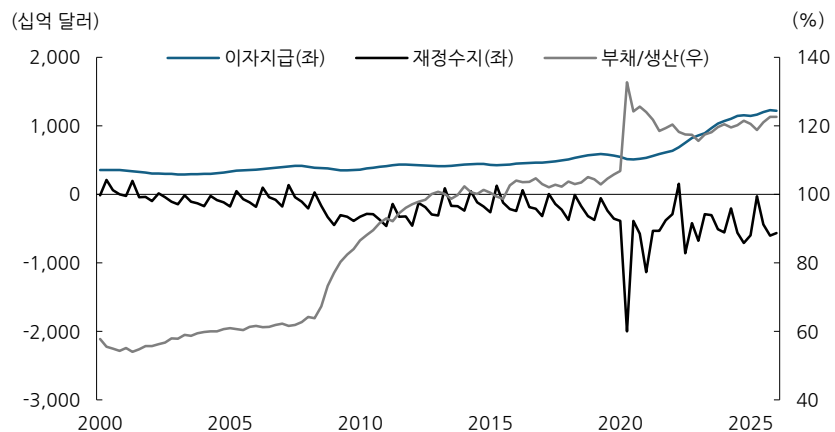
그림30 미국 시장성 국채의 만기 구간



자료: 미 재무부, DS투자증권 리서치센터

주: 시장성 국채의 잔존만기별 비중. 총연방부채와 모집단이 다름

그림31 미국 재정수지와 이자지급



자료: 미 재무부, FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 명목 이자지급과 재정수지의 장기 추이

신용시장: 낙관이 반영된 스프레드

낮은 신용스프레드는 좋은 결과를 이미 반영해 작은 충격에 취약함

투자등급과 하이일드 스프레드, 초과채권프리미엄은 장기 표본의 저점권이다. 기업 이익과 단기자금시장의 안정이 현재 수준을 받치고 있다. 작은 실적 실망이나 차환 비용 상승에도 가격조정 폭이 커질 수 있는 구간이다.

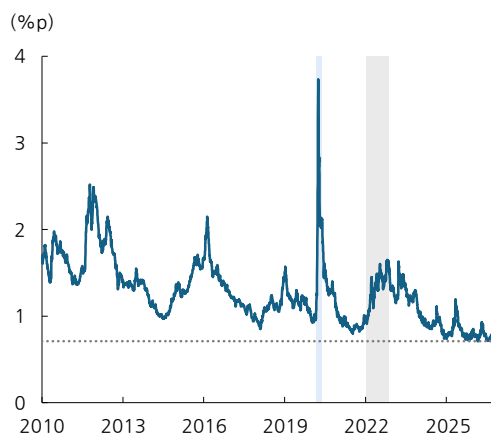
만기벽은 부도 목록이 아니라 차환비용이 재설정되는 일정이다. 같은 등급에서도 이자보상배율과 고객계약, 부채만기에 따라 결과가 갈린다. 신규 발행의 금리와 담보, 약정이 악화되는 종목부터 질의 차이가 벌어진다.

초기 비용이 큰 산업은 계약과 가동의 시차가 신용을 가름

데이터센터·전력·통신처럼 초기 투자비가 큰 산업은 계약상 매출과 실제 가동매출의 시차가 길다. 전력접속이나 고객계약, 차환 가운데 하나만 늦어져도 현금흐름이 약해진다. 평균 스프레드보다 실제 가동자산과 만기구조를 우선한다.

스프레드가 낮아도 발행이 안정적으로 소화되고 현금흐름이 개선되면 즉시 약세로 볼 근거는 없다. 차환조건이 악화되면서 이자보상배율이 낮아질 때 낙관의 재가격을 경계한다. 신용에서는 지수보다 발행 조건과 계약을 본다.

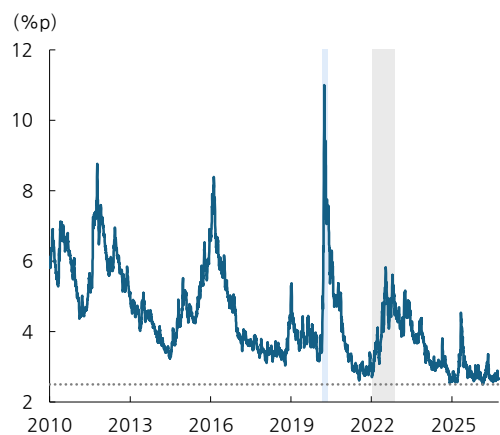
그림32 미국 투자등급과 하이일드 회사채 가산금리
(1) IG OAS(옵션조정스프레드)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 8월 13일 기준 투자등급, 하이일드 OAS와 2010년 이후 표본 백분위

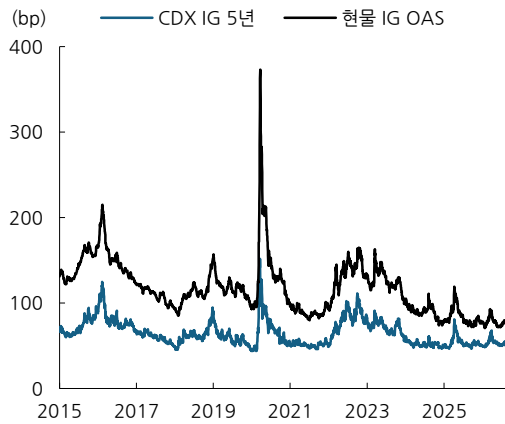
그림33 미국 투자등급과 하이일드 회사채 가산금리
(2) 옵션조정스프레드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 8월 13일 기준 투자등급, 하이일드 OAS와 2010년 이후 표본 백분위

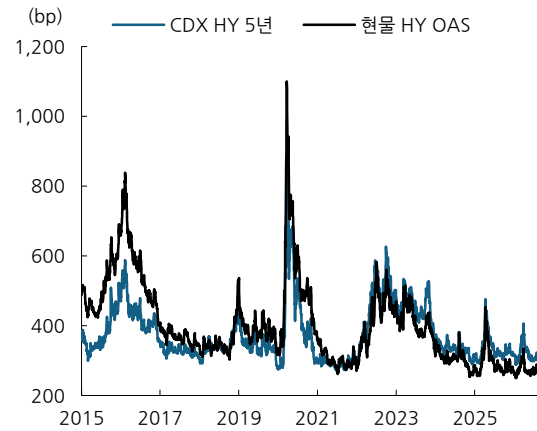
그림34 IG CDX와 현물 회사채 가산금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: CDX IG/HY 5년물과 현물 OAS(bp), 2026년 8월 13~14일 기준

그림35 HY CDX와 현물 회사채 가산금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: CDX IG/HY 5년물과 현물 OAS(bp), 2026년 8월 13~14일 기준

짧아진 만기와 알아진 유동성

평균 변동성이 낮아도
만기와 유동성이 짧으면
충격은 커짐

낮은 변동성과 좁은 스프레드가 충격 흡수력을 보장하지는 않는다. SPX 0DTE와 레버리지 상품은 장중 재해지와 기계적 리밸런싱을 늘린다. 주문장 깊이가 얇을 때 같은 충격의 가격영향이 커질 수 있다.

주식: 확산됐지만 선별적인 위험 신호

ODTE 거래가 늘었고
비트코인 현물은 최근
반등. 레버리지 신호는
계약별로 관측

최근 3개월 미국 주식에서는 동일가중과 중소형주, 금융과 헬스케어 시가총액 지수를 웃돌았고 소프트웨어와 클라우드도 강했다. 같은 기간 반도체의 상대성과와 비트코인 현물 ETF는 반대로 밀렸다. 소수 반도체에 몰려 있던 리더십이 여러 업종으로 넓어지는 국면이며, 전면적인 위험회피 신호로 판단할 근거는 아직 없다.

반도체 중심 주도권은
넓어졌지만 전면적
위험 신호는 아님

필수소비재와 경기소비재, 통신서비스의 성과는 서로 엇갈린다. 가계를 하나의 평균으로 묶기보다는 소득계층과 업종별 차별화를 봐야 주가 방향이 잡힌다. 동일가중 지수와 신용스프레드가 함께 버터 줄 때에 한해 순환매의 폭이 실제로 넓어졌다고 판단한다.

SPX 0DTE가 늘린 장중 재헤지

당일 만기 거래가 늘며
장중 헤지 수요도 커짐

Cboe에 따르면 2026년 7월 SPX 옵션 거래의 66%가 0DTE였다. 당일 만기 거래는 정책발표와 실적, 지정학 뉴스에 반응하는 장중 재헤지 수요를 키운다. 포지션 유지 기간이 짧아져 낮은 평균 변동성과 급락 꼬리위험이 함께 나타날 수 있다.

기간구조 앞부분은 낮지만 SKEW와 3개월물은 상대적으로 높다. SPX 달러 감마가 플러스일 때는 역추세 헤지가 변동성을 누르지만 숏감마로 바뀌면 같은 날 현물 주문을 따라간다. 9일물과 3개월물의 기울기 -7.9는 2012년 이후 하위 3%다.

6월 코스피는 레버리지
상품의 등장으로 변동성이
크게 확대

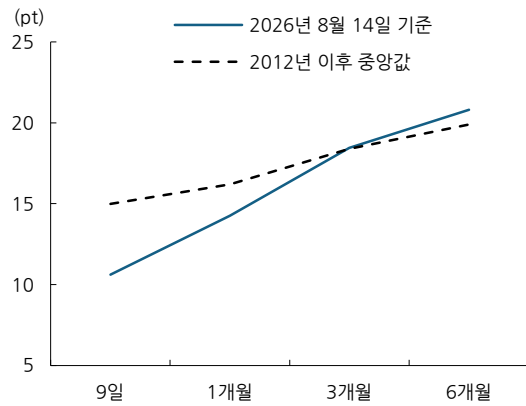
코스피는 2025년 초 이후 큰 폭으로 오른 뒤 6월 한 달 만에 상승분의 상당 부분을 반납했다. Broadcom의 공식 발표일은 6월 3일(현지시간)이다. 같은 시기에 Nasdaq 하락이 나타났지만, 이를 하락의 단일 원인으로 식별할 근거는 충분하지 않다. Nasdaq은 4.18% 하락했고 코스피에는 서킷브레이커가 발동했다. 6월 8~9일 48시간 동안 지수는 16% 진폭으로 움직였다. 코스피200 옵션에서 산출하는 변동성지수는 5월 4일 55.9에서 6월 29일 96.94까지 올랐다. 지수는 6월 19일 장중 사상 최고를 기록한 뒤 7월 29일 종가 저점까지 37% 하락했고, 7월 28~31일에는 급락과 반등이 잇따랐다.

6월 19일 종가부터 7월 29일 종가까지 코스피 낙폭은 37%다(6월 19일은 장중 사상 최고, 종가 최고는 6월 22일). 지수의 반등, 하락폭과 기계적 매도, 현물 유동성의 반응을 함께 봐야 손실 경로를 설명할 수 있다. 옵션과 레버리지 상품의 재헤지도 장중 거래를 늘렸다. 따라서 특정 공지 하나보다 시장구조와 유동성의 결합을 원인 후보로 둔다.

낙폭을 키운 증폭 장치는 5월에 새로 나온 단일종목 2배 레버리지 상장지수펀드다. 이 상품은 매일 장 마감 뒤 다음날 목표 배율에 맞춰 포지션을 다시 짜야 하고, 하락장에서는 그 조정이 기계적 매도로 나타난다. 순자산 100에 노출 200인 상품의 기초자산이 10% 내리면 순자산은 80, 기존 노출은 180이 된다. 목표 노출 160으로 돌아가려면 20을 매도해야 하므로 현재 노출의 11.1%가 장 마감 리밸런싱 물량으로 나온다. 하락이 클수록 매도 규모도 커지며 그 물량이 다음날 변동성을 다시 키운다. 달러가 숏감마 상태에서 하락 때 추가 매도에 나서는 것과 구조가 같되, 옵션의 감마는 만기까지만 이어지는 반면 리밸런싱은 매일 되풀이된다. 한 번 하락 국면에 들어서면 같은 방향의 압력이 날마다 쌓인다.

방아쇠는 해외 인공지능 실적 전망의 실망이었고 낙폭은 기계적 매도 의무가 키웠다. 낮은 변동성 레벨은 충격 흡수력을 입증하지 않는다. 6월 한국시장에서 손실의 크기를 정한 것은 시장구조였다.

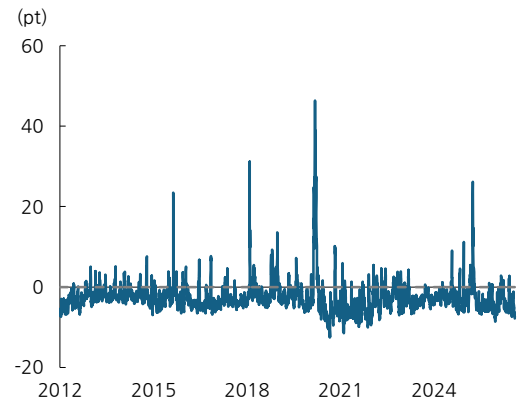
그림36 VIX 만기별 기간구조



자료: CBOE, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: VIX9D, VIX, VIX3M, VIX6M(변동성 포인트), 공통 최신일과 2012년 이후 중앙값 비교

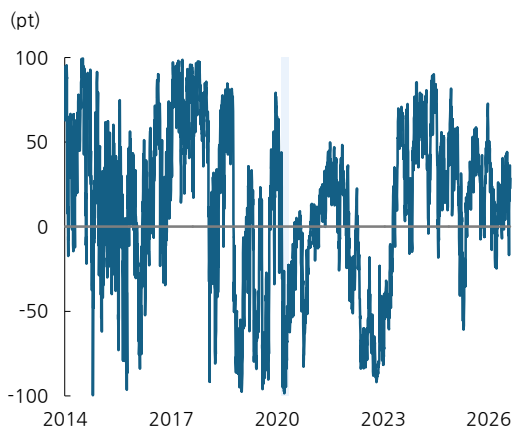
그림37 VIX 9일물과 3개월물의 기울기



자료: CBOE, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: VIX9D, VIX, VIX3M, VIX6M(변동성 포인트), 공통 최신일과 2012년 이후 중앙값 비교

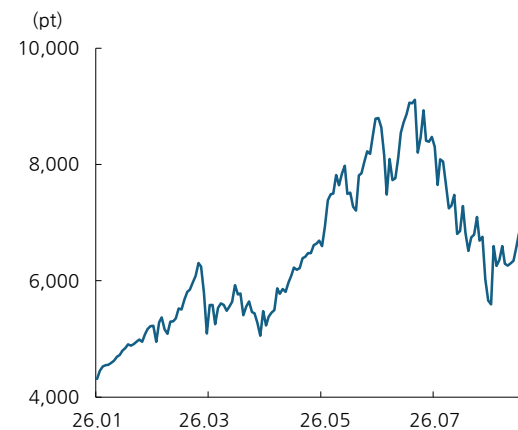
그림38 VIX 만기별 기간구조



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 각 시점까지의 누적표본 백분위 차이. 양수는 외가적 꼬리보합이 등가격 변동성보다 상대적으로 비싸다는 뜻

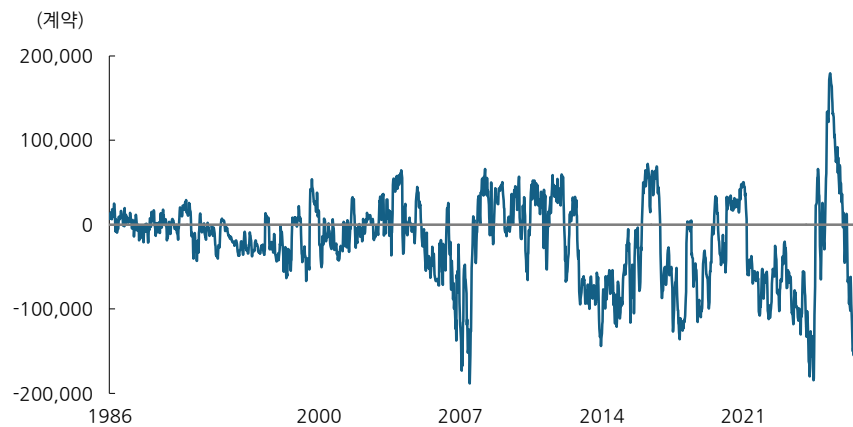
그림39 코스피 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 일간. 6월 19일 장중 사상 최고, 7월 29일 종가 저점이며 낙폭은 6월 19일 종가 기준

그림40 엔 선물 비상업 순포지션



자료: 미 상품선물거래위원회, DS투자증권 리서치센터

주: Legacy Futures-Only 비상업 순포지션. 포지션 방향과 청산 속도를 확인하는 지표

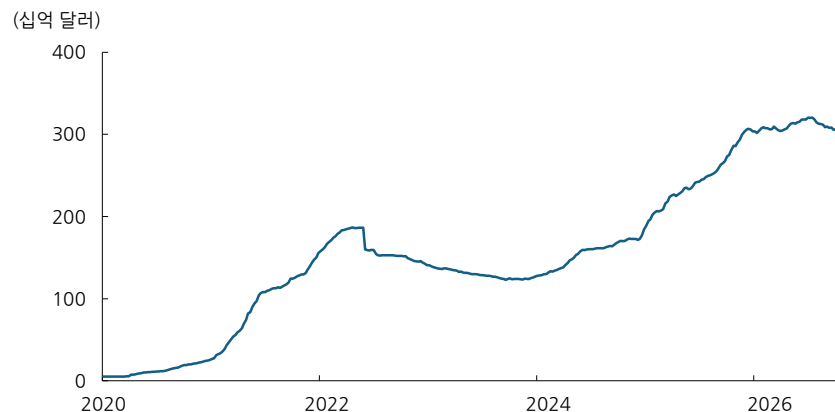
스테이블코인보다 RWA 연결을 본다

베센트 구상과 실제 순설정
사이의 간격을 확인한다

베센트 재무장관은 스테이블코인 준비자산을 단기국채 수요 확대 수단으로 제시했다. 준비자산을 규정한 법은 GENIUS Act이고 CLARITY는 디지털자산 시장구조 법안이다. 달러 연동 스테이블코인 공급은 8월 23일 3,082억 달러로 30일 전과 비슷했고 90일 전보다 3.8% 줄어 당장의 단기채 수요 효과는 제한적이다.

더 중요한 변수는 RWA가 주식계좌와 수탁·결제망에 얼마나 깊이 연결되는지다. 토큰화 미 국채와 국채형 MMF 잔액은 8월 24일 156억 달러로 최근 30일 3.3% 감소했다. 기존 MMF나 국채에서 옮겨 온 자금은 신규 수요가 아니며 순설정과 자금 출처가 단기채 금리의 영향을 가른다. 주식시장 대기자금이 같은 결제망에서 토큰화 국채로 이동할 때 비로소 새로운 수요 통로가 열린다.

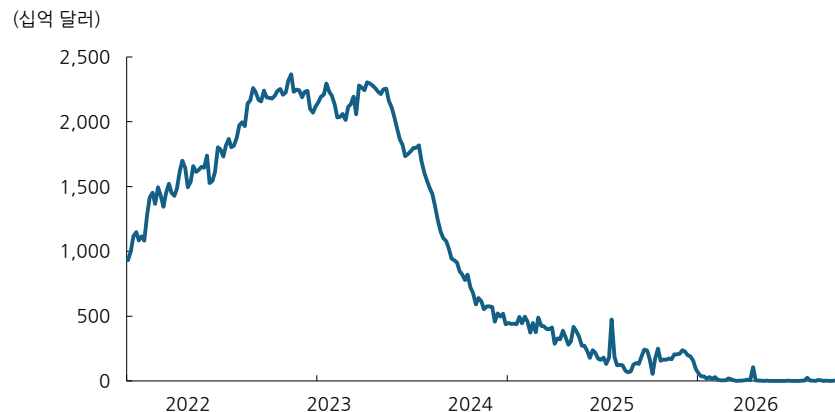
그림41 총 USD 스테이블코인 시가총액



자료: DefiLlama, FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 스테이블코인 시가총액과 ON RRP(십억달러), 일, 주간 혼합

그림42 ON RRP 잔고



자료: DefiLlama, FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 스테이블코인 시가총액과 ON RRP(십억달러), 일, 주간 혼합

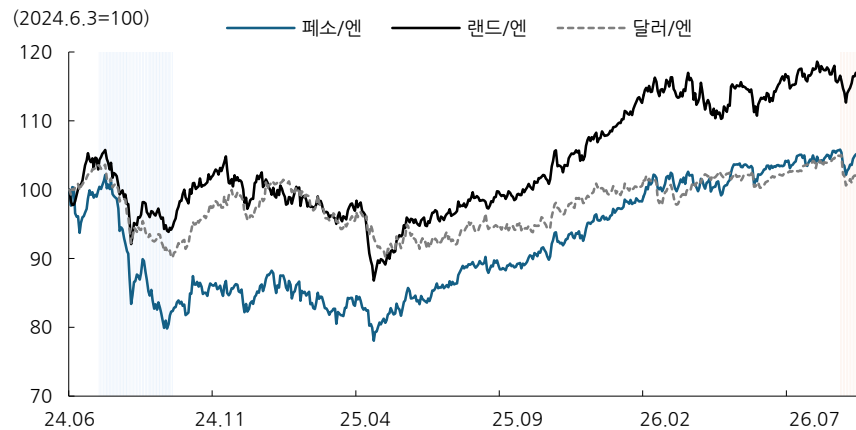
엔캐리 자금의 축소라고 볼 여지는 크지 않다

엔 포지션 축소만으로
글로벌 위험자산 매도를
단정하지 않음

엔 선물 비상업 순포지션은 2026년 7월 28일 -163,412계약에서 8월 11일 -42,085 계약으로 2주 만에 74% 줄었다. 같은 구간에 달러/엔은 163.85엔에서 159.32엔으로 2.7% 하락에 그쳤고, 일본계 자금이 많이 나가 있는 멕시코 페소와 남아공 랜드는 엔 대비 -0.4%, +0.1%로 제자리였다.

2024년 7월 3일부터 9월 16일까지 달러/엔이 12.8% 내리는 동안 페소/엔이 18.0%, 랜드/엔이 9.3% 하락했던 장면과 비교하면 차이가 뚜렷하다. 포지션은 그때와 같은 방향으로 줄었는데 이번에는 가격 반응이 거의 없었다. 2026년의 축소는 강제청산보다 질서 있는 되돌림으로 판단된다. 다만 선물 포지션은 일본 개인과 기관의 대외투자 장부와 별개이므로 청산 위험이 사라졌다는 결론까지는 이르지 않는다.

그림43 엔캐리 통화쌍의 두 구간 비교



자료: FRED, CFTC, DS투자증권 리서치센터

6. 한국 성장, 금통위와 원/달러

수출 개선이 내수,
고용으로 번지는지가
금리 판단의 핵심

수출, 교역조건 호조, 내수 확산은 제한적

2분기 한국 GDP는 전기 대비 0.6%, 전년 대비 3.7% 늘었고 실질 GDI는 전기 대비 3.6% 증가했다. 성장률보다 소득 증가폭이 크게 나온 것은 반도체 가격과 교역 조건이 국민소득을 밀어 올린 결과다. 다만 소득이 커진 것과 그 소득이 민간 임금, 비반도체 투자, 서비스 소비, 세수로 내려오는 것은 다른 문제이다. 연간 성장률은 KDI가 8월 19일 수정전망에서 제시한 3.2%(2027년 2.2%) 내외로 전망한다. 상반기 실적과 반도체 기여를 반영한 수치이며, 민간고용과 비반도체 투자의 확산 정도가 상회와 하회를 가른다.

반도체가 끌어올린 소득이
임금, 투자, 소비로
확산되는지는 별개

반도체 기업이 번 돈을 해외투자나 현금으로 쌓아두는 비중이 크면 GDP와 GDI 숫자와 내수, 민간고용의 체감 사이에 괴리가 생긴다. 한국 성장률 상향만으로 기준금리 추가 인상 근거가 자동으로 승격되지는 않는다고 보는 것은 이 때문이다. 금리결정을 움직이는 변수는 주택과 가계대출, 환율과 물가의 전가다. 성장률 상향이 인상 근거로 승격되려면 그 성장이 임금과 내수를 거쳐 물가로 넘어와야 하는데 그 경로는 아직 확인 중이다.

한국은행: 한 차례 추가 인상 전망

한국은행은 8월 27일
25bp 인상을 예상

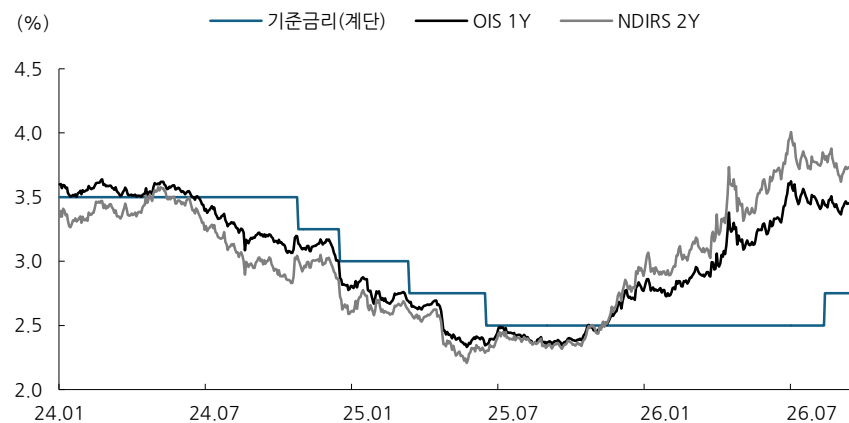
한국은행은 8월 27일 기준금리를 3.00%로 올리는 25bp 인상을 예상한다. 이는 당사 예상이며 시장 내재확률이나 위원별 표결 전망이 아니다. 연말 경로는 국내 성장, 물가, 금융안정 상황과 잭슨홀 이후 미국 금리 신호를 확인해 판단한다. 성장과 고용이 더 약해지고 금융안정 부담이 낮아지면 8월 인상 예상을 동결로 바꾼다. 근원물가와 기대물가, 주택과 가계신용, 환율 전가가 다시 강해질 때에만 3.25%를 예상한다.

금통위 결정과 국고채 금리는 자주 괴리를 보인다. 7월에 기준금리가 25bp 올랐을 때도 시장금리는 결정문과 향후 경로를 읽고 움직였고, 앞선 동결 회의에서 커브가 다음 인상과 국채 공급, 미국 금리를 한꺼번에 반영한 것도 같은 맥락이다. 결정 자체는 회의 전에 이미 값이 매겨져 있고 값이 매겨지지 않은 쪽은 문구와 경로이기 때문이다. 이에 국고 10년물에 얹히는 변수는 한국은행의 다음 결정만이 아니다. 미국 기간프리미엄과 국내 발행물량, 보험사의 장기채 수요가 함께 포함된다.

3.00% 전망은 8월 27일 결정문의 우선순위와 커브의 재평가로 확인한다. 물가와 금융안정을 앞세우면 인상 전망을 유지한다. 성장과 민간고용의 하방이 더 크게 강조되고 가계대출, 환율 압력이 낮아지면 동결로 바꾼다. 장기금리는 국채 공급과 미국 금리를 따로 반영한다.

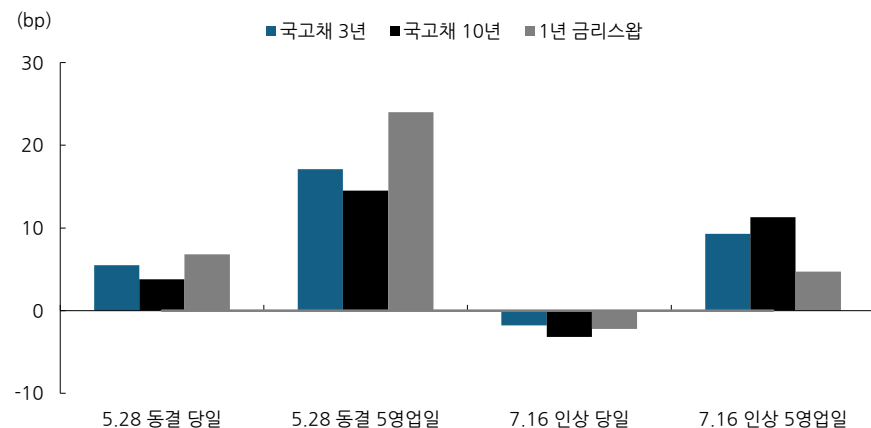
OIS가 기준금리보다 높다고 해도 그 차이를 인상 횡수로 곧장 옮기기는 어렵다. 스프레드 안에 기간프리미엄과 수급, 거래비용이 함께 섞여 있어 정책 기대만 떼어낼 수 없기 때문이다. 정책결정의 근거로는 주택 거래와 가계대출 실행액, 민간고용, 근원물가, 환율을 나란히 놓고 확인한다. 이 계열들이 같은 방향을 가리킬 때라야 커브가 담은 폭을 정책 기대의 대리변수로 쓸 수 있다.

그림44 한국 기준금리와 OIS 1Y, NDIRS 2Y 금리 기대



자료: 한국은행, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림45 금통위 전후 국고채 커브 반응



자료: 한국은행, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 금융통화위원회 전후 기준금리와 국고채 금리의 변화로 정책결정과 장기금리의 방향이 일치하지 않은 사례를 비교

원/달러는 환전 속도와 환헤지가 좌우

경상흑자보다 수출대금이
실제 원화로 전환되는
경로가 환율을 좌우

한국은행은 수출보다 수입물가 전가와 가계대출, 주택가격을 함께 본다. 원화 약세가 기대인플레이션으로 번지지 않고 금융불균형이 낮아지면 추가 인상 부담도 줄어든다. 금리와 환율의 연결은 금리차보다 이 전가 경로에서 확인한다.

수출 회복의 내수, 고용
확산과 물가, 금융안정
전가를 함께 봄

수급과 변동성의 순서는 통념과 반대다. 2026년 2월부터 8월까지 130거래일 표본에서 외국인 순매수는 다음날 변동성지수 변화를 유의하게 선행했고(1일 시차 $p=0.016$, 2일 시차 $p=0.030$), 변동성이 수급을 끄는 반대 경로는 어느 시차에서도 5% 기준을 넘지 못했다. 날짜를 같은 날로 맞추면 수급과 변동성지수 레벨의 상관은 -0.18 로 약한데 비해 코스피 당일 수익률과는 $+0.51$ 로 훨씬 강하게 붙는다. 변동성이 무서워서 파는 쪽보다 지수가 오르는 날 사는 쪽이 뚜렷하다는 뜻이다. 짧은 표본과 6월 사건의 영향 때문에 이 검정이 식별한 범위는 시간적 선행성까지다. 실무로 옮기면 변동성이 잦아들기를 기다렸다가 진입 시점을 잡는 접근은 순서를 거꾸로 놓은 셈이다.

외국인 재진입에는
변동성과 환헤지 후
캐리가 관건

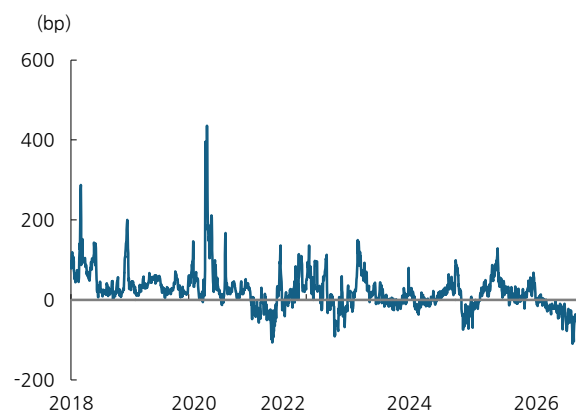
외국인 재진입 조건은 두 가지인데 지금 켜진 것은 하나뿐이다. 변동성 조건은 코스피200 변동성지수가 6월 정점 96.9에서 8월 55.3으로 41포인트 넘게 내려오며 충족됐다. 반면 헤지 후 캐리 조건은 꺼져 있다. 1개월 만기 불일치 금리 대응지표가 -53.3bp 로, 2018년 1월 이후 표본평균 $+22.9\text{bp}$ 에서 크게 벗어난 마이너스 구간에 있기 때문이다.

12개월 선물환으로 환위험을 덮은 미국 국채 10년의 원화 환산 수익률은 약 4.0%, 같은 날 국고채 10년은 4.3%다. 약 35bp의 이 격차는 2018년 이후 표본의 상위 10%에 해당한다. 헤지를 붙이는 순간 미국 국채의 상대 매력력이 크게 낮아진다. 순수 패시브 자금은 벤치마크 비중과 신흥국 펀드 유입에 반응하고, 목표 변동성 자금은 위험자산의 레벨에 반응한다. 두 조건이 함께 켜지기 전까지 재진입은 부분적 흐름에 머문다.

4~6월 외국인 채권자금은 78.8억 달러 순유입됐고, 7월에는 9.6억 달러 순유출됐다. 7월 유출은 앞선 석 달 유입의 12.2%다. 전체 채권자금 통계여서 이를 WGBI 추종 자금으로 특정할 수 없다. 투자주체와 환전 여부도 공개되지 않아 원/달러에 대한 기여도는 확인하기 어렵다.

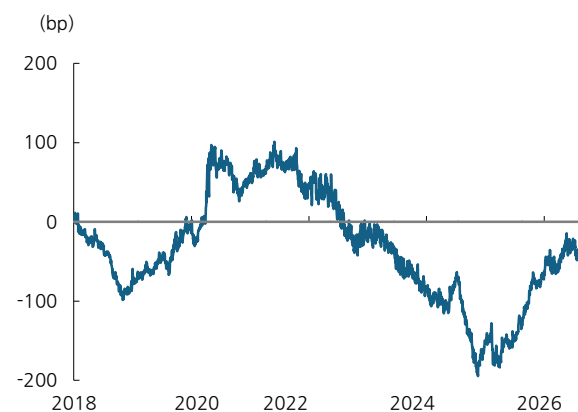
더 중요한 반증은 원화의 방향이다. 같은 기간 원화는 오히려 강세였다. 7월 1일 1,550.70원에서 8월 14일 1,416.75원으로 6주 만에 134원, 8.6% 절상됐는데 달러지수는 같은 기간 101.4에서 99.7로 1.7% 내리는 데 그쳤다. 원화 절상폭이 달러 전반의 약세폭보다 다섯 배 가까이 크다는 점에서 이 움직임은 달러 사이클보다 한국 고유의 외환수급에서 비롯된 것으로 판단된다. 외국인이 채권을 순매도하면 원화도 약세로 간다는 통념과 상반된다.

그림46 원화 1개월 커버드금리평형 이탈도



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림47 한국과 미국의 10년 국채 금리차



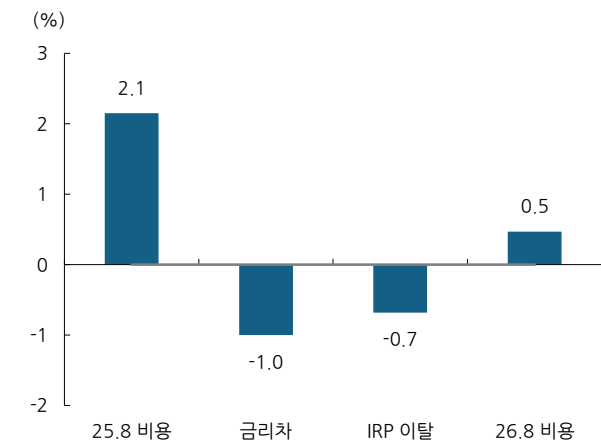
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림48 원/달러 현물환율



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림49 원화 환헤지 비용의 성분 분해



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 원/달러 1개월 선물환, 현물과 한미 정책금리를 이용한 분해

환헤지는 원화를 지지하지만 이행 속도는 점진적

방향성이 명확히 확인된 핵심 변수는 기관투자자의 환헤지다. 국민연금은 2026년 4월 전략적 환헤지 비율을 10%에서 15%로 올리기로 결정했고, 전술적 허용범위를 더하면 20%까지 열려 있다. 다만 8월 기준 실제 이행 비율은 약 4%에 그친다. 해외자산이 약 6,000억 달러로 외환보유액보다 크기 때문에 목표치를 한 번에 채우면 환율과 스왑시장이 함께 흔들린다. 그래서 시중은행보다 한국은행과의 통화스와프를 앞세워 단계적으로 늘리는 중이며, 원화를 지지하는 방향으로 이미 움직였고 규모는 이제 커지는 국면이다.

최근의 가파른 원화 절상은 수출대금 환전 및 포지션 청산 등의 결과

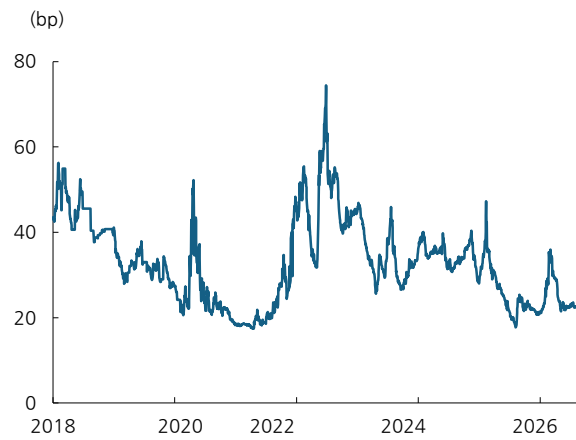
환율이 국내 신용여건을 조이는 경로는 지금 자료에서는 닫혀 있다. 한국 신용부도 스왑 5년물은 22.4bp로 안정적이고, 역외선물환 베이스도 1개월물 -1.1bp, 12개월물 +10.2bp로 과거 분포의 47~62백분위인 정상 범위에 있다. 채권 순매도는 원화에 대한 방향성 베팅보다는 환헤지와 커버드금리평형 채널로 설명되는 쪽이다. 다만 절상 과정 자체는 조용하지 않았다. 6주 사이 8.6% 절상되는 동안 원달러 1개월 내재변동성은 10.06으로 2018년 이후 표본의 80.8백분위에 올라 있었고 표본평균은 8.55다. 방향은 강세인데 옵션시장이 매기는 변동폭이 상위권이라, 이번 절상을 조용한 정상화로 판단하기는 어렵다.

원화 재약세와 신용스프레드 상승, 역외선물환 베이스의 상위권 이탈, 한미 장기금리차 확대가 겹치면 환율 전망을 다시 평가한다. 현재는 신용과 베이스가 안정돼 있어 절상이 국내 신용여건을 조이지는 않는다. 연말 1,440원 전망은 대형 달러공급이 잦아든 뒤 유량이 되돌리는 4분기 경로다. 헤지 정책도 같은 네 지표의 방향이 함께 바뀔 때 재검토한다.

원/달러 연말 1,440원, 전 망 범위 1,410~1,470원

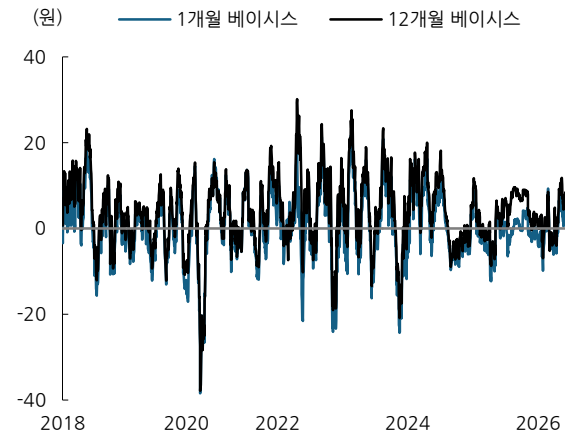
원/달러는 연말 1,440원, 1,410~1,470원 범위를 전망한다. 7~8월 원화 강세에는 국민연금 환헤지 상향과 수출업체의 현물환 매도가 함께 작용했다. 국민연금 환헤지가 단계적으로 진행되고 거주자 해외증권투자가 다시 달러 수요를 만들면 일부 되돌림이 나타난다. 현물환 공급이 계속 늘고 1,400원 아래가 유지되면 전망을 낮춘다.

그림50 한국 5년 신용부도스왑



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

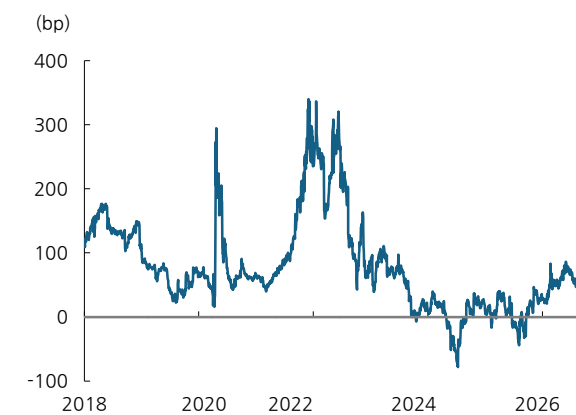
그림51 역내와 역외의 선물환 아웃라이트 차이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

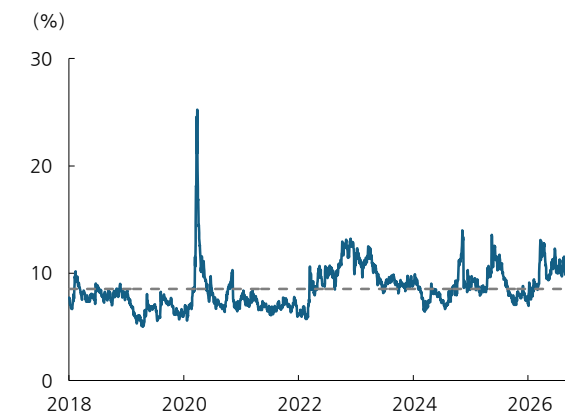
주: NDF 베이스스

그림52 원화 커버드금리평형 이탈도(12개월)



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림53 원/달러 1개월 내재변동성



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2018년 1월 이후 일별 2,250개, 2026년 8월 14일 10.055%로 표본의 80.8백분위 이고 표본평균은 8.55%

시나리오와 철회조건

기준경로는 채용 약화와
수요 유지, 전환 조건은
공급비용과 소비

기준경로는 신규채용이 약해져도 총임금과 민간수요가 버티는 흐름이다. 물가 둔화는 이어지지만 정제품과 운임이 장기금리의 하락폭을 제한한다. 신용은 계약과 만기, 현금흐름의 질을 중심으로 본다.

호르무즈 통항 차질로 디젤과 운임, 보험료가 오르고 서비스물가로 변지면 장기 듀레이션과 데이터센터 신용이 먼저 약해진다. 반대로 고용 부진이 임금총액과 실질소비 감소로 이어지면 연준의 인하 가능성이 커진다. 기대인플레이션과 실질금리, 신용스프레드의 조합으로 두 경로를 구분한다.

세 시나리오는 자산가격보다 지표에서 먼저 갈라진다. 미국은 임금총액, 실질소비, 서비스물가, 한국은 민간고용, 현물환 전환, 가계대출, AI 인프라는 이용률, 계약갱신, 전력접속이 방향을 먼저 보여준다. 이 지표들이 전망 변경 조건이다.

본질적 변수는 자본비용

세 경로를 관통하는 변수는 결국 자본비용이다. 기준 시나리오에서는 높은 장기금리가 오래 남아 장기 프로젝트의 할인율을 끌어올리고, 공급비용 재가속에서는 물가와 전력비가 동시에 원가를 압박하며, 성장 파손에서는 매출과 이용률이 낮아져 차환 능력 자체가 약해진다. 그래서 자산별 방향을 기계적으로 고르기보다 각 시나리오에서 어떤 계약의 현금흐름이 먼저 훼손되는지 확인하는 편이 실용적이다.

기준경로는 조건부 견조함이다. 소비와 기업의 평균은 버티지만 에너지, 신용, 전력접속, 환헤지의 한계비용은 높다. 이 조합에서는 광범위한 베타보다 가격 전가력과 만기 구조, 전력과 계약의 실행가능성이 성과를 좌우한다. 미국에서는 저채용이 소비와 임금의 파손으로 넘어가는지, 한국에서는 경상흑자와 외국인 채권 수요가 실제 현물환 수요로 전환되는지를 확인한다. AI 인프라에서는 장비 수요가 전력접속과 장기 고객계약을 통과해야 서비스 매출이 된다. 이 세 조건이 바뀌면 금리, 원화, 신용, GPU의 기준경로도 바뀐다.

가격전가력과 현금흐름이
있는 자산을 선별

기준 시나리오의 자산시장 대응은 선택적 위험선호다. 미국의 수요가 버티고 물가가 완만히 둔화하는 구간에서는 현금흐름이 안정적이고 가격 전가력을 갖춘 자산이 버티는 반면, 장기 듀레이션과 낮은 스프레드만 근거로 삼은 가격은 기간프리미엄이 조금만 움직여도 흔들린다. 한국은 경상흑자 개선이 원화 강세로 자동 연결되지 않으므로, 환율, 채권, 주식에 같은 방향으로 거는 것보다 실제 수급을 확인하는 순서가 앞선다. AI에서는 장비 수요의 장기 방향과 개별 프로젝트의 단기 실행 위험을 구분해야 한다. 전력접속과 고객계약이 확인된 가동자산은 희소성을 누리지만 이를 아직 확보하지 못한 신규 공급자는 높은 자본비용과 일정 지연에 그대로 노출된다. 공급비용 재가속이나 성장 파손에서는 이 차이가 더 벌어진다.

기준경로: 채용은 약하지만 수요는 버틴다

채용이 약해도 수요가
버티며 물가는 완만히 둔화

정책금리가 한 번 더 오르는 만큼 장기금리의 하락폭은 제한되고, 신용에서는 캐리를 얻는 전략보다 종목선별이 앞선다. 주식의 리더십은 반도체 한 곳에서 금융, 산업재, 헬스케어, 소프트웨어로 넓어지고, GPU에서는 최신 세대의 프리미엄과 구세대의 가격하락이 나란히 진행된다. 같은 AI 투자 안에서도 세대와 전력접속에 따라 수익률이 달라진다.

물가 상방: 공급비용이 다시 오른다

정제품, 운임, 보험료가
물가와 기대 인플레이션
으로 번지는 경로

호르무즈 저통항과 디젤, 운임, 보험료 상승이 서비스물가와 기대인플레이션으로 넘어간다. 연준은 꼬리에서 인상까지 열리고, 한국은행의 3.25% 연내 도달도 꼬리위험으로 들어온다. 금리차와 위험회피가 겹치면서 USD/KRW는 1,500원 위를 시험할 것으로 예상된다. 명목금리와 기대인플레이션이 함께 오르는 구간에서는 장기 듀레이션이 가장 취약하다. 기업이 오른 비용을 가격으로 넘기지 못하면 이익률이 먼저 낮아지고, 신용스프레드는 그 결과가 실적에 찍힌 뒤에야 반응한다. 데이터센터는 전력비와 재금융비용이 동시에 올라 이중 압력을 받는다.

성장 하방: 고용과 소비가 함께 꺾인다

고용과 소비가 함께 꺾이면
금리와 원화는 위험회피의
영향을 받음

신규채용 부진이 해고와 임금총액 감소로 번지면서 실질소비가 꺾인다. 수요가 무너지면 연준은 동결로 돌아서거나 인하 논의를 열고 한국은행도 추가 인상을 멈춘다. 다만 원화는 금리 방향 전환과는 별개로 움직인다. 위험회피와 달러 선호가 겹치는 국면에서는 금리차 축소보다 안전자산 수요가 앞서기 때문이다.

명목금리 하락은 기대인플
레이션, 성장충격, 금융억
압을 나눠 읽어야 함

이 경로에서는 실질금리가 급락하고 신용스프레드가 확대된다. 명목금리 하락만 보고 채권 강세의 원인을 짚으면 성장충격을 물가 안정으로 잘못 판단하기 쉽다. 기대인플레이션 하락인지, 성장충격인지, 금융억압 기대인지는 아래 조합으로 구분해야 한다.

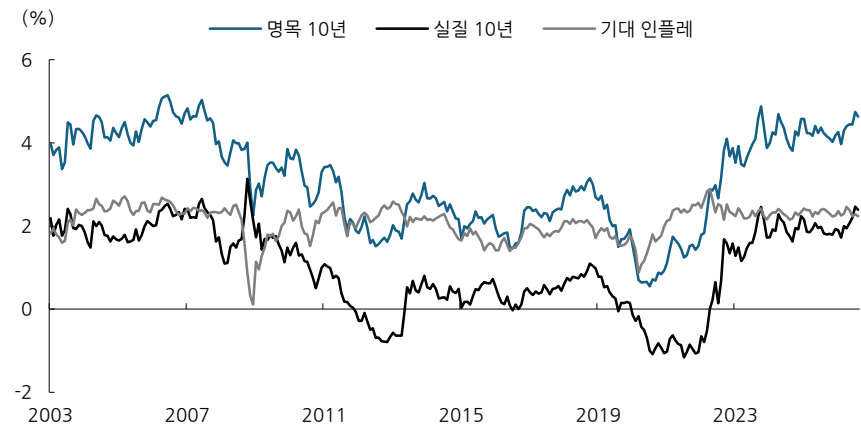
표4 금리 하락 조합

시장 조합	가장 가까운 해석	확인할 지표
기대인플레이션 하락 + 실질금리 보합	에너지, 공급충격 완화	디젤, 운임, 신축적 물가
실질금리 급락 + 신용스프레드 확대	성장, AI 투자 충격	신규채용, 설비투자, AI 크레딧
기대인플레이션 상승 + 달러약세, 금강세	재정, 금융억압 우려	국채입찰, 기간프리미엄, 금, 달러

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 시장 조합별 해석 프레임이며 단일 지표의 기계적 매매신호가 아님

그림54 미국 10년 금리의 세 가지 조합



자료: FRED, DS투자증권 리서치센터

주: 명목 10년물, 실질 10년물, 10년 기대인플레이션의 조합

제1부 결론: 금리, 환율, AI 가격을 가르는 제약

취약가계의 현금흐름,
정제품 재고, 신용 만기와
전력접속이 충격의
전파속도를 결정

미국의 민간수요와 기업이익은 버티고 단기자금시장도 안정적이다. 가계 순자산과 은행 자본도 과거 위기 직전과 다르다. 그러나 가격과 손실의 전파속도는 취약가계의 현금흐름, 정제품 재고, 신용의 만기벽과 데이터센터 전력접속에서 결정된다. 총량의 안정만으로 이 제약을 상쇄할 수는 없다.

연준의 준비금 관리 매입은 단기금리의 마찰을 줄였고 국채시장 유동성도 중동 충격 뒤 회복됐다. 그러나 7월 통화정책보고서에서 주식시장 깊이는 연초보다 낮았고 헤지펀드 레버리지와 일부 사모신용의 환매 압력이 취약성으로 남았다. 가격지수와 변동성이 정상화돼도 얇은 주문장과 레버리지는 외생충격의 손실을 빠르게 전달한다.

이 조합에서 당사는 미국 정책금리가 연말까지 3.50~3.75% 동결을 유지할 것으로 전망한다. 신규채용이 약해도 민간수요와 총임금이 유지되고 서비스물가와 공급비용이 목표 복귀를 늦추는 한 인하는 이르고, 실질 정책금리가 중립 근방이라 한 번 더 올릴 필요도 크지 않다. 다만 장기금리는 정책금리와 별개로 움직인다. 국채 만기와 공급, 기간프리미엄이 하단을 받치는 만큼 정책금리가 멈춰도 장기금리가 같이 내려오지는 않는다. 임금총액과 실질소비, 근원 서비스물가가 함께 꺾이면 인하 개시를, 반대로 정제품과 운임, 임금의 전가가 넓어지면 인상 논의가 다시 열릴 위험을 높여 잡는다.

경상흑자의 실질 원화 환전
및 국내 유입 속도가 금리,
환율의 핵심 기준

한국에서는 반도체 수출과 교역조건 개선이 국내 현금흐름으로 얼마나 전환되는지가 전망을 좌우한다. 수출대금의 해외유보, 기관의 해외투자과 환헤지, 배당, 이자송금이 경상흑자와 원화 수급 사이를 갈라놓기 때문이다. 연말 전망인 기준금리 3.00%, 원/달러 1,440원과 1,410~1,470원 범위는 이 전환 속도에 달려 있다. 성장, 고용 하방이 커지고 금융안정 부담이 낮아지면 8월 인상 예상을 동결로 바꾼다.

낮은 신용스프레드와 짧은 옵션 만기는 낙관을 상당 부분 반영했다. 반면 재정 듀레이션과 전력접속, 환헤지와 정제품 재고의 비용은 높다. 미국의 임금총액, 실질소비, 서비스물가, 한국의 민간고용, 현물환 전환, 가계대출, AI 인프라의 이용률, 계약갱신, 실제 접속일이 전망 변경 조건이다.

제2부. AI 투자와 컴퓨트 선물

AI 투자의 청구서는 전력, 계약, 금융비용까지 넣어야 완성된다

가격보다 매출 개시일과
현금 유출의 순서가 중요

이 보고서는 GPU 가격만 보던 계산에 전력 접속, 고객계약, 증거금과 부채비용을 다시 넣는다. 매출이 시작되는 날과 현금이 빠져나가는 날을 맞춰 AI 설비투자의 실제 수익성을 계산한다. 2부에서 청구서를 다시 쓴다는 뜻은 투자비와 매출, 해지, 차입의 시계를 한 장부에 놓는다는 것이다.

현재 자료에서 발견한 것은 세 가지다. 토큰 물량은 단가보다 빠르게 늘었고 12개월 약정은 세대와 관계없이 할인됐다. 장기 구간의 회복 폭은 B200이 가장 컸다. 이제 이 가격이 실제 거래와 대출조건으로 이어지는지를 본다.

현물과 장기약정의 차이 중 일부는 온디맨드 선택권의 값으로 해석한다. GPU시간은 전력처럼 쓰지 않으면 사라지지만 온디맨드 고객은 사용량과 세대를 바꿀 수 있다. 장기약정 할인에는 이 선택권을 포기한 대가와 공급자가 판매물량을 미리 확정하는 조건이 함께 들어간다.

선물이 정착하면 이 청구서의 기준가격도 바뀐다. 충분한 거래량과 만기수령을 확보한 선물가격이 장기계약의 출발점이 되고 대주가 이를 인정할 때 해지와 담보평가가 같은 기준으로 연결된다. 그전까지 기간요율 단면은 계약가격에서 발견한 정보로만 읽는다.

1. 기간요율에서 발견한 세대별 차이

선도곡선에서 발견한 것은 할인율보다 할인기간이다

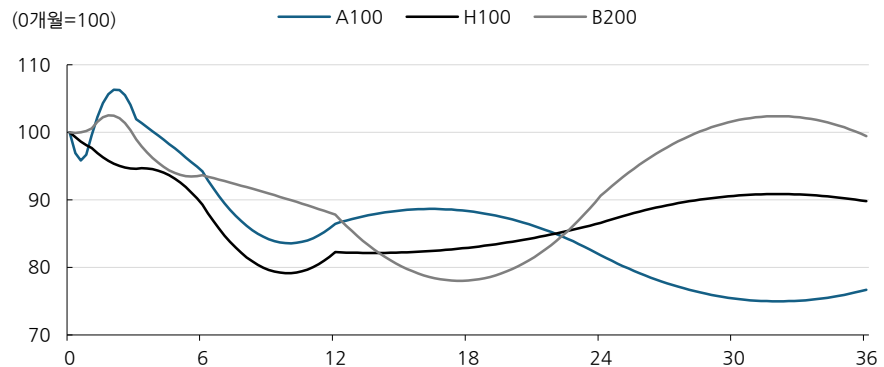
12개월 할인은 공통, 장기
구간의 회복은 세대별로
갈림

세 세대의 곡선은 같은 모양이 아니다. H100 합성선도는 약 10개월, B200은 약 18개월에서 저점을 찍은 뒤 회복하고 A100은 32개월까지 할인 폭이 깊어진다. B200의 36개월 캐리는 -0.2%로 사실상 현물 수준까지 평탄해진다.

12개월 합성 한계 예약요율은 현물을 100으로 둘 때 A100 86.5, H100 82.3, B200 87.8이었다. 24개월에는 각각 81.8, 86.6, 90.6, 36개월에는 76.7, 89.8, 99.4로 갈라졌다. H100이 먼저 돌아섰고 B200은 뒤에 더 가파르게 반등했다.

이는 모든 세대의 가격이 같은 속도로 계속 하락한다는 신호가 아니라 공급자가 장기 용량을 할인해 확정하려는 구간과 그 할인의 유효기간이 세대별로 다르다는 발견이다. 공급자의 선약정과 헤지 수요, 장기 B200 용량의 희소성, 계약조건과 보간오차가 모두 후보다. 한 날짜의 기간요율을 미분한 합성값이어서 실제 금융선물이나 기대현물로 읽지 않는다.

그림55 GPU 합성선도곡선(자체 추정)



자료: Silicon Data, Bandi와 Su(2026), DS투자증권 리서치센터

주: 2026년 8월 13일 현재 시작 기간요율의 누적비용을 차분한 합성 한계요율. 세 GPU의 만기별 145개 값은 한 날짜의 보간격자이며 독립 관측이 아님. 체결 가능한 미래시작 가격이나 기대현물이 아니며 장기 구간은 평균요율의 미세한 곡률과 반올림에 민감함.

$$\tilde{m}_t(H, c) = E_t[S_{t+H, c}] + \frac{\partial_H W_t(H, c) + \partial_H M_t(H, c)}{\partial_H \tau(H, c)} \quad (P1)$$

P1은 합성 한계 예약요율에 기대현물뿐 아니라 계약조건과 측정오차가 함께 들어간다는 뜻이다. 현재 곡선에서 세대별 차이는 볼 수 있다. 다만 각 성분의 기여는 나눌 수 없다.

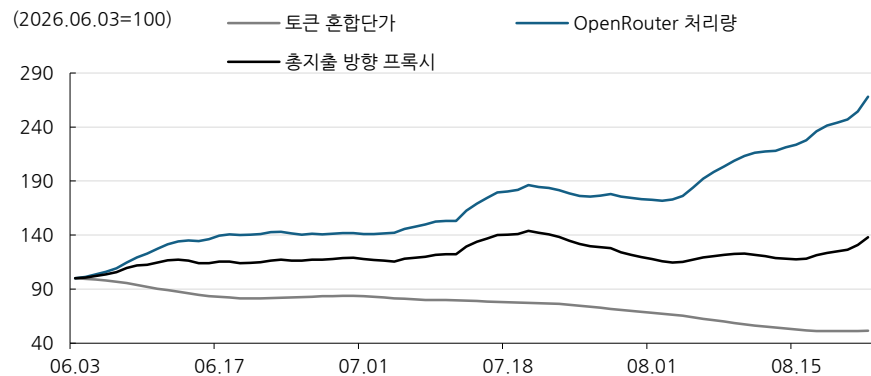
성능보정 계수는 같은 GPU의 현물과 만기값에 같이 적용돼 캐리 계산에서는 소거된다. Peak dense 8-bit 기준 12개월 서비스 가격은 A100 4.52달러, H100 2.25달러, B200 1.95달러다. 실제 작업의 처리량과 메모리, 전력, 서비스 수준을 맞추지 않은 이론값이어서 세대 간 원가로 쓰지 않는다.

2. 사용량이 단가 하락을 웃돌았다

토큰 총지출 방향 프록시는
38.1% 상승

6월 3일부터 8월 22일까지 7일 평균 토큰 혼합단가는 48.5% 낮아졌지만 OpenRouter 공개 처리량은 168.0% 늘었다. 일별 단가와 물량을 먼저 곱한 총지출 방향 프록시는 38.1% 상승했다. 모집단이 다른 두 계열이라 절대 지출은 아니지만 단가 하락보다 사용량 확대가 컸다는 방향은 확인된다.

그림56 토큰 단가, 처리량과 총지출 방향 프록시



자료: Silicon Data SDLLMTK, OpenRouter 공식 API 미러, DS투자증권 리서치센터

주: 7일 이동평균. 총지출 방향 프록시는 일별 SDLLMTK와 OpenRouter total_tokens를 먼저 곱한 뒤 7일 평균. 두 계열의 모집단이 달라 절대 시장지출, 회계매출이나 GPU-hours가 아니다. 6월 3일부터 8월 22일까지 단가 -48.5%, 처리량 +168.0%, 프록시 +38.1%

3. 전력과 접속 제약

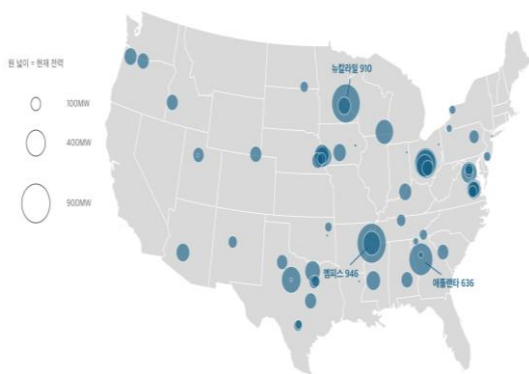
장비 보유보다 전력
접속일이 매출 개시를
먼저 가름

매출의 필요조건: GPU와 전력

IEA 기준안에서 세계 데이터센터 전력소비는 2024년 416TWh에서 2030년 946TWh로, 미국은 183TWh에서 426TWh로 늘어난다. 이 수치는 국가, 계통 단위 전망이며 특정 시설의 전력확보나 GPU 가동률을 뜻하지 않는다. 시설 단위 판단에는 접속권과 위치, 부하곡선을 따로 확인해야 한다.

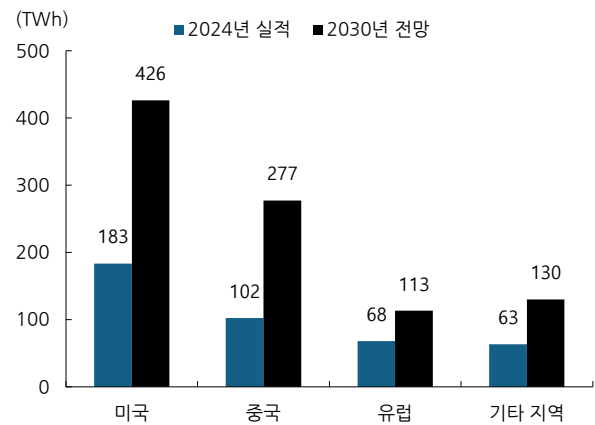
전력 제약은 세계 총량보다 지역과 노드의 집중에서 먼저 나타난다. 다만 집중도만으로 접속지연이나 가격상승의 원인을 식별할 수 없다. 용량가격, 계통부하, 허브가격과 시설 노드의 계약을 서로 다른 관측치로 둔다.

그림57 미국 데이터센터 분포 (MW)



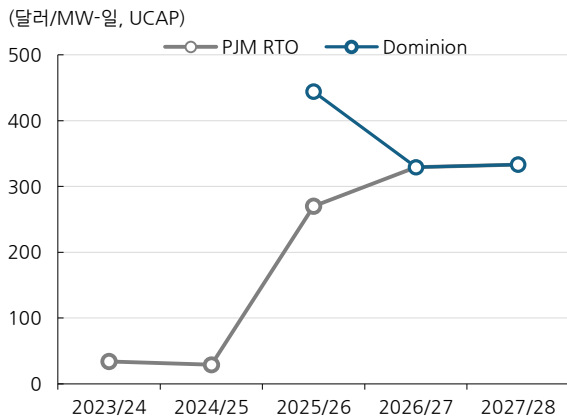
자료: Epoch AI, U.S. Census Bureau, Natural Earth, DS투자증권 리서치센터
주: 용량(MW)과 위치, 2026년 8월 17일 기준. 72곳 중 좌표 확인 62곳

그림58 지역별 데이터센터 전력소비



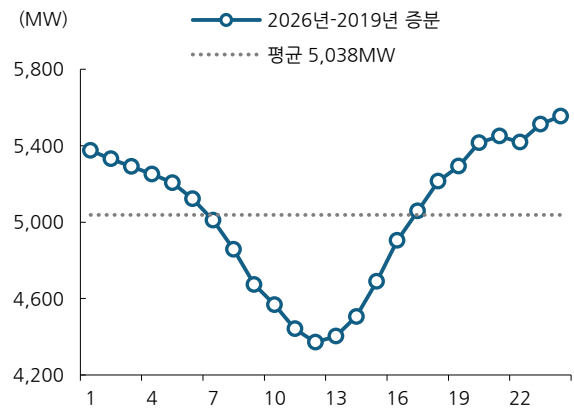
자료: IEA, *Energy and AI*(2025), DS투자증권 리서치센터
주: 2024년 실적과 2030년 기준안(TWh)

그림59 PJM RTO와 Dominion 용량가격



자료: PJM, DS투자증권 리서치센터
주: Dominion은 2025/26부터 RPM에 참여. 2023/24, 2024/25 수치는 PJM RTO 가격이며 Dominion의 연속계열이 아님

그림60 Dominion 7월 평일 증분부하



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터
주: PJM DOM의 2026년-2019년 7월 월~금 시간대별 증분. 평균 5,038MW, 증분 부하율 0.907. 계통 전체 부하이며 데이터센터나 AI의 직접 계량이 아님. 공휴일 제외 민감도 0.914

Dominion의 용량가격과 비교적 평탄한 계통 증분부하는 시장의 긴장을 보여주는 서로 다른 정황이다. 두 관측만으로 데이터센터나 AI의 인과효과를 식별할 수는 없다. 시설별 접속과 부하자료가 붙기 전에는 투자효과로 환산하지 않는다.

지역 허브가격은 시설 노드가격이 아니다

지역, 시간별 가격차가
단일 전력선물의 해지를
제한

FERC가 설명하는 지역별 한계가격은 에너지의 한계 발전비와 송전손실, 혼잡비용으로 나뉜다. 시간이 같아도 노드가 다르면 가격이 갈리며, 하루 전 시장과 실시간 시장의 차이도 따로 정산된다. 결국 전력비는 여러 가격으로 나뉘어야 하고, 전력선물 하나로는 GPU 서비스 원가의 일부만 덮는다.

가동 가능한 컴퓨트 노드의 경제적 가격은 대략 다음 요소로 나뉘고, 전력과 접속, 냉각, 네트워크가 만드는 병목은 장비값과 별도로 봐야 한다. 각 항목의 가격과 접속 일을 따로 세워 두어야 공급능력과 실제 매출능력이 구분된다. 접속 전 용량은 매출로 이어지지 않는다.

표5 분석에 사용한 데이터

구성요소	확인할 가격	남는 위험
GPU, HBM	세대별 임대료와 장비가격	기술교체와 잔존가치
전력	LMP, PPA 등 계약상 조달단가, 용량가격	노드 베이스와 실시간 가격
접속	접속부담금, 공사비, 접속일	지연과 프로젝트 취소
냉각, 네트워크	PUE, 대역폭, 장애율	고밀도 랙의 운영위험
고객계약	take-or-pay, 갱신률	고객집중과 가격 재협상
금융	금리, 담보바울, DSCR	재금융과 마진콜

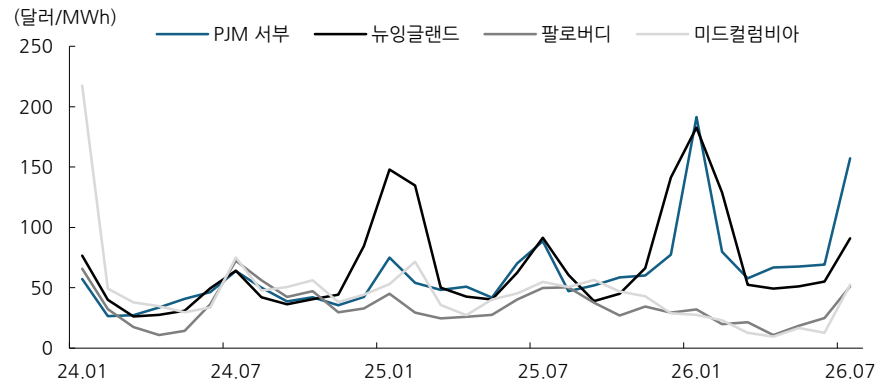
자료: FERC, 지역계통운영자, 기업 공시, DS투자증권 리서치센터

주: 확인항목과 잔존위험을 구분한 분석 프레임. 개별 계약의 실제 해지효과는 노드, 만기, 정산조건에 따라 다름

지역 허브 선물과 컴퓨트 선물을 함께 보유해도 시설 노드의 혼잡, 접속지연, 운영시간 위험은 남는다. 서로 다른 지역 허브의 가격차는 node-hub basis의 사례일 뿐 특정 시설의 해지 실패를 측정한 값은 아니다. 실제 해지 판단에는 시설 노드와 계약 시간대의 노출을 맞춰야 한다.

2026년 7월 피크시간 월평균 허브가격은 지역별로 달랐다. 이 비교는 위치가 다른 도매시장 가격의 관찰이다. 시설 노드, 시간대, 계약이 일치하는 자료가 없으므로 전국 단일 전력선물의 해지효과나 CFADS 결과로 확대하지 않는다.

그림61 미국 지역별 도매 전력가격



자료: 미국 에너지정보청 도매 전력 가격(ICE 일별 체결가), DS투자증권 리서치센터

주: 월평균 피크 가격(\$/MWh). 지역 간 가격분화를 나타내며 개별 데이터센터 노드의 LMP는 아님

계통접속 규칙과 가동시점

접속계약이 설비투자의 매출 전환 시점을 결정

FERC는 2026년 6월 미국 6개 지역계통운영자에 대형 부하의 접속규칙을 설명하거나 고지라고 요구했다. 접속일과 비용배분은 장비 발주보다 데이터센터의 매출 개시 시점을 더 직접적으로 바꾼다. 접속이 늦어지면 같은 GPU를 보유해도 청구할 수 있는 서비스 시간이 줄어든다.

접속계약은 다음 투자 사이클의 선행지표다. 대기열 순번보다 실제 전력 인출권과 개시일, 공사비, 취소조건을 본다. 이 네 항목이 공개되면 설비투자가 매출로 전환되는 시점을 다시 계산한다.

암호화폐 채굴과 데이터센터는 필요한 전력의 품질이 다르다. 채굴은 중단 가능한 부하로 운영할 여지가 크지만 데이터센터는 서비스 수준과 네트워크, 냉각 조건 때문에 정전 비용이 더 높다. 채굴설비의 데이터센터 전환가치는 전력품질과 접속계약을 확인한 뒤 반영한다.

자체발전 의무의 한계

자체발전 의무는 가격,
용량, 공급망 조건에 달림

자체발전을 의무로 걸면 계통 부담이 줄어든다는 통념은 시장 상태에 따라 갈린다. Capacity Markets for Large Loads under Supply-Chain Constraints은 대형 부하의 자체발전 의무와 유연성 인증을 견주면서, 가격이 효율적으로 형성된 시장에서는 자체발전 의무가 조달주체만 바꿀 뿐이어서 후생효과가 크지 않다고 진단한다. 반대로 가격상한에 용량가격이 눌러 있거나 공급망 제약이 심한 시장이라면, 데이터센터가 비용을 더 부담하도록 만드는 보완책으로 기능한다.

데이터센터에 발전소를 붙여도 계통비용은 그대로 남는다. 변압기와 터빈 같은 공급망을 인접 시장과 나눠 쓰는 구조에서는 한 지역의 자체조달이 다른 지역의 투자를 밀어내기 때문이다. 유연성 역시 실제 감축을 검증하고 불이행 벌칙을 설계해 둔 뒤에야 가치가 생긴다.

자체발전 의무의 효과는 용량가격이 효율적으로 형성되는지, 가격상한과 공급망 제약이 있는지에 따라 달라진다. 현재 허브가격과 접속절차만으로 어느 상태에 가까운지는 판정하지 않는다. 투자비와 연료비, 접속비를 함께 본 뒤 순효과를 판단해야 한다.

4. 컴퓨터 선물의 안착 조건

상장보다 기준가격이 되는지가 중요하다

거래량과 장기계약의 기준
가격 채택이 관건

CME는 H100과 B200 임대가격 지수에 연동한 현금결제 선물을 10월 5일 도입할 계획이다. 8월 24일 현재 규제승인 대기 상태여서 체결과 거래량, 미결제약정은 관측되지 않았다. 지금은 상품명세보다 상장 뒤 반복 거래가 붙는지를 먼저 볼 때다.

안착 여부는 거래량과 만기별 미결제약정, 양방향 호가, 만기수령으로 판단한다. 더 중요한 기준은 선물가격이 실제 장기계약의 출발점으로 쓰이는지다. 컴퓨터 장기계약이 선물가격에 지역과 서비스 조건을 더한 구조로 반복 체결되면 가격발견 기능을 인정한다.

거래량이 붙지 않으면 상장명세는 참고가격에 머문다. 거래가 쌓여도 장기계약이 별도 협상가격만 쓰면 금융시장과 설비투자의 연결은 약하다. 거래량과 계약가격 채택을 따로 확인한다.

P2는 기대현물과 실제 선물가격의 차이를 위험프리미엄으로 읽는 식이다. 저장이 어려운 전력과 컴퓨터에서는 이 차이에 가격변동성뿐 아니라 생산자의 선매도와 이용자의 선매수 중 어느 쪽이 더 급한지가 반영될 수 있다. 선물은 단순 예측가격이 아니라 시장의 헤지 압력과 위험부담 능력을 읽는 도구가 된다.

P2의 π 는 현재 현물과 선물의 단순한 차이가 아니다. 만기 기대현물과 선물가격의 차이이며 순헤지수요를 받아 주는 중개자의 위험보상이다. 실제 헤지비용은 스프레드와 수수료, 롤 비용, 증거금 조달과 베이스스를 더해 따로 계산한다.

$$\pi_t \equiv E_t[S_T] - F_t = a_t \sigma_t^2 H_t \quad (P2)$$

공급자의 선매도가 우세하면 선물이 기대현물보다 낮아질 수 있고 이용자의 선매수가 우세하면 반대로 가능하다. 상장 뒤 포지션과 체결, 만기현물이 쌓이면 어느 쪽 헤지수요가 강했는지 읽을 수 있다. 현재 기간요율은 실제 금융선물이 아니어서 P2의 검정결과로 쓰지 않는다.

5. 헤지와 프로젝트금융

미래 현금흐름 고정과 변동증거금 리스크

전력비와 판매단가를 함께
고정하되 증거금 유동성을
따로 봄

전력 프로젝트금융에서는 장기 오프테이크가 발전량을 부채상환 재원으로 바꾼다. Talayuela 태양광은 10년 금융 PPA로 생산량의 약 75% 판매가격을 헤지한 뒤 총 사업비 2억2,800만유로 중 약 1억6,500만유로를 프로젝트금융으로 조달했다. Opdenenergy의 2022년 금융에는 3억100만유로 선순위대출과 함께 2,900만유로 PPA 보증한도, 1,700만유로 부채상환준비금 한도가 들어갔다. 확인된 금융경로는 장기계약과 구매자 신용, 유동성 준비금이다.

ACER는 전력 선도가격을 PPA와 CfD 등 장기계약의 가격결정 기반으로 본다. Cheniere의 장기 LNG 계약은 예정 선적월의 NYMEX Henry Hub 지수 115%에 고정 액화수수료를 더한다. 기준가격과 설비 및 서비스 마진을 나눈 계약이다. 컴퓨터도 거래 가능한 정산지수가 자리 잡으면 GPU 선물 또는 현물지수에 용량확약, SLA와 지역 가산금을 붙인 장기계약을 만들 수 있다.

2022년 유럽 전력시장은 헤지의 반대편을 보여 줬다. 발전사는 미래 발전량을 미리 팔아 매출가격을 고정했지만 전력가격이 오르자 선물 매도분의 변동증거금을 즉시 내야 했다. ECB 집계에서 초기증거금은 2021년 말보다 약 두 배로 늘었고 전력생산자 신용한도는 2022년 3~4월 30억유로 안팎에서 60억유로 이상으로 커졌다. Fortum은 핀란드 정부가 마련한 23억5,000만유로 한도에서 3억5,000만유로를 인출했다. 스웨덴도 최대 2,500억크로나의 보증 틀을 열었으나 실제 이용은 없었다.

거래량과 만기수령을 확보한 선물은 장기계약의 기준가격과 헤지수단이 될 수 있다. 대주가 헤지 뒤 하방현금흐름을 인정하면 사업자는 장기채를 덜 쓰거나 더 낮은 위험프리미엄으로 투자할 여지가 생긴다. 이 경우 선물은 투자 열기를 식히기보다 레버리지를 늘려 사이클을 연장할 수 있다.

반대편에는 유동성 위험이 있다. 선물손익이 나중에 회복돼도 가격이 급변하면 증거금을 먼저 내야 한다. 가격위험은 줄지만 현금시점과 CCP 및 청산은행을 통한 전염 위험이 새로 생길 수 있다. 대주가 헤지를 인정하지 않거나 베이스스와 담보 부담이 CFADS 개선보다 크면 조달효과를 반영하지 않는다.

전력선물이 남긴 두 가지 교훈

프로젝트는 늘릴 수 있지만
가격위험이 증거금 유동성
위험으로 바뀔

데이터센터는 전력비를 PPA나 전력선물로 고정하고 GPU 판매단가를 장기 오프테이크나 컴퓨터 선물로 고정할 수 있다. 전력 노드와 데이터센터 지역, 계약기간, GPU 세대, 성능, SLA, 가동률과 결제지수가 맞으면 하방 CFADS와 DSCR의 변동이 줄어든다. 장기계약을 인정받으면 대출만기를 늘리거나 같은 자기자본으로 설비 투자를 확대할 여지가 생긴다. 아직은 가능성이 있다. 짧은 만기와 얇은 거래량, 빠른 세대교체, 증거금과 베이스스가 현금흐름 개선을 넘어서는지 먼저 확인해야 한다.

$$CFADS_T(x) = Y_T + x(F_t - S_t^F) - TC(x),$$

$$ADS_{\max}(x) = \frac{Q_\alpha[CFADS_T(x)]}{\kappa}, \quad (P3)$$

$$I_t + IM_t(x) + VMBuffer_\alpha(x) \leq W_t$$

헤지효과는 같은 계약 셀에서 거래비용과 물 비용을 뺀 표본 밖 잔여분산으로 판정한다. 가격변동이 줄어도 판매량, 이용률, 접속 위험이 남으면 CFADS와 DSCR은 개선되지 않을 수 있다. 판정은 가격위험과 운영위험을 분리해 보고한다.

일일 변동증거금은 선물손익의 현금정산이므로 손익과 별도 비용으로 이중계상하지 않는다. 대신 초기증거금, 추가 담보, 최대 누적 margin draw와 사용 가능한 현금, 확약한도의 시간경로를 따로 본다. 헤지성과와 유동성 부담을 같은 원장에서 함께 계산한다.

6. 금리, 원/달러, AI 투자 판단

토큰 단가 하락 속 숨은 연산 수요와 선물 금융의 조건

금리와 환율은 기준경로,
AI는 가격발견과 조달효과
를 함께 봄

미국 정책금리는 연말 3.50~3.75%에서 동결될 것으로 전망한다. 한국은행은 8월 기준금리를 3.00%로 올리는 25bp 인상을 예상한다. 원/달러는 연말 1,440원, 1,410~1,470원 범위를 제시한다.

AI 투자에서는 가격 하락만으로 수요를 판단하지 않는다. 6월 3일부터 8월 22일까지 토큰 혼합단가는 48.5% 낮아졌지만 OpenRouter 처리량은 168.0% 늘었고 총지출 방향 프록시는 38.1% 상승했다. 사용량 확대가 단가 하락분을 웃돈 현재 단면은 GPU 수요 붕괴보다 서비스 확산과 가격인하가 함께 진행되는 국면에 가깝다.

기간요율에서도 세대별 차이가 확인됐다. 12개월 합성 한계 예약요율은 세 종 모두 현물보다 낮았지만 36개월에는 B200이 현물의 99.4%까지 회복한 반면 H100은 89.8%, A100은 76.7%에 머물렀다. 최신 세대의 장기 용량에는 할인보다 접근가치와 공급자의 확약 부담이 더 크게 남아 있을 가능성이 있다. 한 날짜의 보간 단면이어서 기대가격으로 확정하지 않는다.

컴퓨트 선물이 충분한 거래량을 확보하고 실제 장기계약의 기준가격이 되면 GPU 판매단가와 전력비를 같은 장부에서 고정할 수 있다. 대주가 이 구조를 하방 CFADS와 DSCR에 반영할 때 청구서가 다시 써진다. 장기채 부담은 줄고 같은 자기자본으로 투자할 여지는 커진다. 베이스와 롤 비용, 증거금 조달이 현금흐름 개선을 웃돌면 이 판단을 철회한다.

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 서동화)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-