경제분석 | 2026.02.05

열흘마다 매크로와 친구맺기 (2월 5일)

이벤트와 펀더멘털의 구분

Chief Economist 정원일
02-3779-3140
wi.jeong@sangsanginib.com

Research Assistant 이나라
02-3779-3139
nara.lee@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

연준 의장 지명, 달라진 건 없다

1월 마지막주 시장에서 가장 관심이 높았던 이벤트는 연준 의장 지명 결과였다. 오랜만에 경험하는 이벤트인 만큼 금융시장에서의 반응 역시 남다른 모습을 보여주었다. 특히 금과 은 및 가상자산 등 전통적 자산 이외의 대체자산 성격을 가지는 자산가격의 급락 발생은 투자자의 우려를 자아내기에 충분한 이벤트였던 것으로 생각된다. 그럼에도 불구하고 우리는 **이벤트와 펀더멘털의 구분을 명확히 하여 시장에 접근할 필요**가 있다.

명확한 사실 한가지는 연준 의장이 곧 바뀐다는 것이며, 이는 **단기적인 경기순환 및 장기적인 성장궤적이 변화한 것으로 넘겨 짚을 필요까지는 없다는 것을 의미**한다. 실제로 한국 1월 수출은 지난해 지속적인 부진 우려에도 불구하고 서프라이즈를 기록하였다. 특히 반도체와 관련된 밸류체인 수출품의 긍정적 효과는 국내 증시의 과열 논란에도 불구하고 강건함을 지켜줄 수 있는 대표적인 지표로 자리매김하고 있다. 수출품의 가격 상승에 따른 일시적 호황으로 이러한 현상을 폄하할 수도 있으나, **글로벌 수요의 움직임을 보면 단지 가격효과에 따른 호조만으로 현재 수출경기를 설명하기 어렵다**.

실제로 대표적인 단기 모멘텀 지표인 ISM 제조업지수는 최근 지속적으로 기준선을 하회하였으나, 금번 발표에서는 시장의 전망을 넘어서는 서프라이즈를 기록하였다. 특히 **신규수주 지표의 큰 반등은 각종 경기에 대한 우려 논란에도 불구하고 견조한 수요가 이어지고 있다는 점이 증명**되는 부분으로 해석할 수 있다. 즉 지표의 방향성이 의미하는 것을 굳이 저평가하기보다는 현재의 경기 확장 국면의 지속 기간을 조금 더 고려할 필요가 있다.

Top Down 기반 투자전략 시사점

*연준 의장 임명이라는 큰 이벤트가 있었음에도 불구하고 시장에서는 **단 하루의 충격 발생 이후 빠른 속도로 가격지표들이 제자리로 회귀**한 모습이다. 경제와 실적의 변동을 설명하는 요소 중 통화정책 요소는 팬더믹 이후 영향력이 절반으로 줄어든 것을 감안한다면 아직까지는 **이벤트가 견인하는 변동성보다는 경기모멘텀이 설명하는 지수의 방향성에 조금 더 집중**할 필요가 있다. 다만 다음주 발표될 미국 CPI 결과에 따라 단기적인 변동성은 확대될 여지가 있다. 미국 PPI가 컨센서스 대비 서프라이즈를 기록하면서 물가상승 우려가 재점화된 가운데 소비자물가까지 높은 수준을 기록한다면 **단기 모멘텀 측면에서의 통화정책 불확실성이 강조되면서 일시적인 변동성 확대 가능성**을 염두에 둘 필요가 있다.*

Macro Indicators – Fact check & Our view

Review: 반도체가 견인하는 수출 호조와 확장 국면에서 등락하는 주요국 PMI

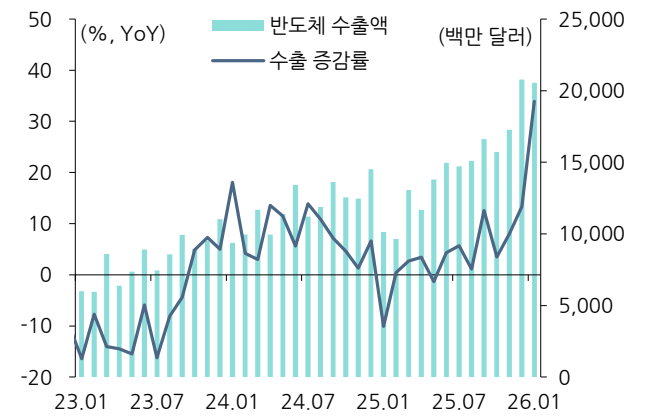
1월 한국 수출입 현황에서 전체 수출액은 전년 대비 +33.9%, 반도체 수출액은 +102.7% 증가하며 반도체가 견인하는 수출 확대 기조가 지속되었다. 반도체를 제외한 수출액 증감률은 +16.0%를 기록하며 안정적인 상승 추세를 보였다. 주요 수출국 중 대미국 수출은 반도체 및 무선통신기기 수출액이 각각 전년 대비 +169.0%, +263.9% 증가하면서 총 수출액 증감률은 +30.0%를 기록하였다.

특히 주요 품목별 수출 실적에서는 반도체 품목 위주의 상승 추세를 보였던 것과 달리, 디스플레이, 무선통신기기, 컴퓨터 품목의 수출 증감률이 2025년 12월 상승 전환된 이후 1월에는 큰 폭으로 확대되고 있는 것이 확인되었다. AI 확산으로 인한 수혜 품목의 범위가 메모리 반도체에서 AI 밸류체인 전반으로 확대되고 있는 것으로 해석할 수 있으며, 이는 한국 수출 성장률을 전망함에 있어 긍정적인 요소로 작용할 것으로 기대된다.

특히 이러한 수출 성장세는 AI 서버향 수요 확대에 따른 반도체 가격 상승이 주도한 것으로 판단된다. 실제로 글로벌 빅테크 기업들의 CAPEX 투자 확대와 국내 반도체 제조 업체들 수주 확보 소식이 이어지는 가운데, 반도체 수출 물가지수는 17년도의 반도체 수출 호황기를 상회하는 수준을 기록하였다.

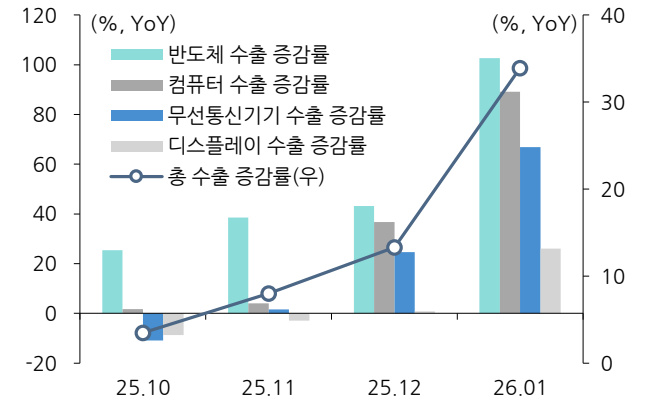
국가의 대외부문의 성장성과 관련하여 수출-수입 물가지수 변화율을 통하여 가격 측면에서의 경쟁력을 확인할 수 있다. 한국의 수출 물가 지수는 Tech 품목 중심으로 가파르게 상승함에 따라 수출-수입 물가지수 변화율 스프레드가 큰 폭으로 확대되었다. 즉 한국의 대외 부문 마진은 고부가가치 산업 중심으로 커지고 있으며, 이를 통하여 순수출의 경제 성장 기여도가 높아질 것으로 생각된다.

그림 1. 반도체 수출 급증이 수출 호조를 견인



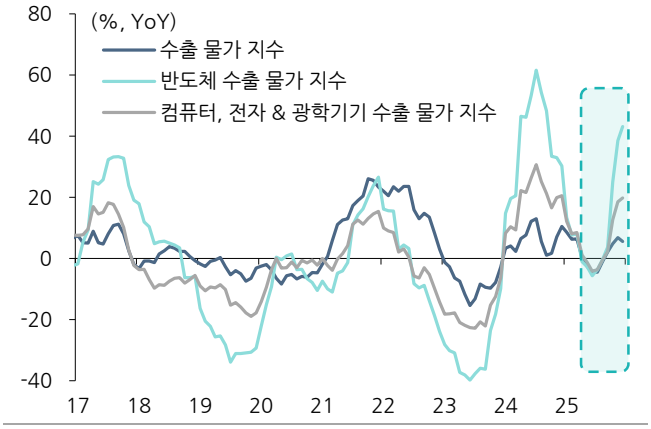
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 2025년 11월 기점으로 Tech 품목들의 수출 증가율 반등



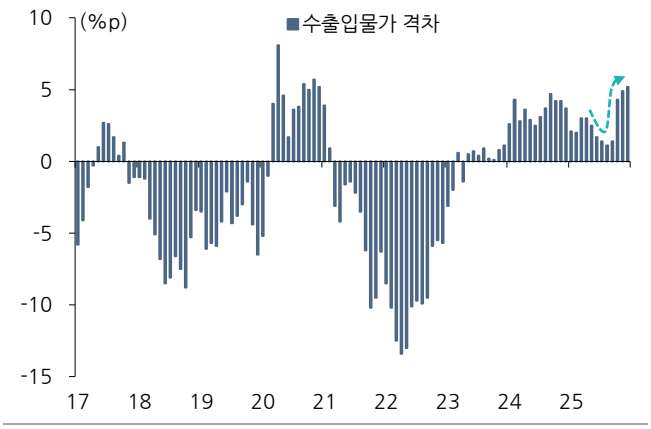
자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 반도체 수출 물가 지수는 2017년 수출 호황기를 크게 상회



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 수출입물가 스프레드의 재차 상승으로 성장에 대한 기대감 확대



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

한편 미국 1월 CB 소비자기대지수는 84.5pt로 전월 대비 -9.7pt 하락하며 2014년 이후 최저치를 기록하였다. 반면 동일하게 소비자심리를 나타내는 지표인 미시간대 소비자심리지수는 1월 56.4pt를 기록하며 전월 대비 반등하였다. 미시간 심리지수의 설문 문항은 개인 재정 상태 위주의 질문으로 구성되어 있으나, CB는 5개 질문 중 2개의 질문이 현재 일자리 및 전망과 관련되어 있다. 최근 노동시장 지표의 완만한 둔화세로 인한 경기 둔화 우려가 컨퍼런스보드 지수에서 더 크게 반영되며 지수가 하락한 것으로 보인다.

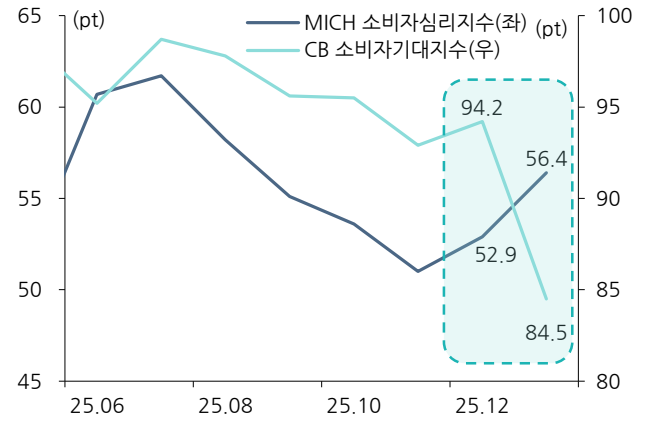
또한 경기 심리와 관련된 지수는 통상 정치성향과 연결되는데, 금번 컨퍼런스보드 조사의 주관식 답변에 그린란드 및 베네수엘라 등 전쟁과 관련된 언급을 한 응답자의 비중이 많았다. 금융시장 기반의 변동성을 기반으로 산출하는 매크로 리스크 인덱스가 최근 소폭 상승하며 금융시장 참여자들이 금번 사태로 다소 투자 심리가 위축되었음이 확인되었고, 이러한 현상이 노동시장 지표 둔화와 함께 반영되어 컨퍼런스보드 지수의 하락 폭이 확대된 것으로 생각된다.

다만 주요 경제지표의 시장 예상치 상회 수준을 확인할 수 있는 경기서프라이즈 지수에서는 미국 지수가 2026년부터 가파르게 반등하며 글로벌 지수를 상회하고 있다. 전반적인 경제 지표들은 예상치를 상회하는 양호한 수준을 보이고 있다는 점을 감안하여 금번 소비심리의 충격은 단기적인 외생적 충격에 따른 일시적 효과로 해석할 필요가 있다.

기관별로 엇갈린 흐름을 보였던 소비자심리지수와 달리, 기업의 경기 인식을 반영하는 심리지수는 전반적으로 견조한 흐름을 이어가고 있다. 기업의 구매관리자를 대상으로 조사한 S&P PMI 지수는 기준선인 50pt를 상회하는 확장 국면에서 소폭 등락하며 양호한 수준을 유지하고 있다. PMI 회복의 제한 요소였던 제조업 지표의 부진 역시 2025년 하반기 이후 점진적인 개선 흐름을 보이고 있다.

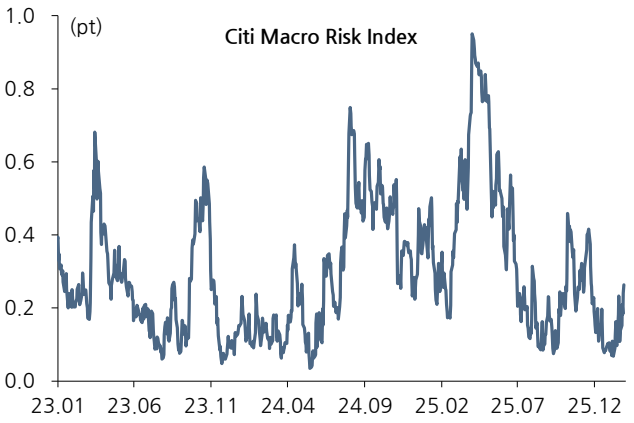
이러한 흐름은 또 다른 기업 경기 인식 지표인 ISM 제조업 지수에서도 동일하게 확인된다. 1월 ISM 제조업 지수는 52.6pt를 기록하며 상승 전환하였는데, 세부 항목 중 신규 수주가 가장 큰 폭으로 상승하였다. 신규 수주의 개선은 곧 수요의 견조함과 연결된다는 점에서 금번 지수의 반등은 제조업의 실제 실적 개선을 기대할 수 있는 요소로 해석된다. 결론적으로 소비자 및 생산자 측면의 주요 지표를 통해 미국 경기의 견조함이 확인되었으며, 주요 교역국인 미국의 강건한 펀더멘털은 한국 수출 환경에도 우호적으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

그림 5. 1월 소비자심리지수는 조사 시행 기관별로 엇갈린 흐름 시현



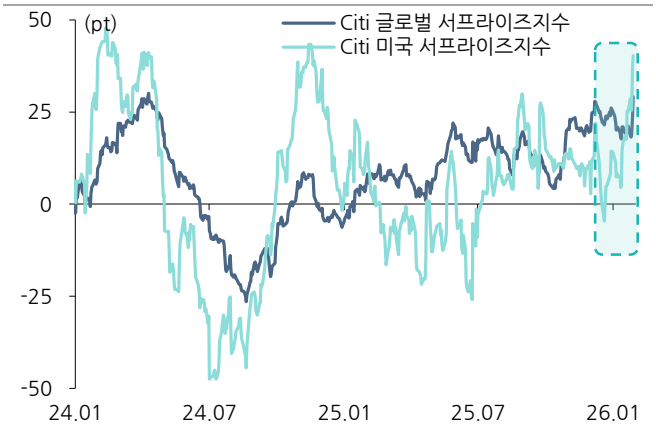
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 전쟁 관련 리스크 영향으로 소폭 상승한 매크로 리스크 인덱스



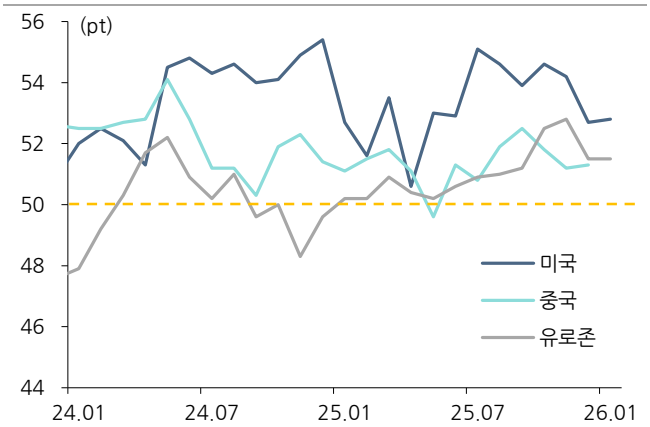
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 소비자 우려와 달리 서프라이즈지수는 가파르게 상승



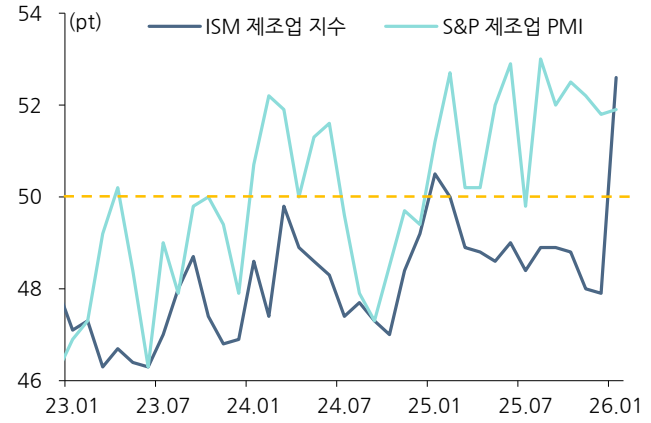
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 주요국 PMI 지수는 전반적으로 기준선을 상회하는 모습



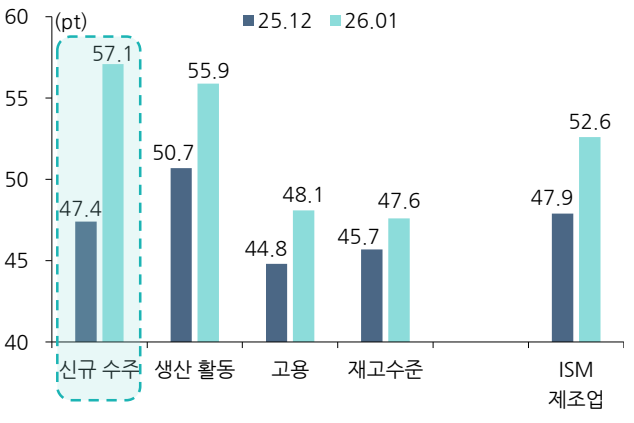
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 미국 제조업 PMI는 점진적인 개선세를 보이는 상황



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. ISM 제조업 지수는 신규 수주의 큰 폭의 증가로 상승



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

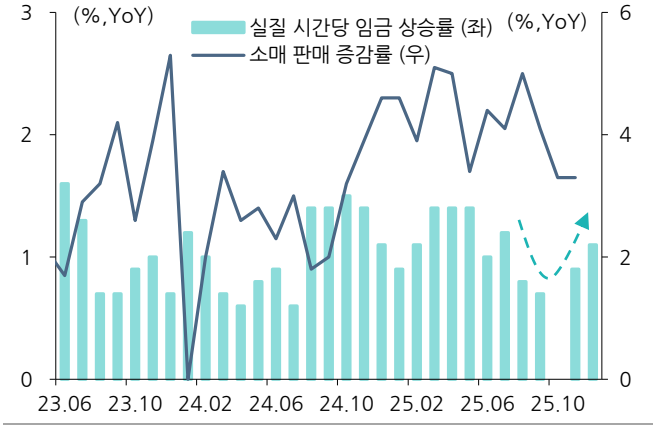
Preview: 물가 지표에서 확인될 수요의 견조함

차기 연준 의장 지명 이벤트와 더불어 미국 정부의 부분 셧다운으로 12월 JOLTs 보고서 발표가 연기되며 금융 시장의 불안감이 일시적으로 상승할 가능성이 있는 주간으로 생각된다. 그러나 앞서 소비·생산 관련 심리 지표 및 서프라이즈지수에서 확인되듯이 전반적인 경기의 견조함은 유지되는 것을 감안한다면 단기적인 이벤트로 인한 변동보다는 향후 발표될 매크로 지표 기반으로 경기의 방향성에 집중할 필요가 있다.

1월 PMI 지수를 통하여 확인된 기업이 인식하는 경기 상황은 양호한 것으로 나타나고 있으며, 특히 ISM 지수 중 신규 수주의 급등은 수요 측면의 견조함을 확인할 수 있는 요인이다. 실제로 실질 시간당 임금 상승률은 전년비 +1% 이상의 수준을 유지하며 내수 수요 수준을 뒷받침하고 있다. 또한 곧 진행될 tax refund 또한 견조한 실질 임금 상승률과 더불어 가계의 높은 수요가 지속될 것을 기대할 수 있게 하는 요인이다.

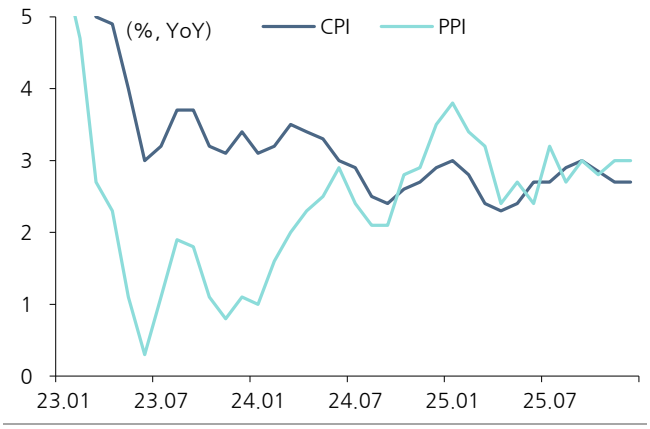
한편 2월 11일에는 미국 CPI 발표가 예정되어 있다. 1월 CPI는 전년비 +2.7% 상승하며 예상치에 부합했으나, 이는 통화 당국의 물가 안정 목표치인 2.0%를 크게 상회하는 수준이다. 1월 PPI 증가율은 서비스 품목의 상승으로 예상치 +2.7%를 상회하는 +3.0%를 기록하여 재차 물가 상승 우려가 발생하였다. 이와 같은 생산자 물가의 상승이 온전히 소비자에게 전가되는 것은 아니나, 생산자 물가의 상승은 소비자 물가 상승으로 이어질 수 있다. 특히 가계의 견조한 수요와, 높은 물가 하에서도 부담 여력이 충분함을 감안하였을 때 2% 후반의 높은 소비자 물가 수준이 형성될 가능성이 높은 것으로 생각된다.

그림 11. 물가는 견조한 수요 기반으로 높은 수준을 유지할 것으로 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 물가는 견조한 수요 기반으로 높은 수준을 유지할 것으로 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Top Down Strategy Implication

통화정책 변동성에 대한 시장 내성

미 연준 의장 임명이라는 이벤트에도 불구하고 자본시장이 단기간 내에 빠른 회복이 진행된 것은 통화정책의 변동이 자산 가격에 미치는 민감도가 과거에 비해 낮아졌음을 의미한다. 필자의 1월 26일자 "구시대의 균열과 신시대 개척" 보고서에서 언급하였듯이 팬더믹 이전의 경제 구조 대비 현재의 경제에서는 통화정책이 경제와 기업이익을 설명하는 수준이 많이 낮아진 것이 사실이다. 특히 KOSPI 지수가 5,000pt를 하회하는 변동성을 보인 직후 신속하게 반등하며 회복 탄력성을 입증한 과정은 시장 참여자들이 일시적인 수급 충격보다는 거시경제의 본질적인 건전성에 더 큰 가치를 부여하고 있음을 의미한다. 과거에는 기준금리의 변화가 자산 가치를 결정하는 핵심 변수였으나, 현재는 기업의 이익 창출 능력과 경제 체질의 강건함이 통화정책 충격의 하방 압력을 상쇄하고 있다. 따라서 이벤트에 의한 변동성 확대가 펀더멘털을 훼손하지 못하는 구조적 변화를 반영하는 중으로 판단된다.

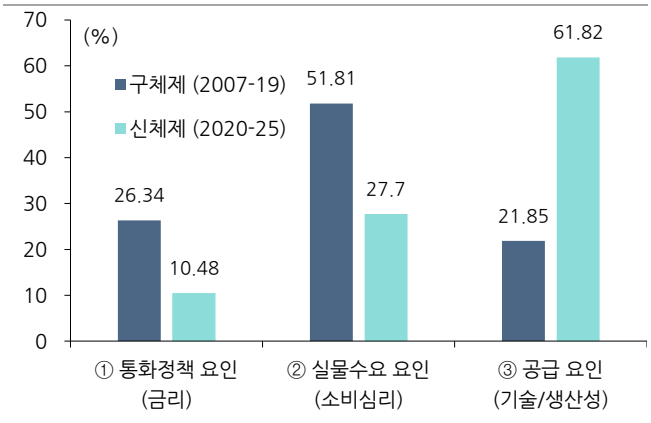
경기 모멘텀 중심의 지수 방향성 확립

지수의 추세적 방향성을 결정하는 것은 단기적인 금리 경로의 불확실성이 아니라 확장적인 경기 순환의 지속 가능성이다. 즉 금리보다 기업 이익이 경기 확장 국면에서 얼마나 견고하게 유지되는지가 관건인 것으로 보인다. 따라서 투자전략 관점에서도 일시적 이벤트에 반응하기보다는 생산 지표와 소비 지표가 가리키는 경기 순환 주기의 위치를 정확히 진단하고, 이에 따른 지수의 회복 및 추가 상향 가능성에 집중하는 태도가 요구된다.

물가 지표 발표에 따른 단기 변동성 확대 가능성

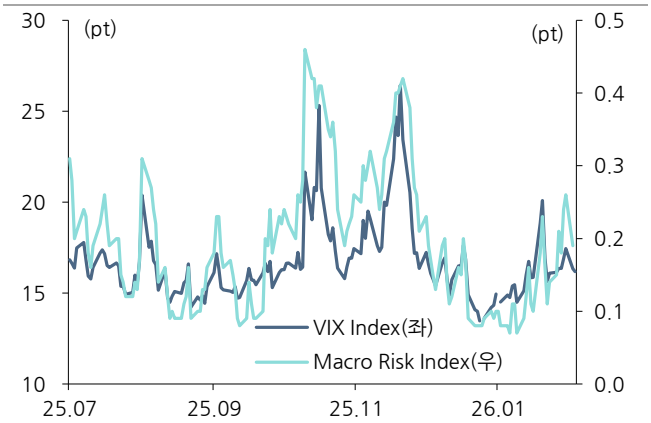
경기 모멘텀이 장기적인 지수의 방향성을 결정함에도 불구하고, 차주 예정된 미국 CPI 발표는 시장의 단기적 변동성을 자극할 수 있는 요소이다. 최근 PPI가 시장의 예상치를 상회하며 공급 측면의 물가 압력이 확대되는 모습을 보여주었기 때문에, 만약 CPI가 예상치를 상회한다면, 통화정책의 불확실성을 일시적으로 증폭시켜 시장의 변동성이 확대될 수 있는 국면이다. 물가 지표의 서프라이즈는 금리 민감도가 높은 부문을 중심으로 기술적인 가격 조정을 유발할 수 있습니다. 따라서 일시적 충격에 대비한 리스크 관리가 필요한 시점인 것으로 보인다.

그림 13. 기술충격이 기업이익에 미치는 영향에 대한 분산분해 결과



자료: DSGE모형을 활용하여 필자 직접 추정, 상상인증권 리서치센터

그림 14. CPI의 서프라이즈 우려가 확인되면 변동성 상승으로 진행



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

경제지표 발표일정

1 월 26 일 ~ 2 월 5 일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상	발표
1 월 26 일 (월)	JN	선행지수 CI	중	110.5	-	109.9
1 월 28 일 (수)	US	컨퍼런스보드 소비자기대지수	상	89.1	91	84.5
	SK	소매판매 YoY	하	4.2%	-	4.4%
1 월 29 일 (목)	US	FOMC 금리 결정 (상한)	상	3.75%	3.75%	3.75%
	US	신규 실업수당 청구건수	상	200k	205k	209k
1 월 30 일 (금)	US	PPI 최종수요 YoY	중	3.0%	2.8%	3.0%
1 월 31 일 (토)	CH	종합 PMI	하	50.7	-	49.8
2 월 1 일 (일)	SK	수출 YoY	상	13.4%	30.1%	33.9%
2 월 3 일 (화)	US	ISM 제조업지수	상	47.9	48.5	52.6
	SK	CPI (전년대비)	상	2.3%	2.0%	2.0%
2 월 4 일 (수)	EC	HCOB 유로존 종합 PMI	중	51.5	51.5	51.3
2 월 5 일 (목)	US	ISM 서비스 지수	상	54.4	53.5	53.8

2 월 6 일 ~ 2 월 15 일

일자	국가	지표명	중요도	전월	예상
2 월 6 일 (금)	US	구인이직보고서 구인건수	중	7146k	7250k
2 월 7 일 (토)	US	미시간대학교 소비자신뢰	상	56.4	55
	US	미시간대학교 1 년 인플레이션	중	4.0%	4.0%
2 월 10 일 (화)	US	NFIB 소기업 낙관지수	중	99.5	99.8
	US	수입물가지수 YoY	하	0.1%	-
	US	수출물가지수 YoY	중	3.3%	-
2 월 11 일 (수)	SK	실업률 SA	상	4.0%	-
	US	실업률	상	4.4%	4.4%
2 월 13 일 (금)	SK	수출 물가 지수 YoY	중	5.5%	-
	EC	GDP SA 전년대비	상	1.3%	-
	US	CPI (전년대비)	상	2.7%	2.5%
	US	실질 평균 시간당 임금 전년대비	중	1.1%	-

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정원일, 이나라)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.