

전략공감 2.0

Strategy Idea

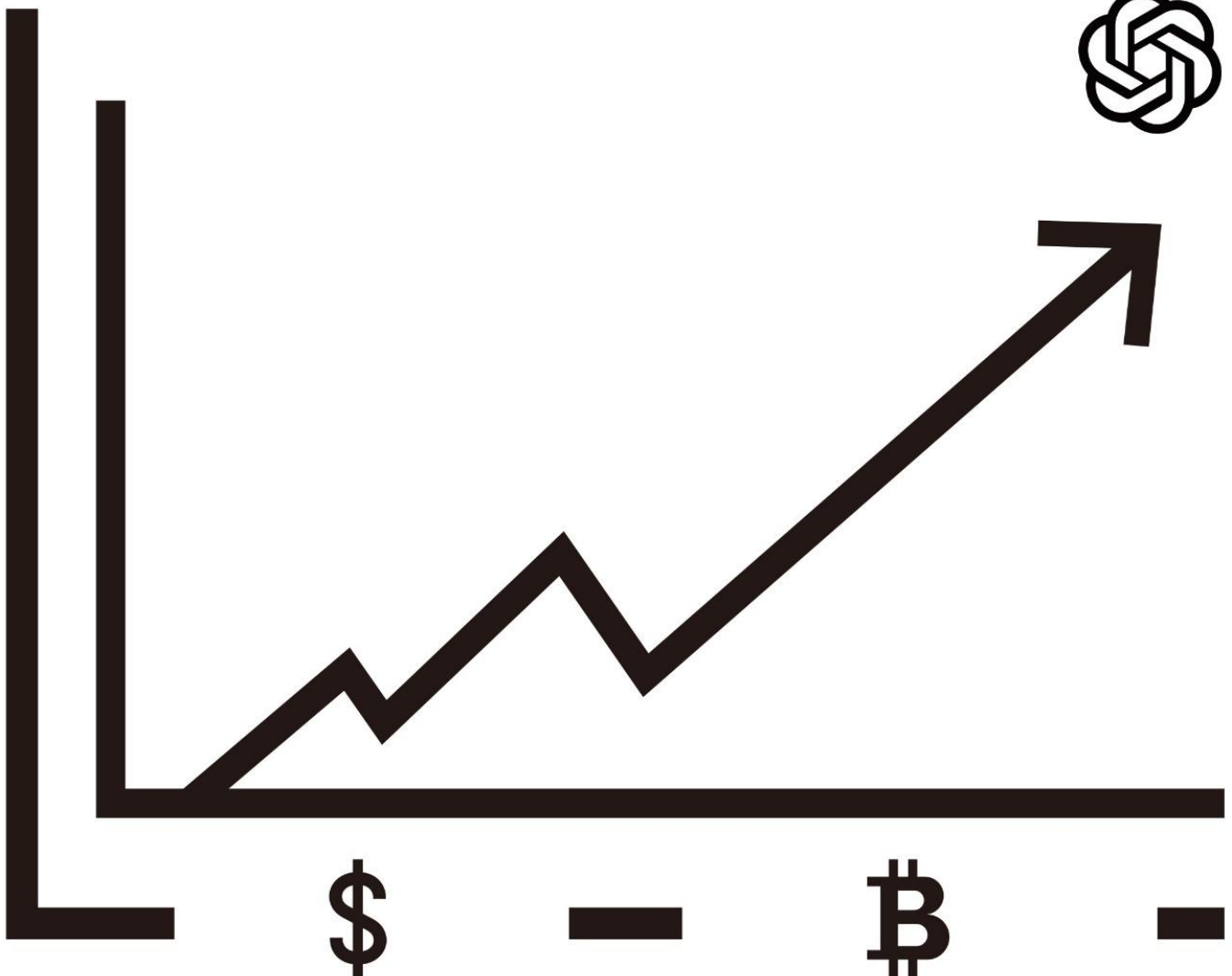
2026 Outlook #3 (해설판) [경제전망] Revealing

오늘의 차트

조선·해운업 크레딧물 둘러보기

칼럼의 재해석

AI 쇼핑 에이전트가 바꾸는 커머스 생태계의 현주소



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 4일 발간된
[2026 Outlook #3 - 경제전망: Revealing] 임



경제분석

Economist 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

2026 Outlook #3 (해설판)

[경제전망] Revealing

- ✓ 2025년이 불확실성의 정점. 2026년은 윤곽이 드러나는 원년
- ✓ Key call: 1) 선진국간 경제 성장률 격차 축소, 2) 2H26 디스인플레이션 및 연준 인하 재개, 3) 주식과 채권에 공히 기회, 4) 환율은 박스권 유지

들어가며: 2025년이 불확실성의 정점이다. 내년에는 윤곽이 드러난다

트럼프 2기의 출범과 함께 세계경제는 역대급 불확실성을 경험했다. 취임 첫날부터 행정명령을 통해 바이든 전 대통령의 흔적을 지웠고, 매일 같이 관세 소식을 쏟아내는 가운데 관세율을 손바닥 뒤집듯 했다.

4월에는 49년간 무역적자라는 것이 국가비상사태임을 선언하며 전세계를 대상으로 일방적인 상호관세를 부과했고, 이를 유예하고 낮춰주는 조건으로 주요국(유럽, 일본, 한국)에게 대미투자 패키지를 얻어 냈다. 안에서는 이민자를 내쫓았고, 재정 균형 명목으로 연방 공무원들을 해임했다.

밖에서는 NATO에서의 출구전략 가능성을 거론하며 유럽의 자주국방을 부추겼고, 국제기구에서의 영향력을 의도적으로 축소시켰다. 트럼프의 행보는, 적어도 미국과 관계를 맺을 때는 규범에 기반하기 보다 거래에 기반한다는 것을 보인 것이며, 그 과정에서 유리한 고지를 점하기 위한 무수한 노이즈를 만들어 냈다.

앞으로 몇 번의 품목 관세가 남아 있지만, 무역정책 불확실성은 정점을 지났고, 이제 그럴 듯한 경제전망이 가능해 졌다. 이는 적어도 2026년은 올해보다는 불확실성이 줄고, 베일에 가려진 변수들이 점차 윤곽을 드러낼 가능성이 크다는 것을 의미한다. 상호 관세의 향방도, 차기 연준 의장의 모습도 어떤 방향이든 결정될 것이기 때문이다. 2026년 경제전망 제목으로 필자가 "Revealing"을 선택한 이유이다.

내년에 드러날 것이라 예상하는 세계경제와 금융시장의 윤곽은 다음 페이지에 정리했다.

What do we expect next year?

첫째, 선진국의 경기격차는 축소된 상태를 유지할 것이다. 2025년부터 2027년까지 성장률은 미국이 1.9%, 1.6%, 1.7%로 잠재 성장률을 밑돌 것인 반면, 유럽은 ECB 금리인하 순기능에 더해 유럽 전역에 걸친 국방지출 확대에 힘입어 1% 초 중반 성장세를 2027년까지 이어갈 것이다([링크](#)). 일본은 잃어버린 30년에서 벗어나 소비-임금-인플레이의 선순환 구도로 접어들었다([링크](#)). 다카이치 내각의 확장 재정에는 중기 인플레이라는 부작용을 낳겠지만 단기 성장률을 지탱시킬 수 있다.

둘째, 관세 부과에 따른 인플레이 상승 압력은 미국에서 특히 두드러질 것이나, 1분기를 정점으로 둔화될 것이다. 내년 하반기부터 디스인플레이션이 재개되겠지만 관세의 서비스업 영향과, 세계 공급망 재편 비용 등은 미국 물가를 장기간 2% 위에서 유지시킬 것이다. 연준이 중립 위에서 인하를 마무리할 이유이다. 다른 나라의 인플레이 압력은 제한적일 것이다.

셋째, 금융시장은 주식과 채권에 공히 기회가 있을 것이다. 미국 경제는 연준이 인하를 해줄 만큼 적당히 나쁘고, AI 붐이 살아 있어 리세션 가능성은 낮다. 미국 채권의 기간프리미엄이 떨어지며 정책금리 인하가 시중금리 하락으로 연결될 수 있다. 환율은 완만한 약달러에 기반한 박스권 등락을 예상한다. 과정은 순조롭지 못할 것이다. 상반기에 관세 위법 여부와 차기 연준 의장이라는 불확실성의 산을 넘고 봐야 한다.

이하에서는 1) 미국경제의 진짜 모습인 고용 없는 성장, 2) 연준 인하와 시중금리 하락 가능성, 3) 환율 전망의 주요 논점을 다루기로 한다.

표1 글로벌 경제전망 요약

(% YoY)		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GDP 성장률	World	6.6	3.8	3.5	3.3	3.3	3.1	3.1
	미국	6.2	2.5	2.9	2.8	1.9	1.6	1.7
	유로존	6.3	3.7	1.0	0.8	1.3	1.2	1.5
	일본	2.8	0.9	1.2	0.1	1.3	1.0	0.9
	중국	8.1	3.0	5.2	5.0	5.0	4.6	4.3
	한국	4.6	2.7	1.6	2.0	1.0	2.0	1.7
CPI 상승률	World	4.7	8.6	6.6	5.6	4.2	3.8	3.3
	미국	4.7	8.0	4.1	2.9	2.8	2.9	2.4
	유로존	2.6	8.4	5.4	2.4	2.1	1.8	2.0
	일본	-0.2	2.5	3.3	2.7	3.0	2.1	2.0
	중국	0.9	2.0	0.2	0.2	0.0	0.8	1.2
	한국	2.5	5.1	3.6	2.3	2.1	2.3	2.0
정책금리 (기말, %)	FFR	0.25	4.50	5.50	4.50	3.75	3.25	3.25
	ECB 예치금리	(0.50)	(0.50)	4.00	3.00	2.00	2.00	2.00
	BOJ 콜금리	(0.10)	(0.10)	(0.10)	0.25	0.50	1.00	1.50
	PBC 1Y LPR	3.80	3.65	3.45	3.10	2.90	2.70	2.50
	BOK 기준금리	1.00	3.25	3.50	3.00	2.50	2.50	2.25
환율 (기말, LC)	달러/유로	1.14	1.06	1.11	1.04	1.16	1.18	1.20
	엔/달러	114.2	132.7	141.9	156.7	152.0	148.0	144.0
	위안/달러	6.37	6.99	7.14	7.30	7.08	7.05	7.00
	원/달러	1,189	1,265	1,291	1,471	1,420	1,400	1,400
WTI (달러/배럴, 기말)		75.3	80.2	71.9	72.4	60.0	60.0	62.0

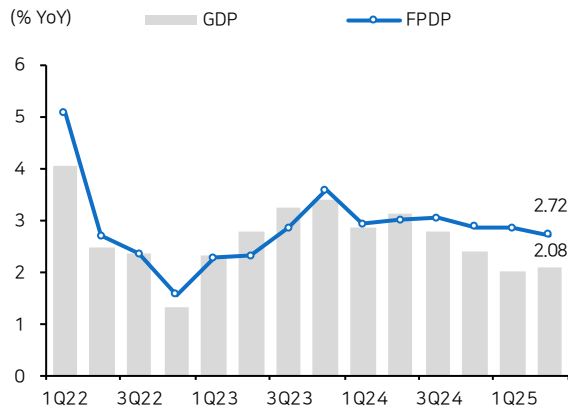
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

1. 미국 경제 점검: 민낮은 고용 없는 성장

당사를 비롯한 유수의 전망기관은 관세율이 급격히 높아졌을 때 미국 경제는 성장을 둔화 및 물가상승이라는 스태그플레이션 충격에 노출될 가능성이 높다고 주장하였다. 그런데, 올해 2분기 미국 실질 GDP와 민간 내수는 각각 2.1%와 2.7% 성장하며 관세 충격이 부재했던 작년 하반기와 큰 차이를 보이지 않고 있다. 개인 소비 성장률 둔화는 매우 소폭에 그쳤으며, 민간투자는 작년 4분기를 저점으로 회복세가 이어지고 있다. 미국은 과연 위험에서 자유롭다고 해야 할 것인가?

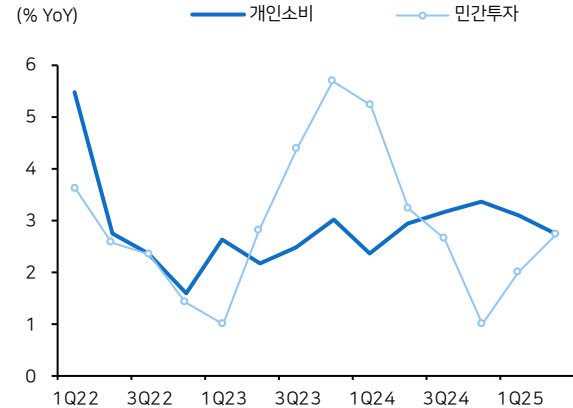
사실은 AI-boom에 가려진 착시효과이다. 실질 민간투자를 AI와 Non-AI로 구분해 보면, 소프트웨어, 컴퓨터/통신 장비, 전력 시설투자를 망라한 AI 유관 투자 확대가 민간투자 회복을 견인하고 있으며, 이를 제외한 투자의 기여도는 (-)이다. 건설 지출도 2024년까지는 IRA/Chips Act의 영향으로 제조업 건설이 크게 늘었으나 올 들어서는 주춤하다. 데이터센터 건설 지출만이 가파른 신장세를 이어가고 있음이 특징이다.

그림1 미국 분기별 GDP와 민간 내수 성장률



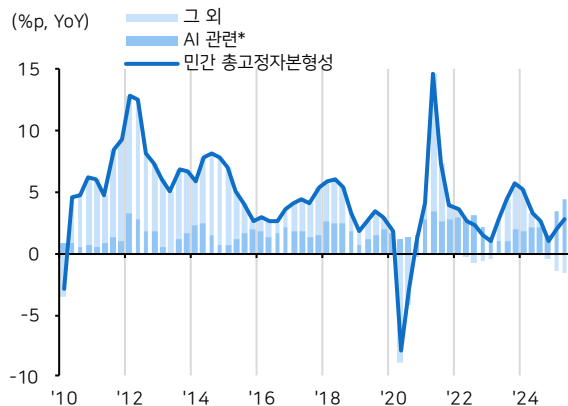
주: FPDP(Final Product of Domestic Purchasers) = 개인소비+민간투자
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 실질 개인소비와 민간투자 성장률



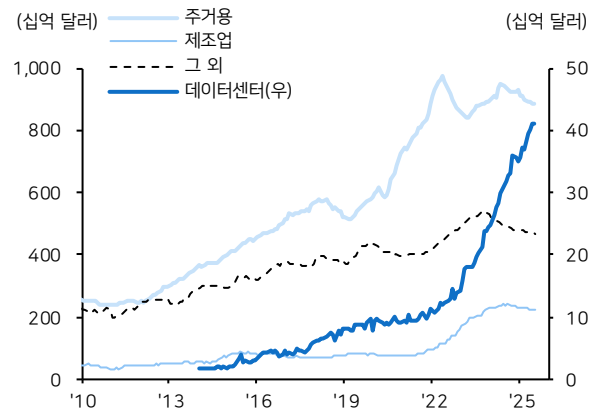
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 실질 민간투자: AI vs Non-AI



주: * AI 관련 = S/W, 컴퓨터/통신 장비, 전력 시설
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 명목 건설지출액

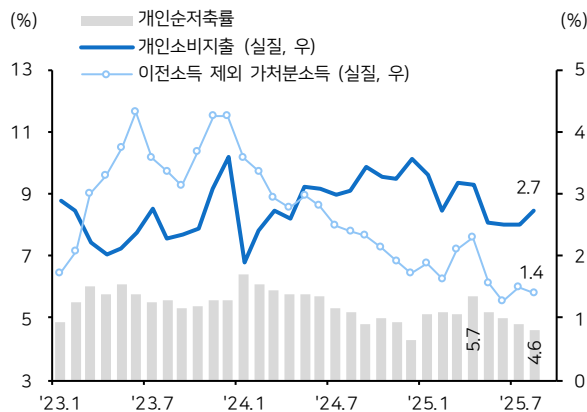


자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

개인소비도 이상한 건 마찬가지이다. 관세 부담을 소비자에게 떠 넘기기 어려워 월마트 등 소매업체가 마진을 희생해 가며 비용을 감내하고 있다는 소식 이면에 실질 소득 증가세를 뛰어넘는 소비 신장세가 자리하고 있다. 명목 소비를 분해해보면, 사치재(자동차, 문화/오락, 외식, 주류 등)의 비중은 상승한 반면, 필수재(차량연료, 음식료, 주거비 등) 비중은 하락했다.

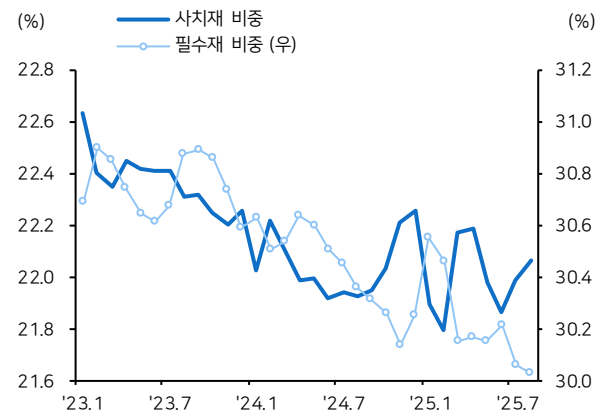
소위 고소득층 중심의 소비 편중 양상이 심화되고 있는 것이다. 그간 전체의 45% 내외를 점하던 상위 10% 소득계층의 소비 비중은 올 상반기 말 49.2%까지 올라왔다. 소득 증가세 둔화는 모두에게 해당되는 일이었음에도 유독 이들의 소비가 활발했던 이유는 자산효과(Wealth effect), 특히 증시 호황과 연관이 있다. 상위 10% 계층은 주식의 87%를 보유하고 있다. 우리나라뿐 아니라 미국 증시도 올해 사상 최고치를 여러 차례 경신하였음을 상기해 볼 필요가 있고, 그 동인도 M7, AI 등 기술주에 편중된 것이었다. AI 붐이 증시 호황으로, 또 다시 자산효과를 통한 소비 개선으로 귀결되고 있는 것이다.

그림5 미국 실질소득과 실질소비, 개인순저축률



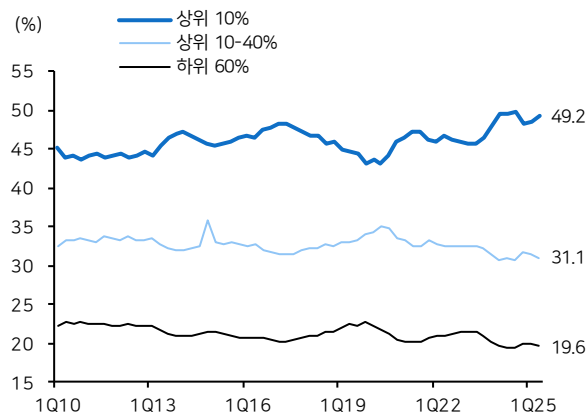
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 명목소비 내 사치재, 필수재 비중



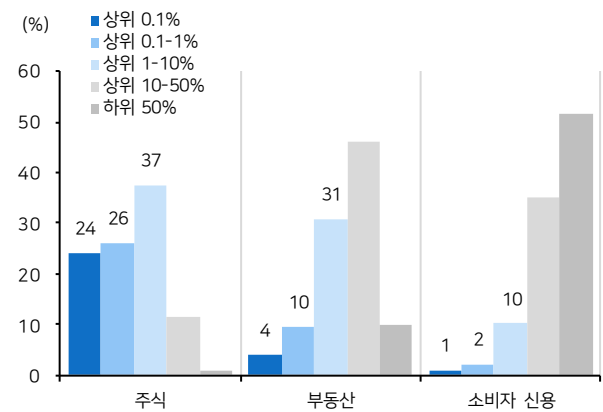
주: OTrakoun (2023), "Are Consumers Losing Steam?"의 분류기준을 적용
자료: Richmond Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 소득계층별 소비 비중



주: 박민서, 전략공감2.0 오늘의 차트 (10월 2일)
자료: Moody's Analytics, 메리츠증권 리서치센터

그림8 소득계층별 자산 비중 (2Q25)

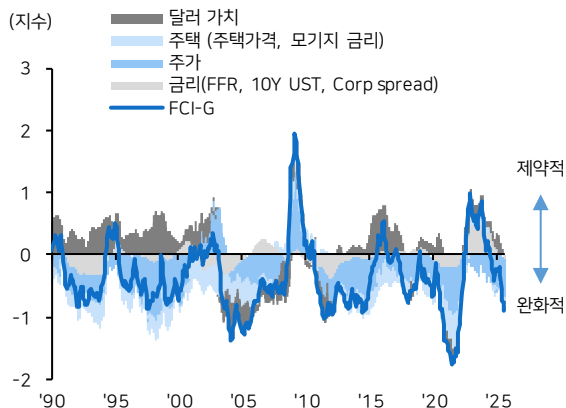


주: 박민서, 전략공감2.0 오늘의 차트 (10월 2일)
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

흥미로운 그림 2개가 있다. 그림 9는 금융환경이 성장에 미치는 영향을 나타낸 것인데, 최근월(2025년 9월) 값은 연준이 금리인상을 시작한 2022년 3월 이후 가장 "완화적"이라 계산된다. 이는 정책금리나 미 국채금리 때문이 아니다. 주가지수 상승이 기준선(0)을 하회하는 정도(-0.9)의 80%를 설명한다. 그림 10은 이러한 현상이 미국에 국한된 것이 아니라, 유럽과 기타 선진국(한국 포함), 중국에까지 광범위하게 나타나고 있음을 보여 준다. 기술주 호황 종료와 금융버블 붕괴로 끝나지 않고 실물경기에도 작지 않은 영향을 줄 수 있음을 시사하는 대목이다.

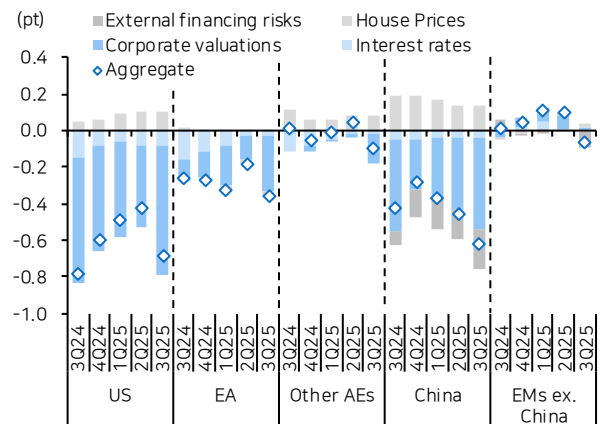
AI 붐에 가려진 미국 경제의 민낯은 무엇일까? 다름 아닌 고용 없는 성장(Jobless recovery)이다. 노동시장을 보면 미국 경제가 양호하다고 주장하기 어렵다. 4월까지 줄곧 10만 명을 웃돌던 월간 비농업 고용증분은 5월 이후 10만 명 아래로 내려 왔다. ADP 민간고용이 8~9월 연속 감소한 점은 아직 발표되지 않은 노동통계국 고용지표 역시 실망스러울 가능성을 보여 준다. 10월 민간 고용은 회복한 듯 보이지만, 이 때는 퇴직 예정 공무원들의 유급휴가가 끝나 정부부문 고용 충격이 불가피하다. 향후 경기둔화로 경기적 실업 요인이 부상할 가능성도 있다.

그림9 금융환경이 성장에 미치는 충격 (FCI-G)



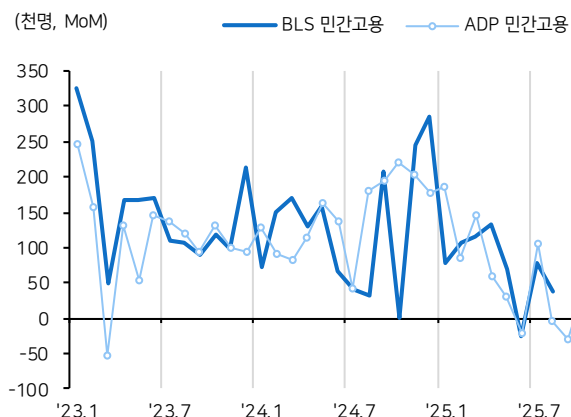
주: FCI-G = "Financial Conditions Impulse on Growth"
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 각국 금융환경 지수 분해



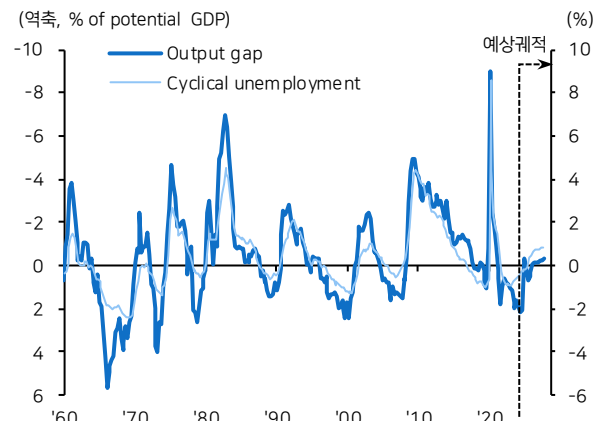
자료: IMF GFSR (Oct 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 민간고용 증감: 노동 통계국(BLS) vs ADP



자료: US BLS, ADP, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 Output gap과 경기적 실업률

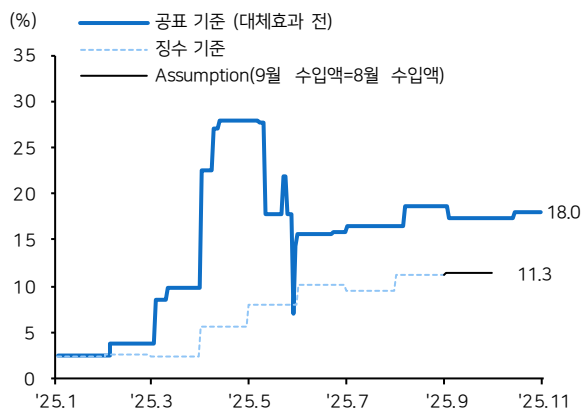


자료: US CBO, US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

반면, 물가압력은 가중될 가능성이 크다. 공표 기준 관세율을 추정하면 18%이며 (Budget Lab at Yale), 관세율 차이에 따른 대체효과를 고려하더라도 13~15%로, 현재 통관선을 넘는 수입품에 징수되는 관세율(11.3%)을 상회한다. 이것이 공표 관세율에 수렴하며 재화 물가압력은 커질 전망이다. 다만 노동시장 cool-down과 임금 상승률 둔화에 힘입은 주거비와 서비스 물가상승률 둔화로 전체 Core CPI, Core PCE 물가상승률 오름폭이 완만할 뿐이다.

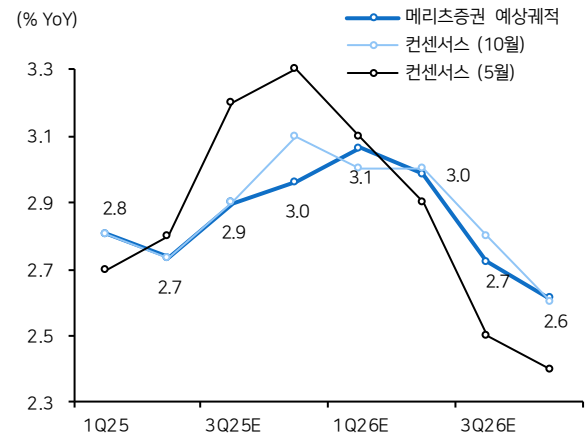
우리는 내년 1분기를 물가압력 정점으로 추정하며, 이 때까지 노동시장 악화-물가상승세 확대라는 스태그플레이션의 모습이 뚜렷해질 것으로 본다.

그림13 미국 실효관세율: 공표 기준 vs 징수 기준



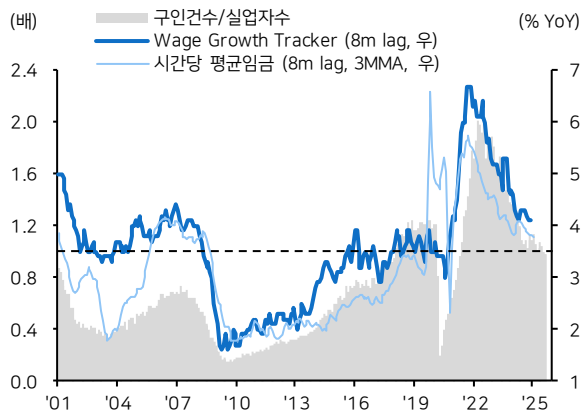
자료: Budget Lab at Yale, US Bureau of Fiscal Service, US Census Bureau

그림14 美 Core PCE 물가상승률 전망: 메리츠 vs 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림15 미국 구인건수/실업자수와 임금 상승률



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 임금 상승률과 주거비 포함 서비스 물가상승률



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

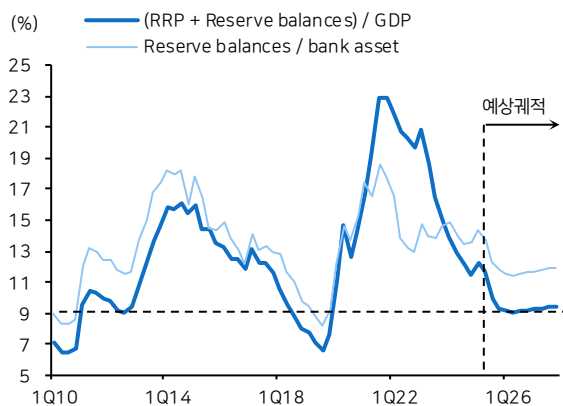
2. 연준의 행보와 국채금리 하락 가능성

연준은 잭슨홀 컨퍼런스 이후 일시적일 가능성이 높은 인플레이보다는 일단 아파 보이는 노동시장을 챙기는 것에 방점을 두고 있다. 이를 반영하여 9월과 10월 연속 인하를 단행하였다. 최근 노동시장이 크게 악화되지 않았고, 물가압력이 가중될 위험이 크다는 점을 들어 12월 인하 신중론을 개진하는 지역 연은 총재들의 목소리가 커진 것이 사실이다(Jeffrey Schmid 캔자스 연은, Lorie Logan 델러스 연은, Beth Hammack 클리블랜드 연은 등).

다만 섣달의 종료 이후 순차적으로 정부 데이터가 공개되면 노동시장 악화가 진행 중임이 확인되면서 12월 인하론이 힘을 받을 것이라 본다. 우리는 연준이 내년 1분기 중 물가를 의식한 휴지기를 가진 이후, 신임 연준 의장 취임과 함께 내년 말까지 추가 2회 인하로 연방기금금리를 3.25%에 수렴시킬 것으로 예상한다. 그리고 내년의 인하는 1) 미국 은행권 SLR규제완화(대형은행 국공채 매수 여력 5,000억 달러 이상)¹ 및 2) 연준 대차대조표(B/S) 축소(소위 QT) 종료 이후 B/S의 자생적 성장 도모에 힘입어 시중금리 하락으로도 귀결될 것이다. 당사는 2026년 말 미 국채 10년물 금리가 3.6% 내외에 도달할 것으로 전망하고 있다.

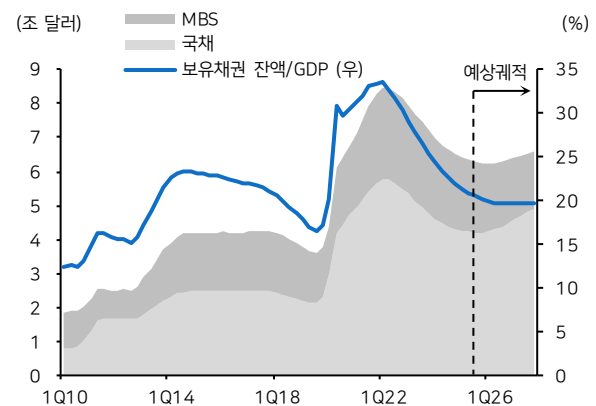
B/S 축소의 종료는 적극적인 대규모 국채매입을 의미하는 QE로의 복귀를 의미하지 않는다. 연준이 6개월 간 대차대조표 규모를 유지한 이후, GDP대비 20% 내외의 보유채권 잔액을 유지하는 정책을 쓰는 소위 "자생적 성장" 시나리오 하에서도 2026~27년 국채 순매입액은 3,000억 달러와 4,200억 달러에 달할 전망이다².

그림17 연준 B/S: GDP대비 (RRP + 기준규모) 비율



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림18 연준 B/S: 국채 및 MBS 보유잔액



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

¹ 김영준, "SLR 규제 완화에 따른 미국채 매수여력 점검", 25년 7월 3일 전략공감2.0 오늘의 차트

² 이승훈, Policy 경제脈-10월 FOMC: 안개가 걷히면 12월에 인하 ([링크](#))

3. 환율 전망의 주요 논점

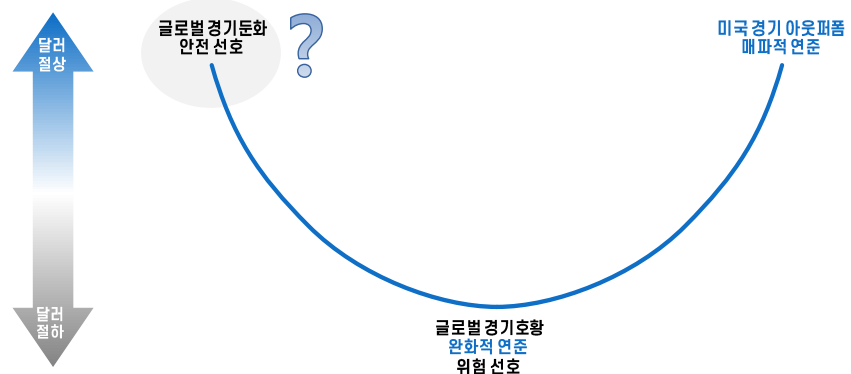
환율 전망의 프레임워크

당사의 환율전망 프레임워크는 지난 5월 15일 발간된 "패러다임: 미국 해게모니에 금이 가다" 보고서에 기술된 바를 토대로 삼는다. 우리는 여기에서 달러가 압도적인 기축통화 지위를 회복하기 어렵다는 견해를 제시한 바 있고, 그 근거로 기축통화의 세 가지 조건인 신뢰, 유동성, 거래 네트워크 중 앞의 두 가지인 신뢰와 유동성 조건이 훼손되었다고 보았다. 달러 스테이블 코인의 활성화가 네트워크 효과를 증진시킬 수는 있겠으나, 금융제재 수단으로 달러화 접근이 제한되고 트럼프 2기 들어 발생한 정책 변동성은 미 국채와 달러화가 과연 안전자산인지에 대한 의구심을 유발했다.

이는 통상 우리가 달러화를 전망할 때 자주 인용하는 스마일 곡선의 왼쪽 입꼬리가 작동할 수 있는가, 다시 말하면 글로벌 경기부진 혹은 침체 국면에서 "Flight to safety" 혹은 "Flight to quality" 가 발생했을 때 미 국채가격 상승 및 달러화 강세가 유발될 수 있는가에 대한 근본적 의문으로 귀결된다. 우리는 그 경로가 깨졌을 가능성을 높게 본다. 때문에 향후 달러화가 강해지는 조건은 2023~24년처럼 미국 성장률이 여타 선진국 성장률을 크게 웃돌 경우에 한정해야 할 것이다. 우리의 전망은 2025~27년까지 선진국 경기격차가 점차 줄어든다는 것이다. 따라서 달러화는 점차 약세를 시현할 가능성에 무게를 둔다.

이를 뒷받침하는 또 다른 근거는, 미국 국채에 더해 이제 주식에 투자하는 미국 이외 지역 투자자들이 달러화를 적극적으로 헤지 하기 시작했다는 점이다. 미국 기업들의 실적이 좋고 향후 전망이 좋더라도 환 리스크는 회피하고자 하는 유인이 그만큼 크다는 것이다. 2025년 들어 그러한 움직임이 본격화되었음에 주목할 필요가 있으며, 내년 이후에도 양상이 지속되리라 예상한다. 이는 트럼프가 보편/상호관세를 예고한 "해방의 날(liberation day)" 을 기점으로 미 국채금리와 달러화가 더 이상 같은 방향으로 움직이지 않는다는 것과도 맥락을 같이 하고 있다.

그림19 달러화 스마일 곡선: 왼쪽 입꼬리에 대한 의구심 발생



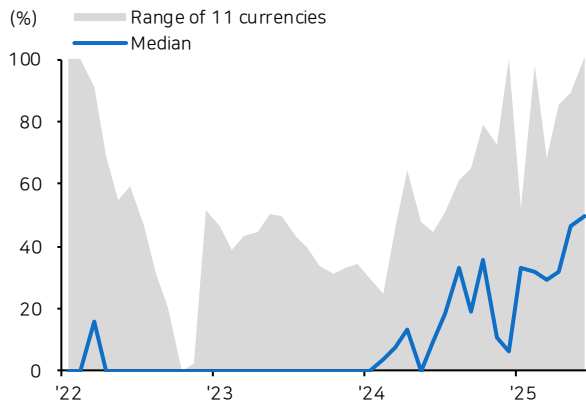
자료: 메리츠증권 리서치센터

해방의 날 이전에는, 미국 금리가 높다는 것이 그만큼 성장세 우위에 따른 금리차 매력에 있음을 의미했다. 그러나 신뢰가 본격적으로 상실되기 시작한 이후로는 미국 금리 상승(=국채 가격 하락)과 달러화 약세가 함께 나타났다. 달러화로 표시된 자산에 대한 신뢰 문제가 금리차 이상으로 더욱 크게 부상했기 때문이다.

연준 인하 재개에도 불구하고 미 국채 10년물 금리가 4%를 웃돌고 있는 것은(국채 가격이 할인된 상태 유지), 기간 프리미엄 상승 때문이다. 이는 1) 국채 공급(재정건전성), 정책 불확실성(앞날을 모름에 따른 가격 할인) 등이 반영되는 실질 기간 프리미엄과, 2) 연준 독립성 훼손-인플레이 통제 제약 위험이 반영되는 인플레이션 리스크 프리미엄으로 나눌 수 있다. 2024년 연초~2025년 9월 말까지 1)과 2)는 도합 38bp 상승을 설명, 동 기간 중 10년물 금리 상승분 25bp를 상회했다.

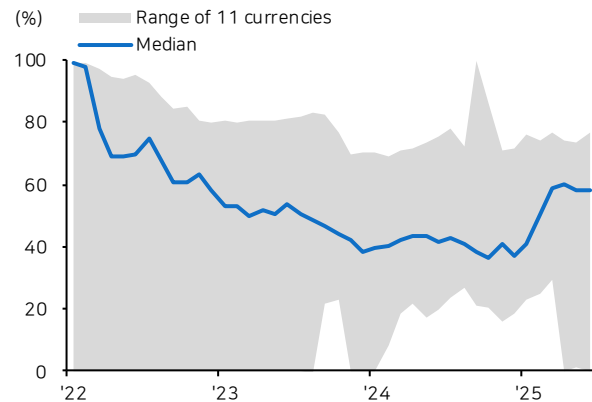
2026년에도 불확실성이 높아질 경우 국채금리 하락 지연-달러화 약세, 반대로 불확실성이 완화되면 국채금리 하락-달러화 반등의 형태가 나타날 가능성이 높은 것으로 판단한다.

그림20 변동성을 최소화하는 FX 헤지 비율: 주식



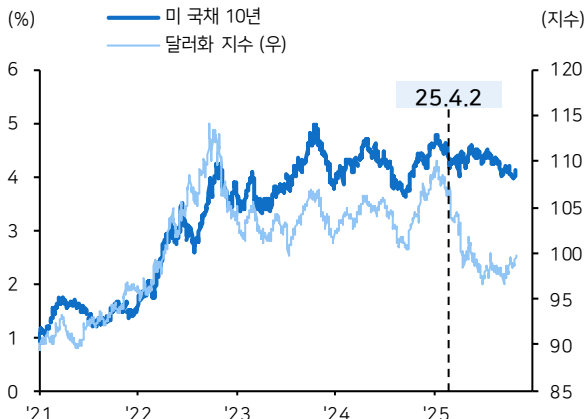
주: Non-US investor들의 포지션임
자료: IMF GFSR (Oct 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림21 변동성을 최소화하는 FX 헤지 비율: 국채



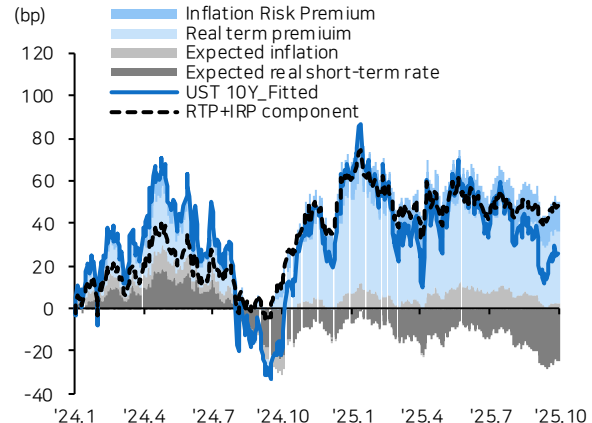
주: Non-US investor들의 포지션임
자료: IMF GFSR (Oct 2025), 메리츠증권 리서치센터

그림22 미 국채 금리와 달러화 지수의 디커플링



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2024년 연초 이후 미 국채 10년물 등락 요인 분해



자료: D'Amico, Kim and Wei (2018, Federal Reserve), 메리츠증권 리서치센터

불확실성은 하반기보다 상반기에 두드러질 것: 달러화 상저하고 전망

2026년 중 금리와 환율에 영향을 줄 수 있는 주요 변수를 표 2에 열거해 보았다. Non-US에 해당하는 프랑스, 영국, 일본은 모두 재정건전성과 관련된 사안이다. 우리의 기본 "시나리오" 는 1) 프랑스 의회가 상정된 예산안을 통과시키고, 2) 영국이 2029~30년 균형재정 달성 위한 증세를 단행하며, 3) 일본 정부의 15조엔 내외 추경을 전제로 달러화 대비 이들 통화의 소폭 강세를 전망하고 있다.

1)은 연말까지 결과를 지켜 볼 사안이며, 2)는 증세 철회로 영국 국채금리가 급등하고 파운드화가 약세가 시현했다. 3)의 경우 17조엔 정도로 추경 규모가 결정되는 듯 보인다. 따라서 유로화와 엔화 전망을 바꿀 사안은 아닌 것으로 판단한다. 이보다 더욱 중요한 것은 미국에서 예정된 굵직한 이벤트들이며, 이것이 달러화의 방향을 결정할 것으로 본다. 이들은 a) IEEPA(긴급경제권한법)에 근거한 관세의 위법 여부 판결(5~6월 예상)과 b) 차기 연준 의장 지명(연초)이다.

- 첫째, IEEPA 관세에 대한 기본 시나리오는 위법 판결이다. 금융시장 위험을 최소화하려면 소급 적용을 하지 않는 것이나, 현재 대법원 심리의 조류를 고려한다면 소급 적용 가능성을 배제할 수 없다. 소급 적용시 성장/물가에는 긍정적이나 OBBB 법안으로 유발된 재정적자를 어떻게 메울지에 대한 논란이 커질 수 있다. 그러나 이는 트럼프의 법 집행 권한을 무한히 열어 주는 합법 시나리오보다는 긍정적이다.
- 둘째, 트럼프는 차기 의장으로 Kevin Hassett 현 NEC의장을 지명할 가능성이 큰 것으로 보인다. 대통령의 복심이지만 연준 개혁이나 금리정책에 대한 견해가 부재하다. 따라서 지명 직후 독립성 훼손 우려가 제일 커질 인사이다. 그러나 의장 한 명으로 연준의 시스템이 바뀌기 어려울 것인 바, 임명 이후에는 시스템 하에서 의사결정을 내릴 것으로 예상된다. 취임 직전까지가 불확실성이 가장 큰 구간이다.

따라서 불확실성이 큰 상반기 중 국채금리 하락이 제약되고 약달러가 진행되는 반면, 하반기에는 금리가 내리고 달러가 복원될 가능성이 크다는 생각이다.

표2 경제전망의 기본 가정: 금리와 환율에 영향을 줄 수 있는 변수 혹은 이벤트들

지역	항목	기본 가정
US	IEEPA 관세	■ 대법원 최종 위법 판결 (w/ 불소급 적용) ■ 전면 무효화시 재정적자 확대 우려로 채권금리 spike 가능 ■ 그러나 "견제와 균형 작동" 인식: 금리 하락, 달러가치 복원 자료
	차기 연준 의장	■ 금융시장 입장에서는 Waller가 최적. 트럼프 선택은 Hassett ■ 단, 의장 부임 이후 연준의 시스템을 따른다는 점을 가정 ■ 독립성 훼손 관련 불확실성은 상반기가 정점
	중간 선거	■ 예외적인 경우를 제외하면 여당 의석수 감소 ■ 중간선거에 근접할 수록 불확실성 완화시키려는 노력할 것
Non-US	프랑스/영국 재정	■ 프랑스: Lecomru가 10/14일 제안한 2026년 예산안 통과 - 통과시 재정적자/GDP: 5.4% (2025) → 4.6% (2026) ■ 영국: 2029~30년 균형재정 달성 위한 증세 가능성 상존
	다카이치 & BOJ	■ 미국과의 무역/투자 deal 재협상 가능성 낮음. 우호적 관계 유지 ■ 소폭이나마 확장재정 강행. BOJ 독립성 존중 ■ 아베노믹스 부활 통한 BOJ 인상 지연보다는 반기 1회 인상 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

달러/원 이슈: 증권투자수지의 영향

달러대비 원화 가치를 보는 데에 있어서는 달러화의 방향도 고려해야 하겠지만, 이에 못지 않게 국내 고유 요인도 중요하다. 현재 달러/원 흐름에 가장 영향이 큰 변수는 증권투자(주식 및 채권투자)수지이며, 작년 하반기를 기점으로 내국인의 해외 증권투자가 외국인의 국내 증권투자 규모를 넘어선 이후 올 들어 달러화 지수와 달러/원의 디커플링이 본격화된 것으로 보인다. 미국과 한국의 정책금리차나 향후 통화정책 기대, 국내 펀더멘털 악화 등은 2024년과 2025년 1분기 원화 약세를 설명하는 변수였으며, 현재 해당되는 사안은 아니다.

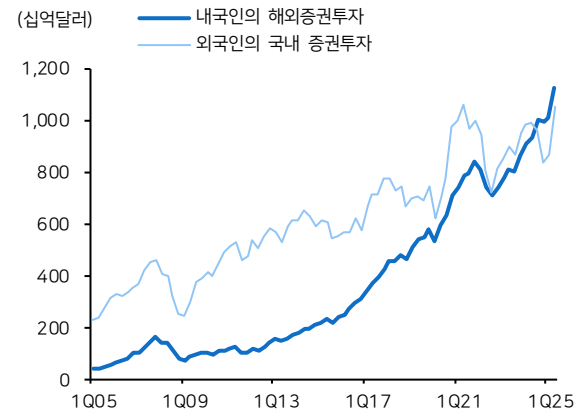
올해 2분기의 경우 달러화 약세와 맞물려 달러/원이 1,400원을 하회한 것은 동기간 중 꾸준히 유입된 외국인 채권투자 때문이었다(2분기 중 +260억 달러). 반면 9월 중순 이후 약세 심화는 증권투자 순유입 기조 지속에도 1) 대미 투자 협상 불확실성이 자리했으며(달러 매도 자제), 2) 10월 이후 내국인 해외 주식투자 대폭 확대(5~9월 58.8백만달러 vs. 10월 68억 달러)와 3) 11월 외국인 국내 증시 순매도 등이 맞물린 결과로 보인다.

그림24 달러 인덱스와 달러/원



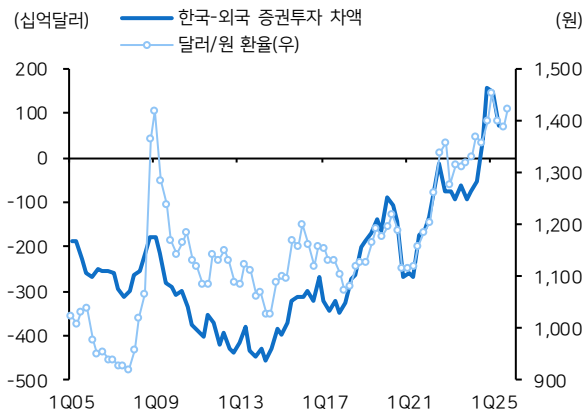
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 내국인의 해외증권투자 > 외국인의 국내 증권투자



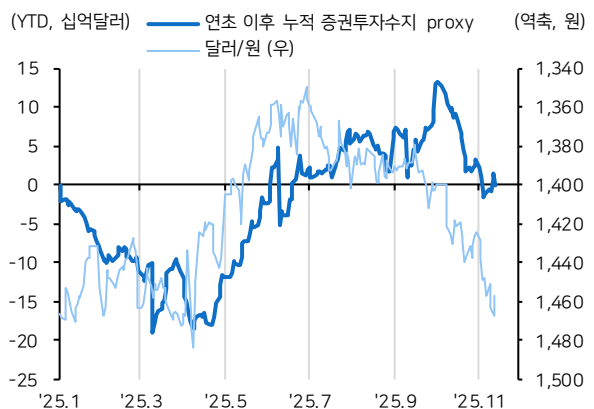
자료: 한국은행 국제투자대조표, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국-외국 증권투자 차액 vs 달러/원



자료: 한국은행 국제투자대조표, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 연초 이후 누적 증권투자수지 proxy vs 달러/원



자료: SeiBro, 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터 추정

증권투자 수지가 달러/원 결정에 있어 중요한 역할을 한다는 것은, 내년 중 외국인의 국내 증권투자 확대 기회가 있을 경우 부분적인 원화 강세 요인이 될 수 있음도 의미한다. 상반기에는 반도체 주도의 주식 강세장이 연장되는 구간인 동시에, 한국 채권시장의 WGBI 편입을 통한 추종 자금이 월평균 50~60억 달러 신규로 유입되기 시작하는 구간이다. 올해에 없는 신규 원화자금 수요가 생겨 나는 것이기 때문에 내년의 달러/원 상단은 올해보다는 낮을 공산이 크다는 생각이다.

당초 우리는 대미 투자 협상이 외환시장 불안을 최소화하는 방향으로 결정된 이후 (직접투자시 발생하는 현금흐름 5:5 배분, 200억 달러를 넘지 않는 외화자산운용 이익금 통한 조달) 관련 불확실성의 해소 및 미 연준 12월 금리인하 기대가 유입되면서 연말 달러/원 환율이 1,390원에 도달할 것으로 예상했었다. 그러나 10~11월 내/외국인의 해외/국내 주식투자 요인으로 달러/원 레벨이 높아지고, 투자자들 사이에서 1,450원이 사실상의 단기 저항선으로 인식되는 등 원화 가치의 복원이 생각만큼 쉽지 않은 환경이 되고 있다.

최근에 와서 외환당국이 적극적인 구두개입에 나서는 한편, 국민연금-한국은행 간의 통화스왑 규모도 기존 500억 달러에서 650억 달러로 증액하는 등 외환시장 안정화에 대한 적극적인 행보도 보이고 있다. 이에 따라 연말에 가서는 1,420원 내외에서 달러/원이 안정화될 가능성이 큰 것으로 예상된다. 내년 말은 상술한 외국인 증권투자 확대 및 국내 증시의 추가 상승에 힘입은 국내 투자자의 국내 증시 기대수익률 신뢰 제고 등을 고려, 1,400원 전망을 그대로 유지한다.

표3 달러/원 분기별 전망

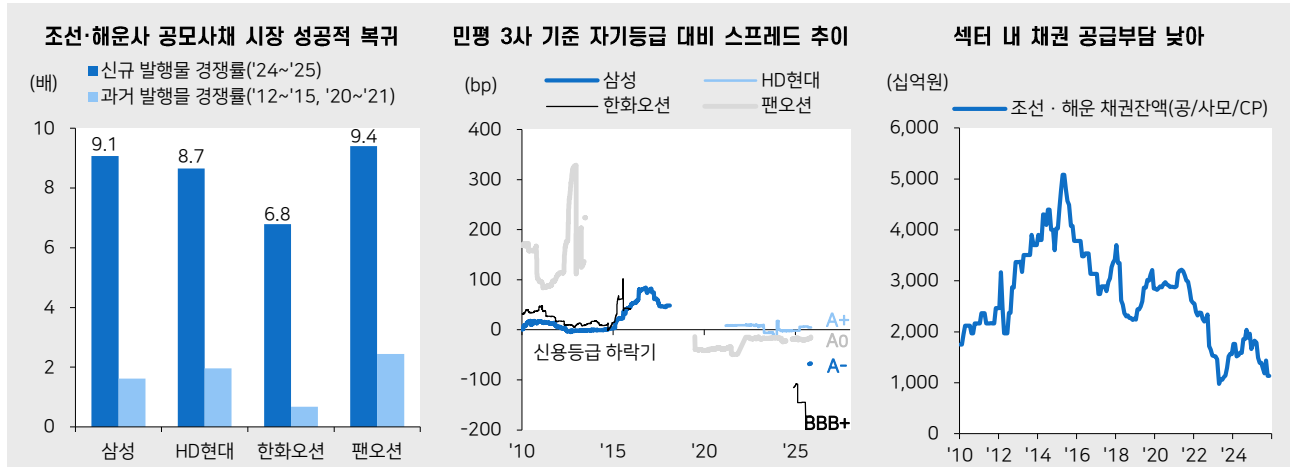
	1Q25A	2Q25A	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
달러/원 (기말)	1,473	1,350	1,403	1,420	1,400	1,360	1,380	1,400	1,473	1,420	1,400
달러/원 (평균)	1,453	1,401	1,386	1,435	1,410	1,380	1,400	1,410	1,364	1,419	1,400

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

오늘의 차트

김영준 연구원

조선·해운업 크레딧물 둘러보기



주: 첫번째 차트의 수치는 최초 모집 목표액 대비 참여수량으로 시산
 자료: 인포맥스, 코스콤, 메리츠증권 리서치센터

회사채 시장에서 한동안 잊혀졌다가 되돌아온 그들

조선업의 활황이 지속되자 사모와 CP를 통해 자금 조달하던 삼성중공업이 10년 만에 공모사채 시장에 복귀했다. 타 조선사와 유관 산업인 해운사도 구조조정의 공백기를 거친 뒤 '24년부터 본격적으로 회사채를 다시 발행하기 시작했다. 그리고 입찰 결과 모두 높은 수준의 경쟁률을 기록해 양호한 수요를 입증했다. 또한, 위기를 딛고 난 후부터 신용등급이 다시 회복되어가고 있으며, 과거와 달리 자기등급 대비 스프레드는 낮은 수준에 머물고 있다.

양호한 펀더멘탈과 수급

현재 조선 3사의 계약부채 비율은 '22년부터 지금까지 1.5~2.0배 사이를 지키고 있어 향후 2~3년간 크레딧 리스크가 부각될 가능성이 높지 않다는 생각이다. 해운사도 영업이익이 이자비용과 리스부채 상환액을 합친 금액을 상회하는 가운데 차입금 만기구조도 장기에 걸쳐 분산돼 자금 압박이 크지 않다.

위기국면 아니라면 발행압력이 크지 않은 섹터

그리고 대형 조선사와 해운사는 선박금융을 통한 자금조달이 용이하기 때문에 채권 발행량이 많지 않은 편이다. 아울러 달러 거래가 잦은 편이라 원화채로 발행할 유인이 적다. 그래서 발행자금은 채무상환이나 설비투자 자금의 보완적 재원으로 사용된다. 다만 향후 미국 대규모 프로젝트를 앞두고 선수금과 자기자금만으로는 부족할 수 있어 유동성 갭 문제를 해결하기 위한 수단 정도로 활용될 수 있겠다.

고금리 수취 측면에서 2~3년 만기 채권 투자는 적절

한편 유의할 점은 선박금융의 대주가 구조상 무보증 회사채 투자자보다 상위 변제권을 가진다는 것이다. 게다가 조선사는 프로젝트 공급자임에도, 부도시 RG(선수금 환급보증) 이슈가 있어 구상권을 가질 수 있는 은행(RG 발급자)과 다른 채권자들 간 경합이 발생할 수 있다. 그럼에도 탄탄한 수주 기반을 갖추고 있어 향후 5년내 부도가 나는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 내년에 차환 발행될 조선·해운사 크레딧물에 투자하는 것은 합당한 리스크 테이킹으로 보인다.

칼럼의 재해석

이효진 연구위원

AI 쇼핑 에이전트가 바꾸는 커머스 생태계의 현주소 (Financial Times)

오픈AI의 'Instant Checkout'을 시작으로 AI 에이전트가 상품 탐색·추천을 넘어 결제까지 수행하는 '에이전틱 커머스'가 본격화되면서, 글로벌 유통·테크기업들은 쇼핑 자동화 경쟁에 돌입했다. Etsy·Shopify·글로벌 브랜드까지 ChatGPT에서 직접 판매하는 환경이 열렸고, Stripe·PayPal 결제 시스템과 오픈소스 프로토콜이 이를 뒷받침한다. Adobe 데이터 기준 생성형AI 기반 쇼핑 트래픽은 3,500% 증가하며 이미 전환율 우위를 보이고, Amazon Rufus·Google AI 모드·Perplexity 등 빅테크는 AI가 구매 여정을 시작부터 결제까지 장악하는 구조로 비즈니스 모델을 재설계 중이다. 이러한 AI 기반 쇼핑 대전환은 2026년부터 성장이 본격적으로 가시화될 전망이다, 고객 획득 비용 감소·전환율 상승을 통해 판매자와 플랫폼 모두에 새 기회를 제공하는 동시에, 고객 접점이 AI 플랫폼으로 이동한다는 리스크도 병존한다.

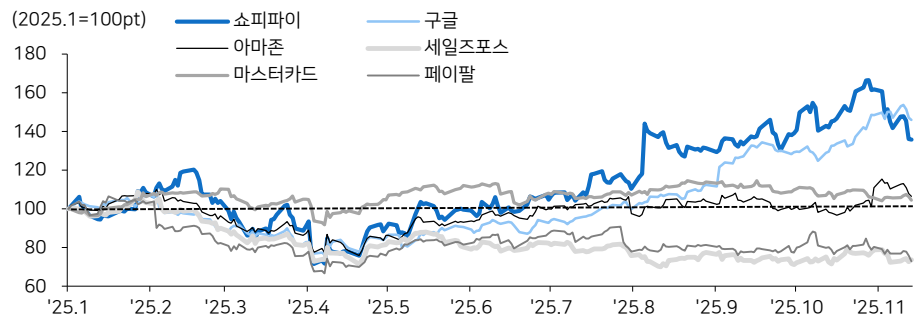
결제까지 수행하는 AI 에이전트, 차세대 커머스의 중심으로

오픈AI, ChatGPT 내
즉시 결제 기능 도입

오픈AI는 지난 9월 ChatGPT에 "Instant Checkout(즉시 결제)" 기능을 도입하며 AI가 단순 검색과 추천을 넘어 실제 거래까지 처리하는 단계로 진입했음을 알렸다. 초기 적용 대상은 미국 Etsy 판매자이며, 향후 Shopify의 100만 개 이상 판매자와 Glossier, SKIMS, Spanx, Vuori 등 주요 브랜드로 확대된다.

결제 인프라는 Stripe와 협력해 구축됐고, 이를 기반으로 한 Agentic Commerce Protocol을 오픈소스로 개방해 다양한 상인과 개발자가 AI 결제 기능을 통합할 수 있도록 지원한다. 사용자는 별도 수수료 없이 결제하며, 판매자는 거래 성공 시 오픈AI에 수수료를 지급하는 구조다. 향후 PayPal 연동도 예정돼 있어 ChatGPT 내에서 PayPal 지급 결제 역시 가능해질 전망이다.

그림1 주요 이커머스 업체들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

에이전틱 커머스 新 산업 구조

디지털 커머스의 약 20%, AI 에이전트 전환

글로벌 리서치 기관들은 에이전틱 커머스를 차세대 초거대 시장으로 전망한다. McKinsey는 2030년까지 AI 에이전트 기반 커머스가 3조~5조 달러 규모로 성장할 것으로 내다봤고, Gartner는 2026년까지 디지털 커머스의 약 20%가 AI 에이전트 기반으로 전환될 것이라고 분석했다.

이 시장은 ChatGPT나 Claude와 같은 범용 AI 플랫폼을 중심에 두고, 쇼핑 전 과정의 자동화를 지향하는 6단계 생태계로 구성된다. 최상위 플랫폼이 구매 목표를 설정하면, Amazon Rufus 같은 수직화된 커머스 플랫폼이 실제 탐색을 수행한다. Shopify Catalog 등 카탈로그 인프라는 상품 데이터를 표준화해 정보 접근성을 높이고, Stripe 등 결제 솔루션이 구매를 완결한다. 마지막으로 브랜드들은 AI가 자사 상품을 선택하도록 만들기 위해 가시성 최적화 경쟁을 펼치며, 구매 후 경험까지도 AI가 관리해 초개인화된 쇼핑 경험이 구현된다.

그림2 에이전틱 커머스 시장 밸류체인



자료: Wing

트래픽 데이터로 확인되는 AI 효과

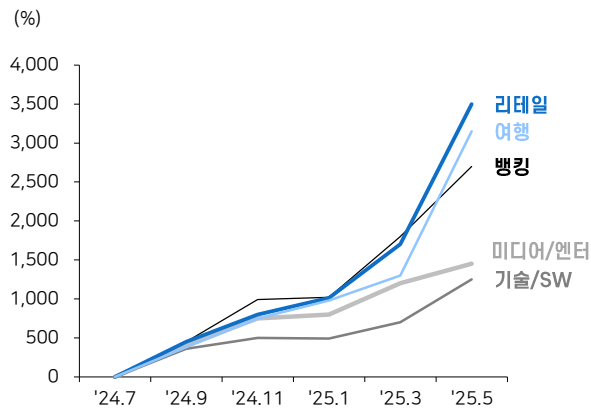
생성형 AI 기반 트래픽 대폭 증가세

AI 기반 쇼핑 흐름은 이미 트래픽 변화에서 명확하게 나타나고 있다. Adobe Digital Insights에 따르면 2025년 5월 미국 리테일 웹사이트로 유입된 생성형 AI 기반 트래픽은 전년 대비 3,500% 증가했다. 불과 3개월 사이 AI 기반 방문도 2배 이상 늘어, 검색 엔진 중심 구조가 AI 플랫폼 중심으로 빠르게 이동하고 있음을 보여준다.

주목할 점은 '구매 전환율' 변화

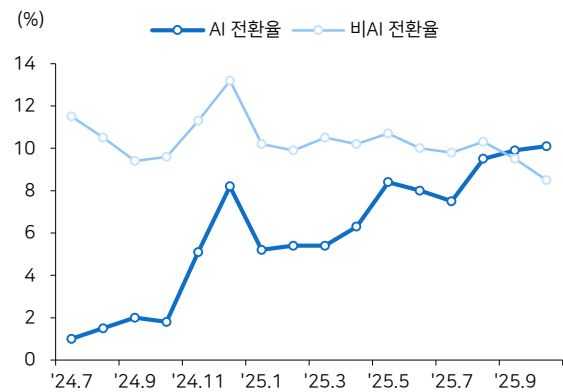
특히 AI 기반 트래픽의 '전환율(Conversion Rate)' 우위가 명확히 나타나고 있다. 생성형 AI를 통해 유입되는 트래픽은 비(非)AI 트래픽 대비 더 높은 구매 전환을 유도하고 있다. 2025년 10월 기준 생성형AI 사용자가 소매 사이트 방문 시 구매 전환 가능성은 기존 트래픽 대비 16% 더 높았음을 확인할 수 있다.

그림3 업계별 AI 기반 방문 점유율 증가 추이



자료: Adobe, 메리츠증권 리서치센터

그림4 AI 활용한 구매 전환율 우위 가시화



자료: Adobe, 메리츠증권 리서치센터

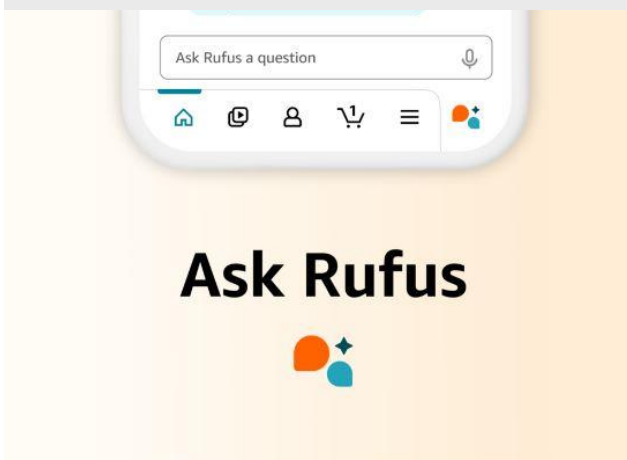
글로벌 빅테크의 전략: 수익 모델의 재설계

에이전틱 커머스는 기존 클릭 기반 광고 모델이 가진 한계를 보완하며 새로운 수익 기회를 제공한다. 대표적인 선두주자로 아마존, 구글 등 빅테크 기업들이 있다.

아마존은 AI 쇼핑 어시스턴트 Rufus를 중심으로 검색, 탐색, 비교, 제안까지의 구매 여정을 자사 플랫폼 내에서 완결하며 전략을 강화하고 있다. Rufus는 2024년 2월 베타 출시 후 앱·웹에 기본 탑재되었고, 상품 카탈로그·리뷰·웹 데이터를 학습해 쇼핑 전 과정을 대체한다. 올해 사용자 수는 2.5억 명에 달하며 MAU는 전년 대비 140% 증가, 상호작용은 210% 증가했다. Rufus 이용자의 구매 전환율은 비이용자 대비 60% 높다. 내부 문서에서는 Rufus가 2025년 약 7억 달러의 운영이익을 간접 창출하고, 2027년에는 12억 달러 규모로 확대될 것이라 전망한다.

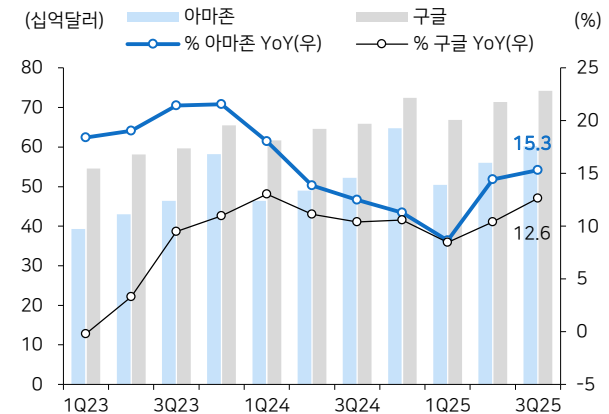
구글, 퍼플렉시티 등도 자체 AI 에이전트를 통해 커머스 전략을 강화 중이다. 퍼플렉시티는 미국 이용자를 대상으로 PayPal·Venmo와 협력해 챗봇 내 여행 예약, 상품 구매, 콘서트 티켓 구매 등을 원클릭으로 처리할 수 있게 했다. 구글은 'AI 모드'를 통해 상품 옵션 제시와 가격 추적 기능을 제공하며, PayPal 결제 솔루션도 구글 제품군에 통합될 예정이다. 이들 기업은 AI 에이전트를 활용해 검색에서 구매까지의 전 과정을 장악함으로써 새로운 거래 수수료, 프리미엄 서비스 등 확장된 수익 모델을 모색 중이다.

그림5 아마존 Rufus



자료: Amazon

그림6 아마존/구글 광고 매출 및 성장률 추이



주: 아마존은 광고 수익과 제 3자 판매 서비스 매출 합산치 기준

자료: Amazon, Google, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 에이전틱 커머스 진출 현황

기업	내용
퍼플렉시티(Perplexity)	PayPal / Venmo 결제 연동, AI 브라우저 'Comet' 통한 자동 쇼핑 에이전트 기능, 펄리(firmly.ai)와 전략적 파트너십
월마트(Walmart)	OpenAI와 전략적 제휴, AI 슈퍼 에이전트 Sparky 도입
쇼피파이(Shopify)	'Commerce for Agents' 에이전틱 커머스용 API/스택 운영, OpenAI / ChatGPT와의 통합
앤티로픽(Claude)	MCP (Model Context Protocol) 개발, Visa 결제 연동, 세일즈포스(Salesforce) Agentforce 360과 통합
세일즈포스(Salesforce)	Agentforce(에이전트포스) AI 에이전트 플랫폼 도입, OpenAI (GPT 계열) + Anthropic (Claude) 등 주요 LLM과 제휴 확대
알리바바(Alibaba)	Alibaba.com에서 'Accio'라는 AI 에이전트 운영 중, 퀘이크(Quark) 앱 챗봇/AI 어시스턴트 통합

자료: 메리츠증권 리서치센터

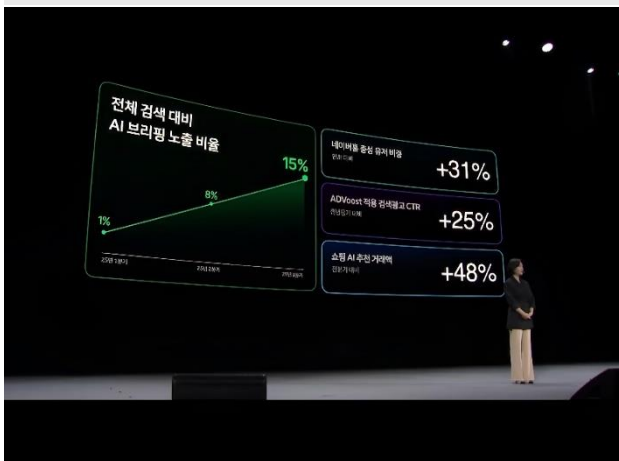
2026년, AI 쇼핑 에이전트 성장 가속

국내에서도 네이버와 카카오가 쇼핑 에이전트 출시를 준비하고 있다. 네이버는 2026년 1분기 '쇼핑 Agent N'을 출시할 예정이며, 이미 'AI 브리핑'을 통해 상품 추천, 리뷰 요약, 비교 기능을 제공 중이다. 스마트스토어, 쇼핑라이브, 네이버페이 등 풀스택 커머스 인프라가 결합되며 경쟁력이 강화될 전망이다. 카카오 또한 메신저 커머스 기반(톡스토어·선물하기)과 자체 AI '카나나'를 활용한 쇼핑 에이전트 도입이 기대된다.

쇼핑은 "AI에게 요청 → 추천 확인 → 결제 완료"라는 새로운 루틴으로 전환되고 있다. 판매자 입장에서 AI 에이전트는 초개인화 추천, 실시간 비교, 챗 기반 결제를 통해 고객 획득 비용을 낮추고 반복 구매율과 충성도를 높일 가능성이 있다.

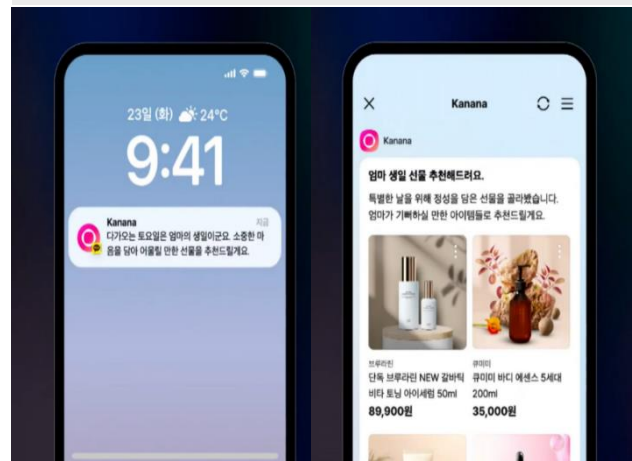
다만, 새로운 구조는 리스크도 동반한다. 소매업체는 구글·아마존 등 플랫폼 상단 노출을 위해 비용을 지불해야 하고, 고객 여정이 AI 중심으로 이동하면서 기존에 직접 관리하던 업셀링 기회를 잃을 수 있다. 결국 소비자 혜택과 기업 과제 사이에서 균형을 찾는 것이 2026년 이후 에이전틱 커머스의 핵심 과제가 될 것이다.

그림7 네이버, AI 브리핑 도입 이후 지표



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 카카오 Kanana: 일정 제안, 선물 추천 등



자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: Why AI is a double-edged sword for retailers. (Financial Times)