

2024-10-28

[2025 경제 연간전망]

Recovery + Slowbalization

Economist. 류진이 jinleecon@sks.co.kr
R.A. 원유승 ys.won@sks.co.kr



SK securities

Contents

Summary	Recovery + Slowbalization	3
Part 1	미국: 순차 침체에 이은 순차 회복	5
Part 2	중국: 과잉의 역사	21
Part 3	한국: 회복 속 부침	31
Part 4	환율: 달러-원, 내년에도 올해와 비슷한 고회환을 전망	41

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

[경제 전망] Recovery + Slowbalization

- 25년 글로벌 경제는 기준금리 인하 및 인플레이션 부담 완화에 완만한 회복세를 보일 것으로 전망. 특히 내년은 그간 부진했던 제조업 경기가 턴어라운드하는 국면. 하지만 성장의 핵심 동력이 될 글로벌 무역에 있어서는 그 어느 때보다 불확실성이 커진 상황. 글로벌 성장의 다운사이드 리스크는 ①미국의 보호무역주의 그리고 업사이드 리스크는 ②중국의 경기 회복이 가시화될 것이냐가 될 것
- 미국 경제는 내년에도 스무스한 연착륙에 성공할 것으로 보임. 소득 양극화, 경기 양극화(제조업 부진 vs 서비스업 호조)가 오히려 전반적인 경기를 방어해주며 침체 없는 인하 사이클에 진입. 다만 상반기 고용시장이 쿨다운되는 과정 속 실업률 상승할 수 있으며 이는 연준의 기준금리 인하가 상반기에 집중될 재료. 이를 통해 하반기 탄력 있는 회복이 가능할 전망. 리스크 요인은 미국의 회색 코뿔소인 재정적자 문제. 경기예의 직접적 영향은 크지 않으나 시장금리가 높게 유지되며 인하 효과를 희석시킬 소지. 이는 부채한도 협상 직후인 1분기에 가장 부각되며 시장 변동성을 키우는 요인
- 중국의 경우 최근 발표된 부양책 효과는 단기적 영향에 그칠 것. 중국 정부의 스탠스 또한 과열이 아닌 '정상화' 로 해석하는 것이 적절하며 부동산 경기 회복은 매우 완만하게 진행될 것. 다만 경기 부진이 장기화되면서 3월 양회 등을 통해 추가적인 부양책 나올 가능성 높음
- 한국은 하반기 상저하고 흐름을 전망하는 가운데 수출 증가율은 금년 7.7%에서 내년 4.8%로 둔화. 트럼프 당선과 대중 관세 부과, 한국에의 통상 압박 등은 알면서도 당할 수 밖에 없는 리스크 요인. 한국은행은 금융안정 고려해 분기당 1회 금리 인하를 전망. 내수의 경우 상반기 건설투자와 설비투자 회복, 하반기부터는 주택가격 상승에 소비도 개선되는 흐름 기대. 다만 회복 강도는 강하지 않을 것

[환율 전망] 달러-원, 내년에도 올해와 비슷한 고환율 전망

- 내년 달러-원 환율 컨센서스는 점진적 하락. 다만 당사는 ①달러-원 환율의 구조적 상승, ②호재보다 악재에 민감한 원화 움직임, ③트럼프 당선 시 지정학적 리스크 확대 가능성에 따라 달러-원 환율은 상반기 하락 이후 하반기 반등해 연평균 1,345원으로 올해와 비슷한 수준의 고환율이 유지될 것으로 전망
- 하반기 연준의 기준금리 인하를 견인했던 고용시장이 개선되기 시작하고 성장률도 양호하게 이어질 경우 연준의 기준금리 경로에 대한 불확실성 확대될 수 있음. 현재 미국 금리선물시장에 반영된 기준금리 인하 폭 또한 상반기에 집중, 하반기에 반영된 인하 폭은 25bp에 불과함. 즉 하반기에는 연준의 통화정책 불확실성 확대되며 달러화 약세 흐름도 주춤해지는 국면

2025년 글로벌 경제, 분기별 주시해볼 국가

24년
4분기



12월 금정위에서 기준금리 추가 인상 전망. 더불어 향후 기준금리 경로에 관해 시사할 지가 관건. 이후의 엔화 강세 폭이 내년 상반기 달러-원 환율 하락 폭에도 관건

1분기



24년 4분기부터 본격적인 경기 부양책 등장, 이후 효과가 4분기 성장률에 끼친 영향을 확인할 필요. 특히 3월 중국 양회 예정되어 있으며, 기존 부양책의 효과를 점검하고 경기 부진세 지속될 시 추가 부양책 등장하며 경기 개선 기대감 재차 확대될 수 있는 국면

2분기



미국 실업률의 고점은 25년 중순으로 예상됨. 실업률 상승의 종착지 확인이 경기와 연준의 기준금리 경로를 결정할 것. 소매판매 증가율을 통해 재화 소비 회복 확인이 제조업 경기 반등에 핵심

3분기



미국을 중심으로 글로벌 재화 소비 및 제조업 경기 회복이 한국 수출 증가로 이어지기 시작하는 국면. 다만 트럼프 당선 시 이때부터 통상 압박 심화될 수 있음. 미국과의 기준금리 차 축소도 3분기 이후 불확실성 높아짐. 달러-원 환율 반등(원화 가치 절하)할 것으로 전망



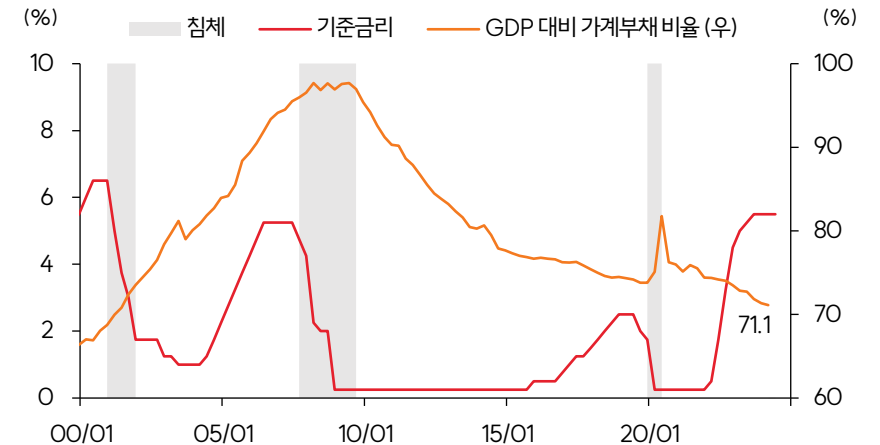
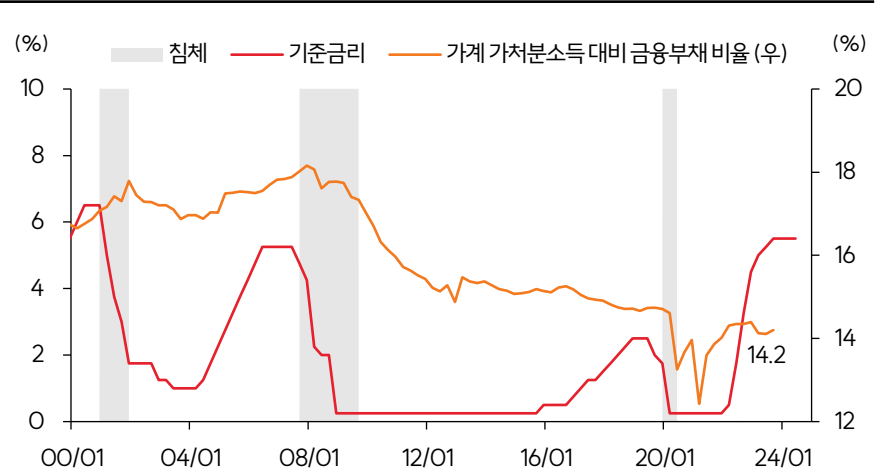
Part 1.

미국: 순차 침체에 이은 순차 회복

미국은 금리 인하의 '약발'이 가장 잘 받을 국가

- 글로벌 주요국들은 기준금리 인하에 돌입했음에도 불구하고 각각의 이유들로 금리 인하의 수혜를 온전히 흡수하기 어려운 문제들을 각각 안고 있음
- 한국은 정부 주도의 가계 디레버리징, 중국은 유동성 함정에 빠진 가계의 셀프 디레버리징이 이어지고 있음을 예로 들 수 있음
- 이에 반해 미국 가계 가처분소득 대비 금융부채 비율은 14% 수준. 부채부담이 이미 높지 않은 상황에서 기준금리 인하 사이클에 진입함은 상당히 긍정적
- 금리 인하 이후 경기 반등을 기대하기 위해서 중요한 것은 “금리 인하 > 신용 창출 > 소비, 투자 확대 > 경기 회복 > 소비, 투자 확대”의 선순환 사이클
- 이미 부채부담이 낮고 둔화되고는 있지만 양호한 고용으로 임금소득이 유지되고 있는 미국 경제로서는 금리 하락을 바탕으로 레버리지를 일으키기도 비교적 수월한 환경

미국 가계의 부채 부담, 상당히 낮다

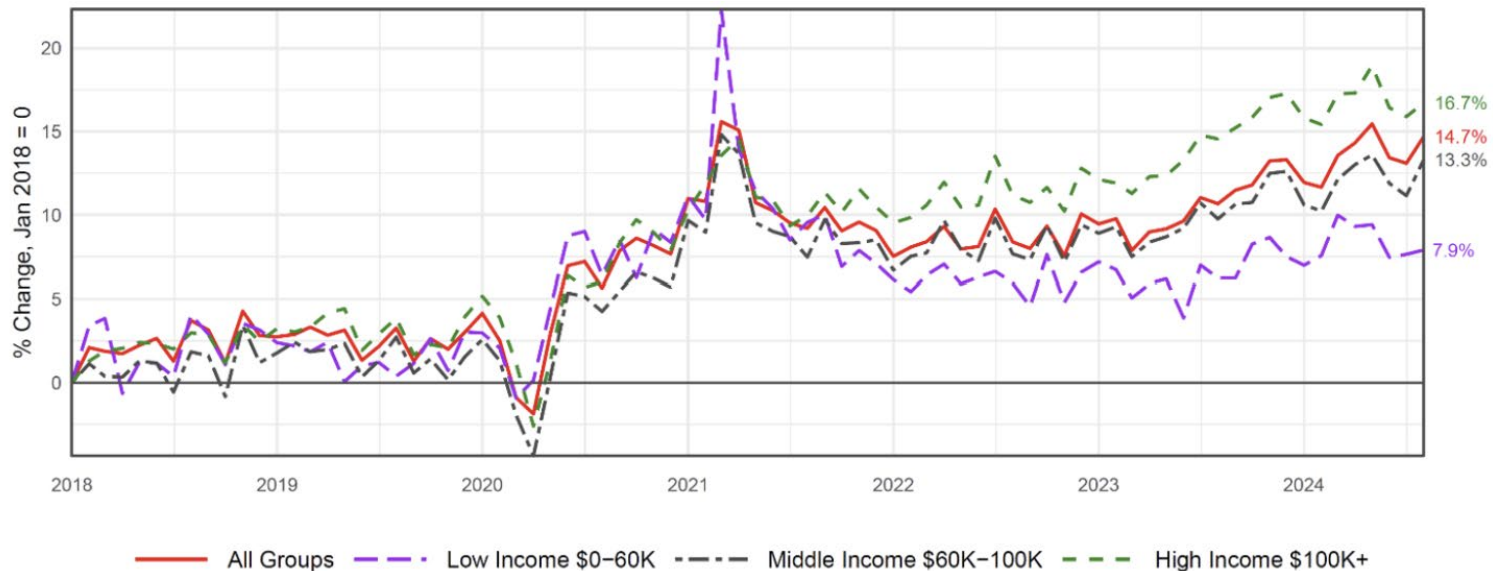


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

소득 양극화로 오히려 경기 침체를 피한다

- 그간 미국 경제의 높은 인플레이션, 둔화되는 수요로 고통받는 사람들에 대한 기사가 미국 언론에서 자주 등장. 그러나 경제 데이터에서는 기사에서 묘사한 것보다는 건조한 경기가 지속되었음. 이는 미국 경제 내 양극화 현상 심화를 단적으로 보여주는 현상
- 실제로 21년 이후 저소득층/중위소득층/고소득층의 소비 증가율은 극단적으로 나뉘며 23년까지 저소득층의 실질 소비는 오히려 감소. 그러나 24년 들어 저소득층의 소비도 개선되는 양상이 나타나기 시작. 이는 인플레이션 둔화의 영향이 컸다고 판단
- 인플레이션 파이팅 과정에서 결국 중위/고소득층의 소비가 버티며 침체 없는 긴축을 달성할 수 있었던 것. 이후 물가 부담이 완화되면서 저소득층의 소비, 특히 실질 소비 부문에서도 개선이 나타나기 시작

미국 소득계층별 실질 소매판매 추이

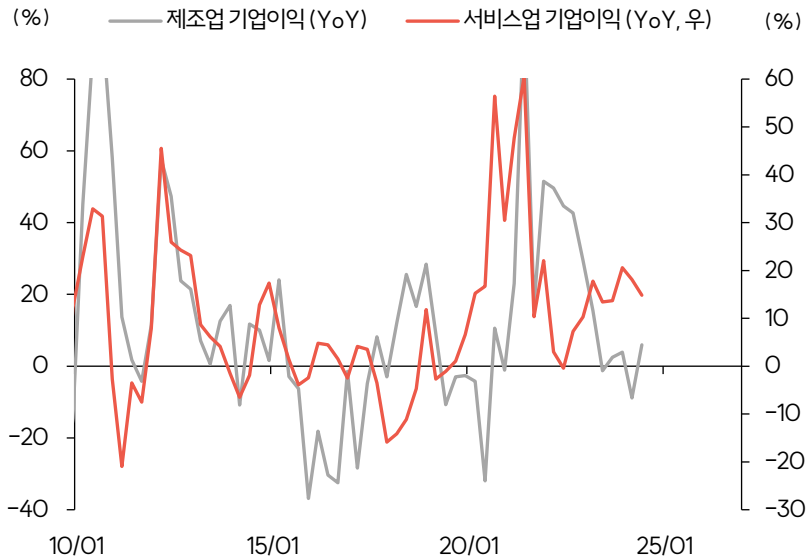


자료: FED, SK증권

버티는 서비스업, 버티는 고용, 버티는 가계

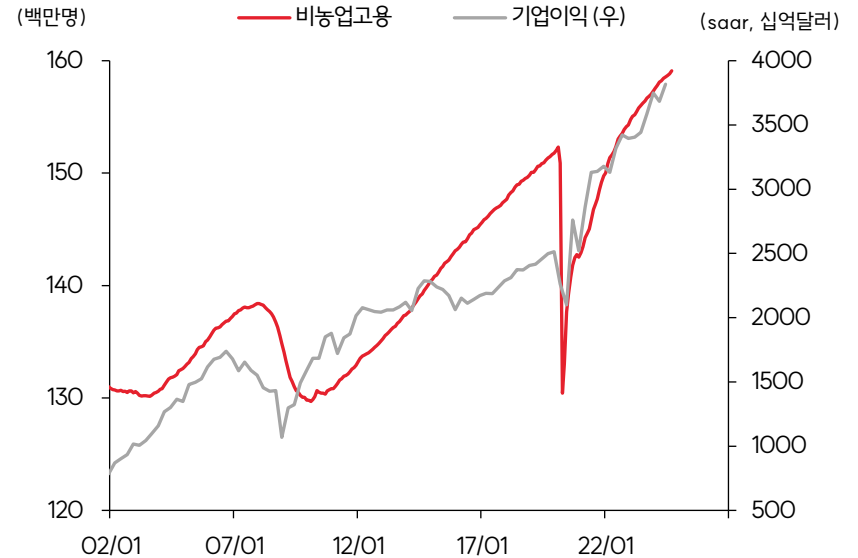
- ISM 제조업지수가 부진한 가운데 서비스업지수는 호조세 지속. 3분기 GDP now도 ISM 서비스업지수 발표로 3%대로 상승. 현재는 제조업에서의 기업이익 증가율이 바닥 수준이나 서비스업에서 전년동기대비 20% 가량의 증가세를 보이고 있음. 이는 실제 고용지표에서도 서비스업이 고용을 견인하고 있음을 통해 확인할 수 있음
- 금리 인하 효과가 시차를 두고 발현되기까지 서비스업이 버텨내주고 있는데, 결국 기업이익이 꺾이지 않는다면 고용도 꺾이지 않음
- 역사적으로 경기 침체는 고용자 수 감소와 동반되었다는 점 감안 시 비농업고용이 급격하지 않은, 완만한 둔화를 이어갈 경우 침체 위험도 크게 낮아짐

제조업과 서비스업 기업이익 증가율: 제조업 기업이익 늘어나지 못하고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

기업이익이 꺾이지 않는 한 고용도 꺾이지 않는다

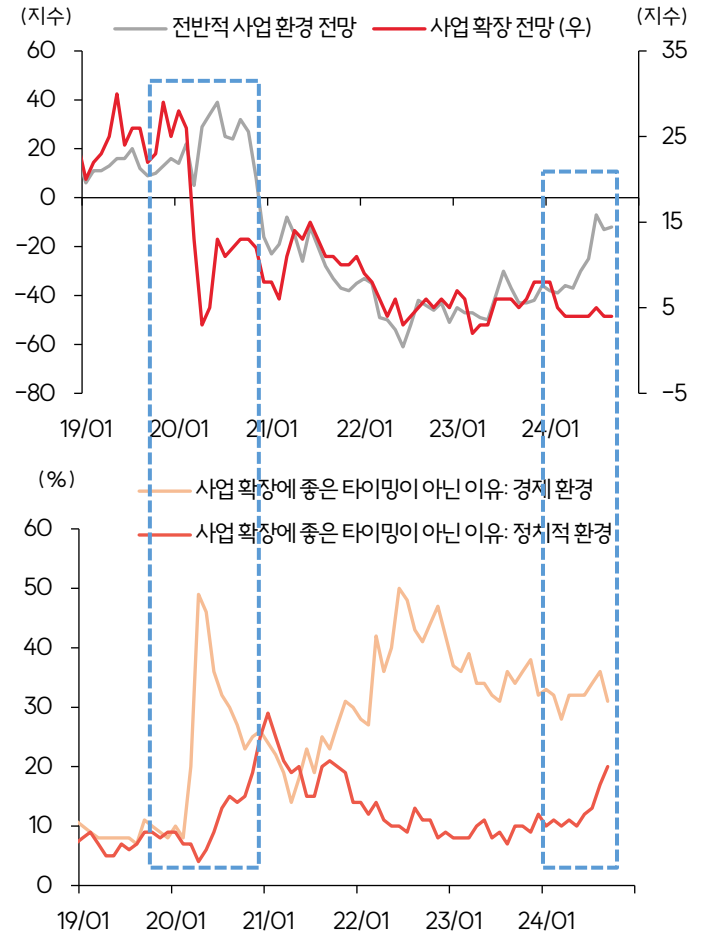


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

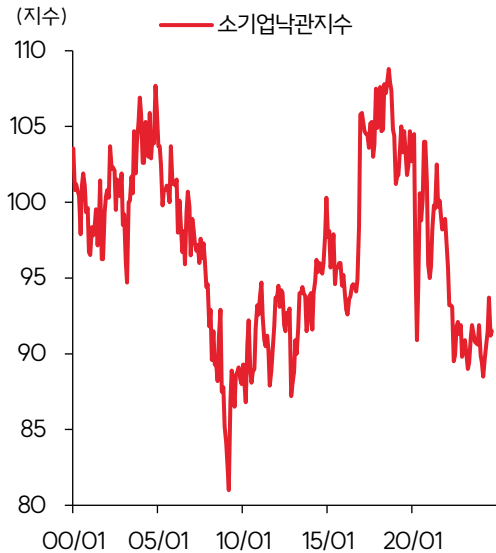
미국 고용 50%를 책임지는 중소기업, 개선이 기대됨

- 미국 전체 고용시장에 중소기업이 차지하는 비중은 50%. 소기업낙관지수 서베이 내에서 전반적인 사업 환경에 대한 전망은 개선된 가운데 사업 확장 전망은 부진이 지속되고 있음. 그 이유는 경제 및 정치적 환경의 불확실성 때문
- 더불어 저조한 매출과 금융 및 이자부담이 올해 들어 주요 문제점 중 하나로 부각되고 있음. 다만 이는 기준금리 인하 이후 해소될 수 있을 것

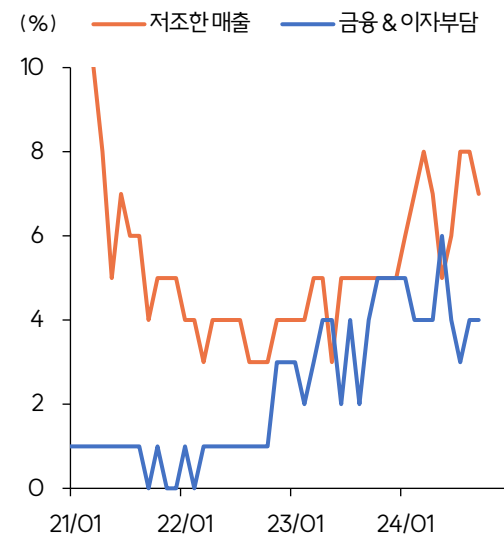
전반적 사업환경 전망 개선 vs 사업 확장 전망 부진



소기업낙관지수, 추세적 반등 기대



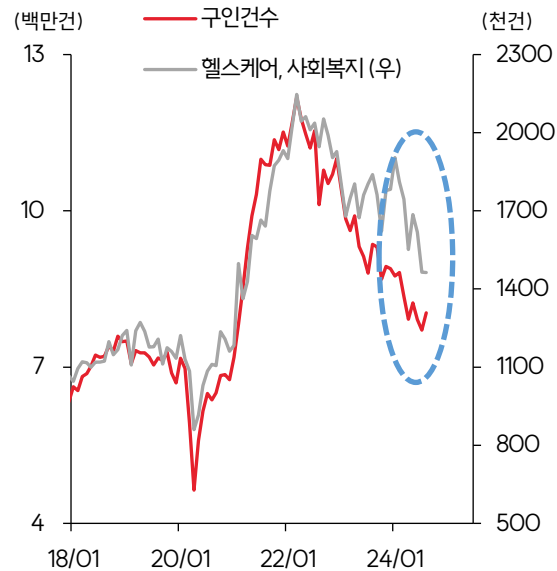
기업 경영 애로사항 설문조사 결과



물론 고용 당분간 둔화되겠으나 그 폭은 얇고 기간도 짧음

- 9~10월 파업, 허리케인 등으로 고용지표 변동성이 커지긴 했으나 비농업고용지표의 완만한 둔화세는 지속될 것으로 전망
- 올해 고용 증가의 41%를 차지한 헬스케어와 정부 부문의 구인건수 급감하며 추가 고용 창출 능력이 둔화되고 있음. 특히 추가 고용 수요의 프록시인 근로시간도 감소세. 이에 비농업고용 헤드라인 지표도 둔화세 나타날 것
- 소기업낙관지수 내 고용 관련 서베이 항목들은 비농업고용 및 구인건수 추이를 선행하는 모습이 나타나는데 아직까지 동 지표에서 반등하는 모습은 나타나지 않고 있으며, 동시에 추가로 크게 악화되는 모습도 나타나지 않은 채 보합세가 이어짐

헬스케어, 사회복지 부문 구인건수 급감



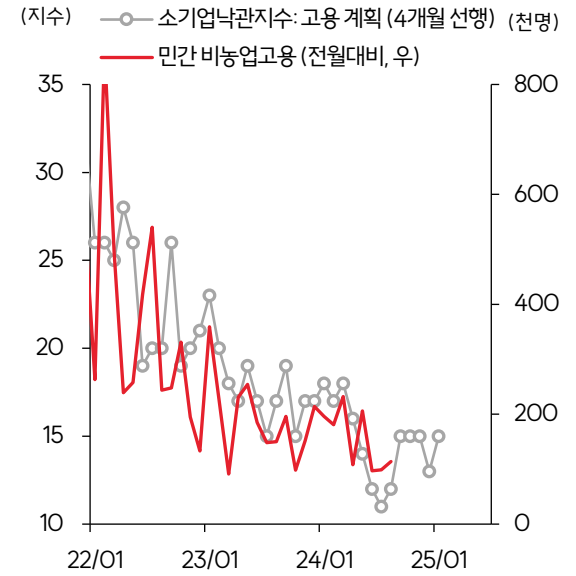
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

고용 수요 프록시인 주당 근로시간도 감소세



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

비농업고용 선행하는 고용 계획 지수는 보합

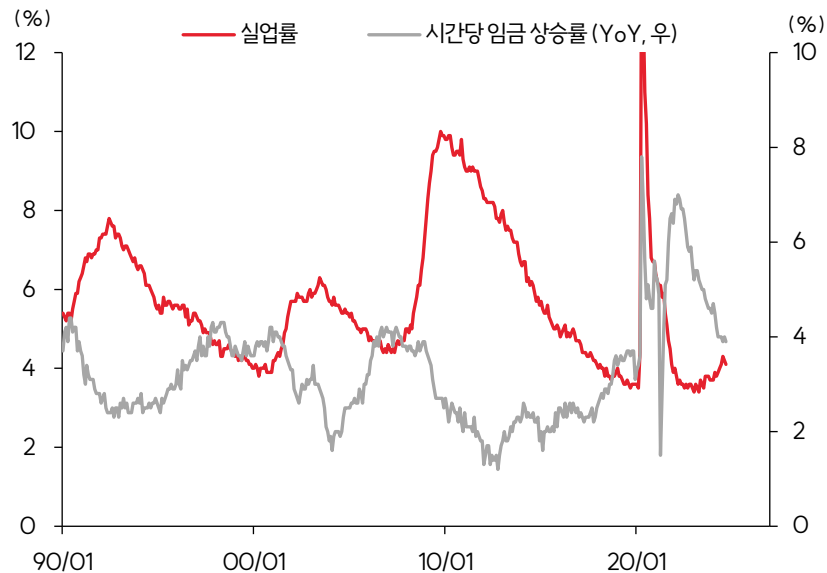


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

물가에 대한 우려 잔존하나

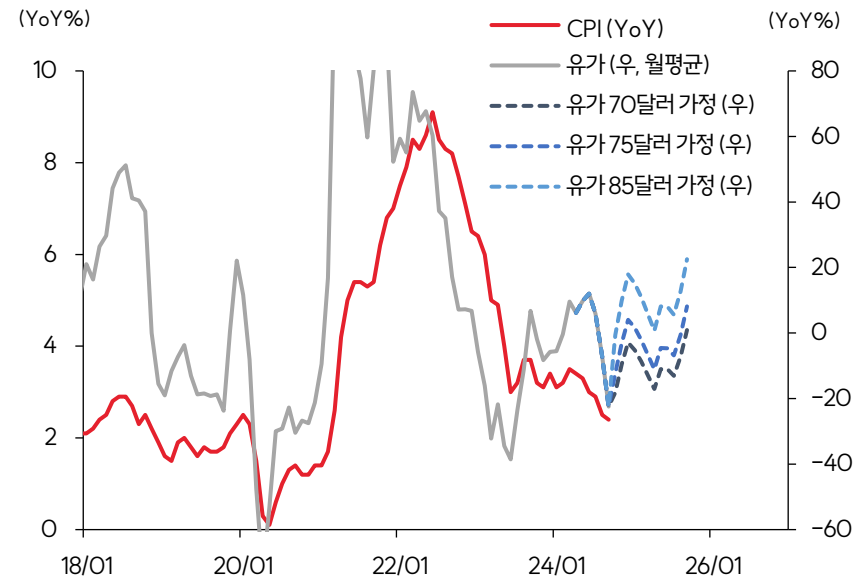
- 최근 임금 상승률이 반등하는 모습 나타나며 인플레이션 우려 자극. 최근 고임금 직군에서 고용 증가하며 헤드라인 임금 상승률도 상승 압력 받은 것으로 판단. 여전히 실업률이 상승하는 국면에서 임금 상승 우려는 과도
- 여기에 유가 기저효과가 소멸하는 시점에서 중동의 지정학적 갈등이 고조되며 유가 변동성 확대. 작년 높았던 유가로 인해 올해 9월이 유가 하락에 따른 기저효과가 가장 크게 반영되는 시점. 하지만 이후 유가가 앞으로 월평균 70달러 이상을 유지할 경우 에너지 항목은 YoY 기준으로 10월부터 물가에 상승 압력으로 작용하기 시작

실업률과 시간당 임금 상승률은 명확한 역관계



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

유가와 소비자물가상승률은 비슷한 궤적으로 움직임

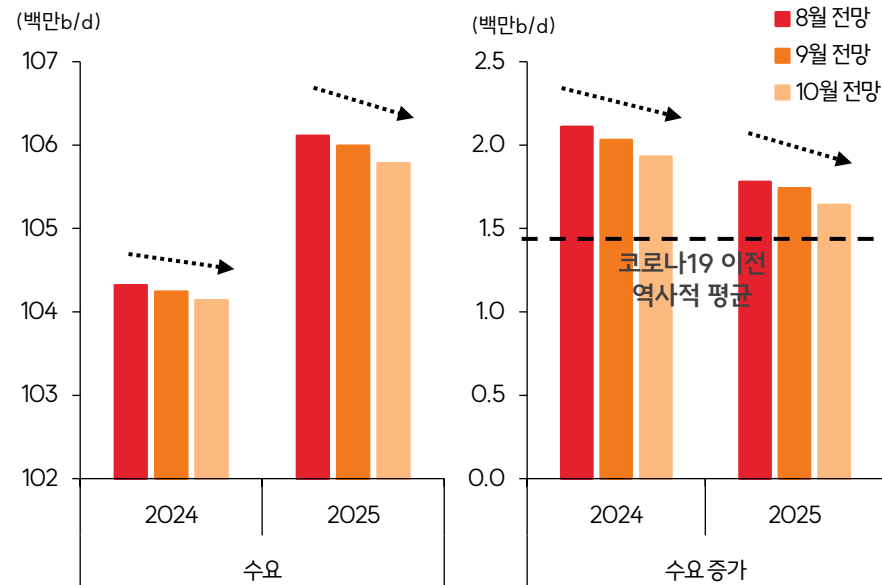


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

유가 추가 급등하기엔 공급 부족 < 수요 부진

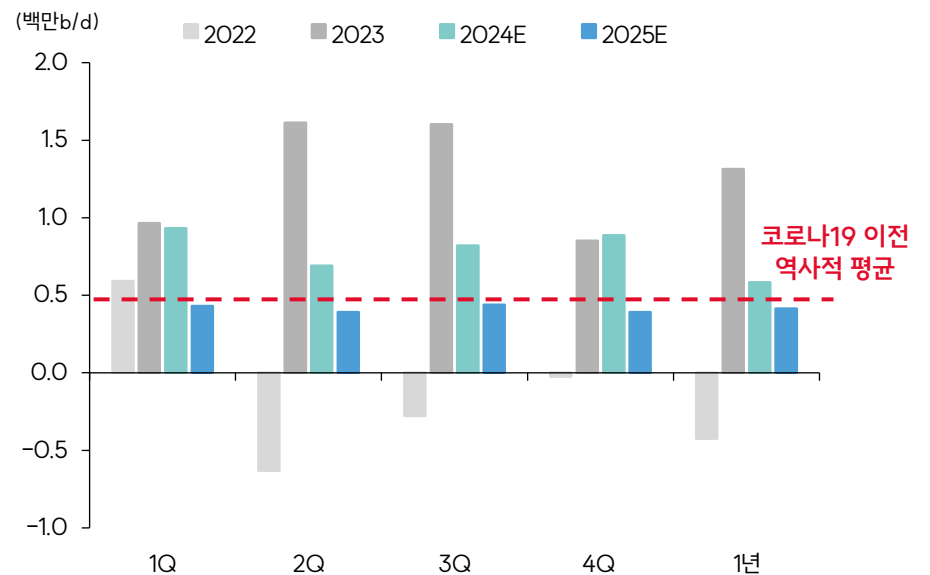
- OPEC, 10월 월간 원유 시장 보고서에서 24년·25년 원유 수요 전망치를 하향 조정. YoY 기준 수요 증가 전망치도 각각 10.6만b/d, 10.2만b/d 감소한 +193만b/d, +164만b/d로 하향 조정. 8월 이후 글로벌 원유 수요 전망은 3개월 연속 하향 조정되면서 급격히 축소
- 하향 조정의 이유는 중국의 원유 수요 둔화. 24년 하향 조정의 2/3, 25년 하향 조정의 1/3이 중국의 둔화 부분. 중국 건설 경기 둔화로 인한 경유 수요 감소 및 전기차 확대에 따른 휘발유 수요 감소가 주된 요인으로 작용
- 유가가 지정학적 우려로 80달러를 뚫고 올라가기에는 수요 측면, 특히 중국 경제에 대한 우려가 가격 급등을 제어

OPEC 원유 수요 전망 추이: 3개월 연속 하향 조정



주: 수요 증가는 전년 동기 대비(YoY) 증가 폭을 의미
 자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

중국 원유 수요: 25년 코로나19 이전보다 둔화될 것으로 전망

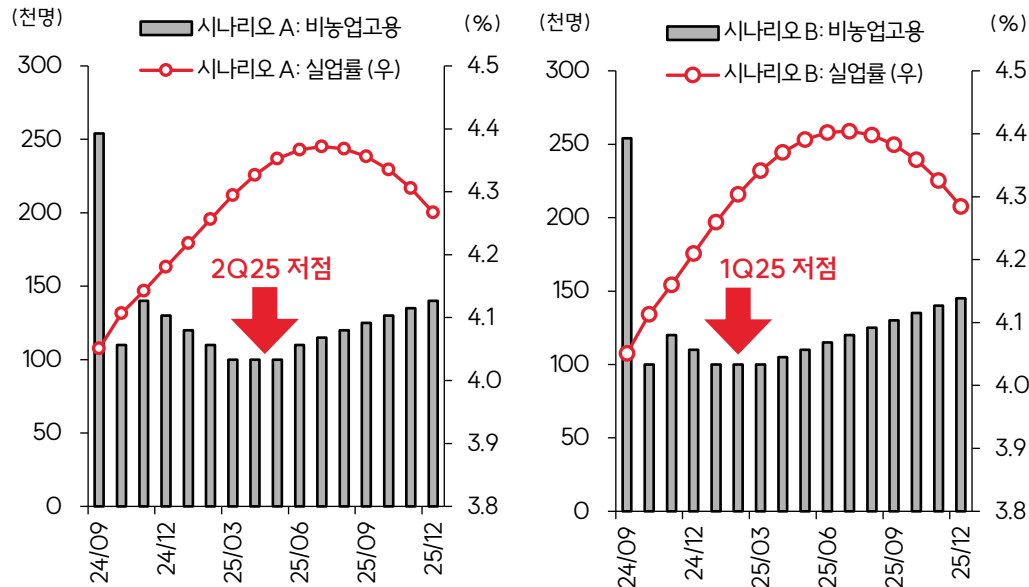


주: 수요 증가는 전년 동기 대비(YoY) 증가 폭을 의미
 자료: OPEC, SK증권

실업률 상승 추세, 연준 금리 인하도 상승이 멈출 때까지

- 앞서 언급한 소기업낙관지수 그리고 기업이익 고려 시 이번 사이클에서의 고용시장은 급격한 냉각보다는 완만하고 짧은 둔화 국면을 거칠 것으로 전망한 바 있음. 비농업고용 최소값은 10만명으로 가정한 가운데 저점 시기를 내년 1분기로 가정(시나리오 A) 혹은 올해 4분기로 가정(시나리오 B)하여 아래 실업률 예상 궤적을 추정해볼 수 있음
- 이 경우 실업률 고점은 연준의 수정경제전망과 비슷한 4.4% 수준. 경기 침체를 유발할 정도의 실업률은 아니나 실업률이 상승하는 국면에서 연준은 기준금리 인하를 지속할 수 밖에 없을 것. 실업률이 상승하는 상반기 금리 인하가 집중적으로 단행될 전망

완만한 고용 둔화 시나리오 A, B 가정 시 비농업고용과 실업률 예상 궤적



자료: SK증권

9월 연준의 수정경제전망(SEP)

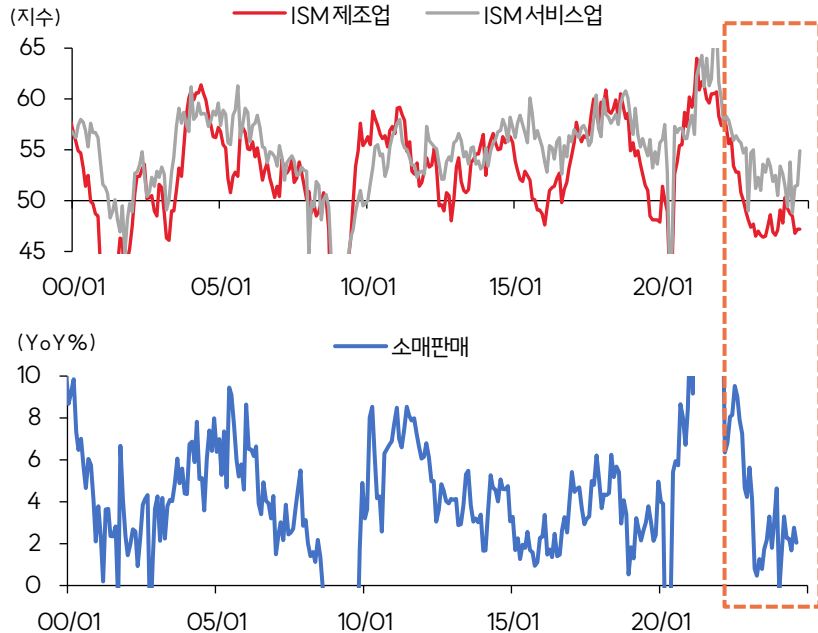
Variable	Median ¹				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0	
June projection	2.8	2.3	2.0		
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8

자료: FED, SK증권

소매판매의 반등이 제조업 경기 회복에 핵심

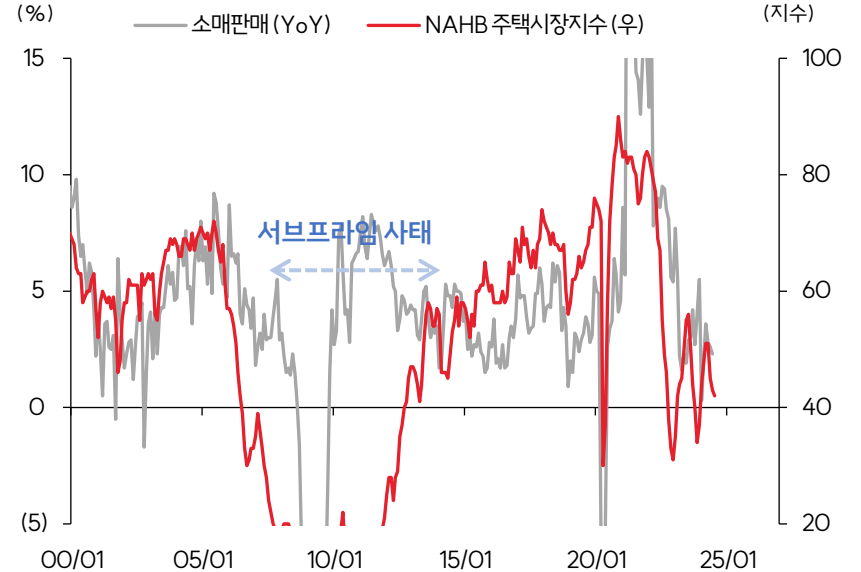
- 미국의 견조한 소비가 올해 내내 미국 경기를 견인했으나 이는 서비스 소비에 한정된 이야기. 재화 소비는 부진세를 면치 못하고 있음
- 재화 소비 위주로 산출되는 소매판매 지표 회복이 제조업 경기의 회복 신호
- 이런 상황에서 기준금리 인하 이외에도 재화 소비를 반등시킬 만한 트리거는 주택시장 경기. 전체 GDP에서 부동산 및 임대업의 비중은 13~14%, 건설업의 경우 4~4.5%로 총 18% 수준으로 전체 경제에서 상당 부분을 차지. 소비에의 영향까지 감안하면 훨씬 더 큰 비중
- 주택시장 경기는 건설, 투자, 소비 등 다양한 파급 경로로 경제에 영향력을 끼침. 대표적인 파급 경로가 주택가격 상승에 따른 부의 효과 (Wealth effect) 그리고 이사를 통해 발생하는 각종 수요. 이 때문에 주택시장 경기는 소비 경기를 선행

제조업 경기에 결국 핵심은 소매판매



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

소매판매를 선행하는 주택시장지수



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

주택시장 경기 반등, 정책 지원과 금리 인하가 동시에

- 특히나 주택시장이 최근 더 관심 받고 있는 것은 트럼프와 해리스의 주택 관련 공약 때문. 해리스는 생애 최초 주택 구입자에게 2만5,000 달러(약 3,300만 원)의 세액 공제 혜택을 주고, 이들에게 주택을 분양하는 건설업체에도 세금을 감면, 트럼프는 신규 주택 건설을 허용하기 위해 연방 토지의 일부 구역을 개방하고 생애 첫 주택 구매자에게 세금 인센티브와 지원을 제공하는 공약을 제시. 금리 인하 뿐만 아니라 정책적 지원까지 주택 경기 회복의 방향성을 지지하며 세액 공제 등의 혜택은 주택구입부담을 실질적으로 낮춰주는 요인
- 주택시장지수의 바텀 아웃 이후 소매판매 증가율의 반등으로 이어지기까지 약 6개월의 시차가 소요. 주택시장지수 바텀아웃은 결국 모기지 금리 피크아웃이 결정. 이는 이미 23년 12월에 고점을 형성. 다만 이후 고금리 지속되며 지지부진한 흐름. 기준금리 인하 9월 단행 이후에도 모기지 금리가 연동되는 장기물 중심으로 금리 하락 폭은 제한적이나 하락으로 방향을 전환한 것은 분명. 주택시장지수 상승세는 금년말쯤 시작될 것으로 예상되며 이를 반영하면 소매판매 반등도 내년 2분기부터 시작될 수 있을 것

모기지 금리는 주택시장지수와 역관계 형성



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

모기지 금리 하락 전환으로 모기지 신청지수 급등 중

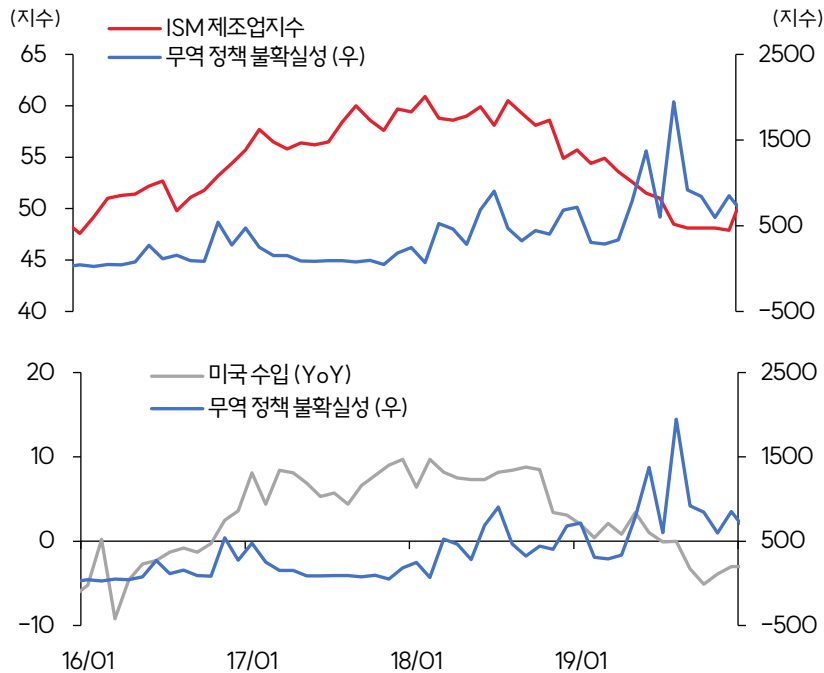


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

단기적으로 제조업 경기 부진 폭을 키웠던 요인, 정치

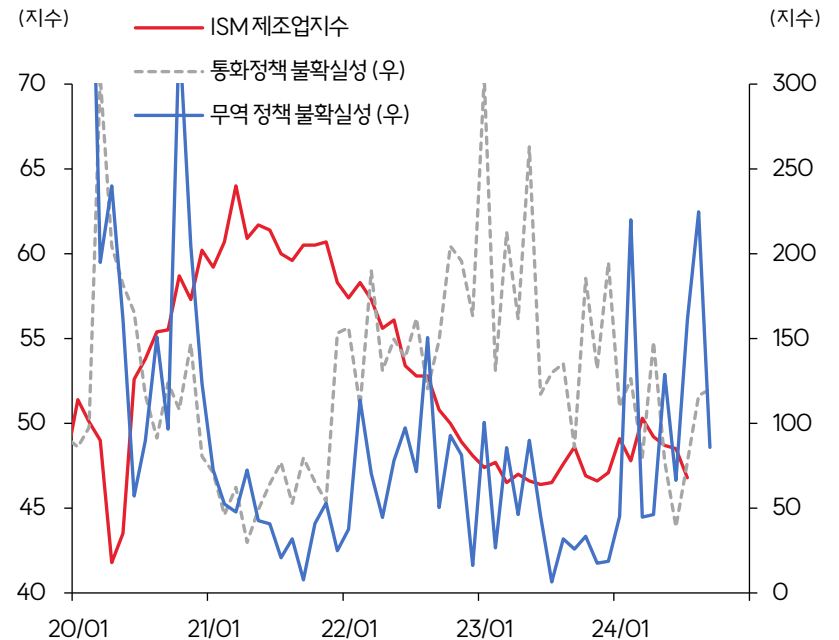
- 단기적으로 미국 경기에 하방 압력을 가하고 있는 것은 정치적 불확실성의 영역도 큼. 특히나 이번 대선의 경우 바이든의 중간 사퇴, 해리스 후보의 등장, 트럼프 피격 사건 등 전례 없이 변동성이 큰 대선 국면을 지나고 있음. 정책적 불확실성은 기업심리에 경기만큼 큰 악영향
- 기업의 입장에서 차기 대통령이 누가 될지, 어떠한 정책을 펼칠지에 대한 불확실성이 상당히 큰 상황에서 추가 고용 및 투자 확대를 결정하기는 어려운 국면. 따라서 11월 미국 대선을 소화하는 것만으로도 경기의 불확실성도 상당히 완화될 수 있을 것

16~19년 ISM 제조업지수, 미국 수입과 정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

22년~23년에는 통화정책 불확실성까지 가세

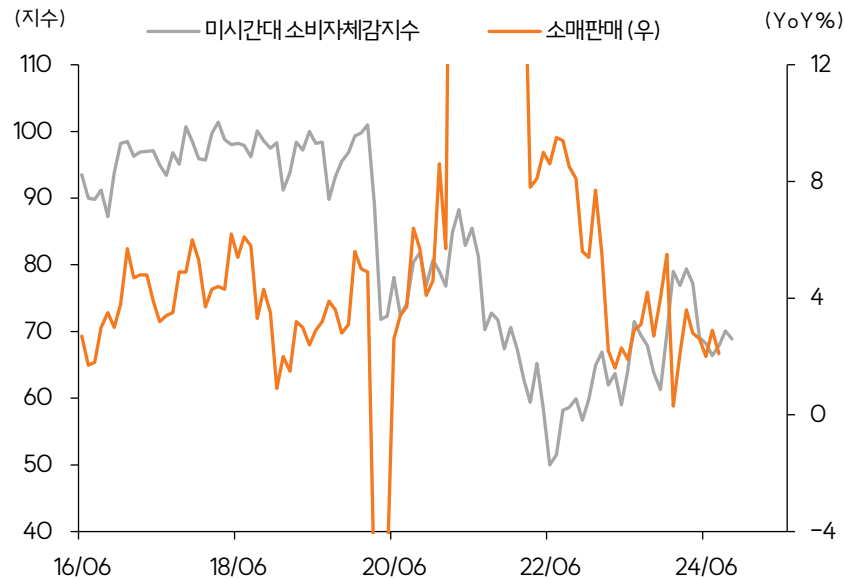


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

정치적 이슈는 소비자심리에도 악영향

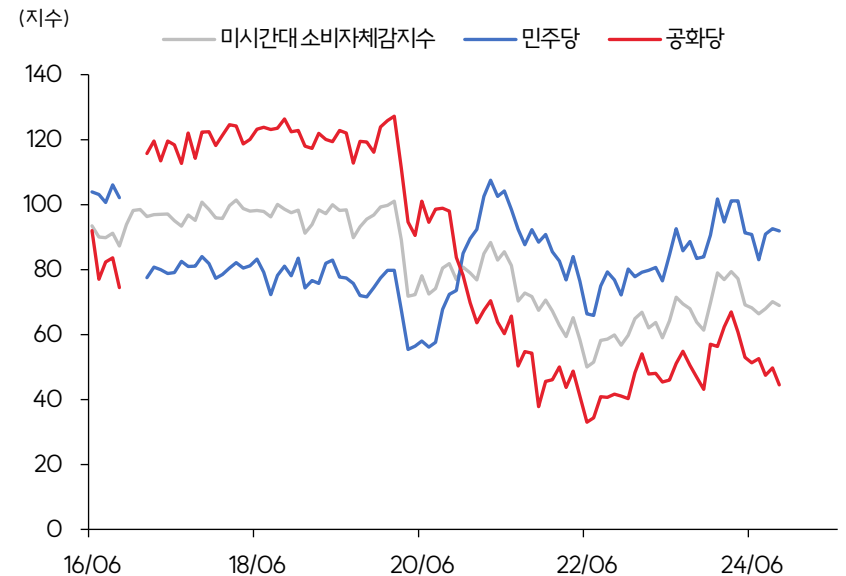
- 소비자심리지수 부진에는 크게 동요하지 않아도 될 것. 소비자심리지수와 소매판매 증가율의 상관관계가 상당히 약하며 소비자심리는 정치에 크게 좌우되는 경향. 특히나 지지하는 당의 대선 승패 여부가 소비자심리를 강하게 좌우하고 있음
- 미시간대 소비자체감지수는 2020년 이전의 레벨을 회복하지 못한 상황이나 여기에는 2020년까지 소비자심리지수를 끌어올렸던 공화당 지지자들의 심리 악화가 크게 작용. 대선에서 트럼프 당선될 경우 빠르게 개선될 수 있으나 미국 경제에 미치는 영향은 크지 않을 듯

미시간대 소비자심리지수와 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

정치적 성향에 따라 소비자심리지수도 양극화

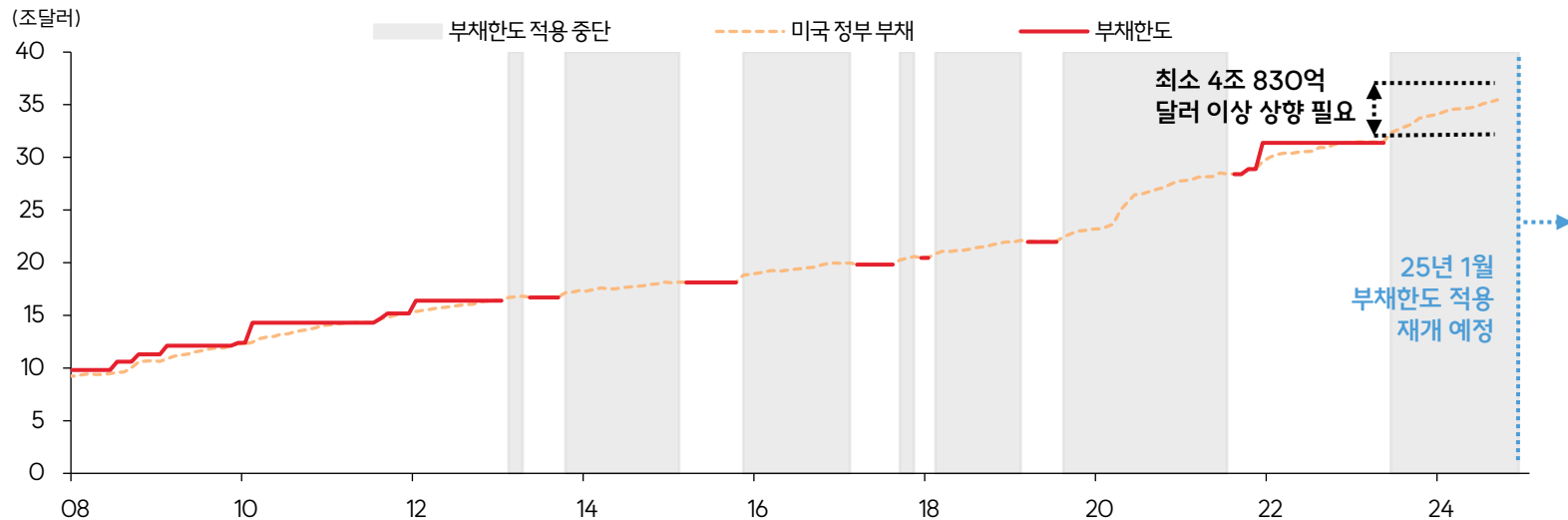


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

부채한도 협상: 경기 영향은 제한적, 시장 변동성은 확대

- 미국 대선 직후 미국 정부는 부채한도 협상이라는 큰 산을 다시 한 번 넘어야 함. 미국은 연방정부의 부채 총량을 법적 한도로 제한. 이를 '부채한도(Debt Ceiling)'라 부르며, 양당 간 합의를 통해 상향하거나 적용을 중단할 수 있음
- 가장 최근에 있었던 합의는 23년 6월 협상으로, 주요 내용은 25년 1월까지 부채한도 적용 유예. 구체적 내용은 25년까지 재량 지출 삭감 및 인상폭 제한 등이었음. 부채한도 재적용을 3개월 앞둔 24년 9월말까지 현재 부채 규모는 약 35조 4,650억 달러로, 이미 부채한도(31조 3,810억 달러)를 크게 초과한 상황. 협상이 완료되지 않는다면 당장 1월 2일부터 한도가 적용되기 시작할 예정
- 이번 부채한도 협상의 관건은 미 대선 직후 신임 대통령 취임 및 상하원 구성 이전에 진행된다는 점. 11월 초 대선 이후 2달이 안되는 기간 내 진행해야 해 시간적으로 빠듯하고, 동시에 대선 직후 양당 간 정치적 갈등이 극에 달한 상태에서 진행되기에 합의 난이도도 높음

25년 1월부터 부채한도 적용 재개 예정: 11월 대선 종료 이후 빠른 협상 진행 필요

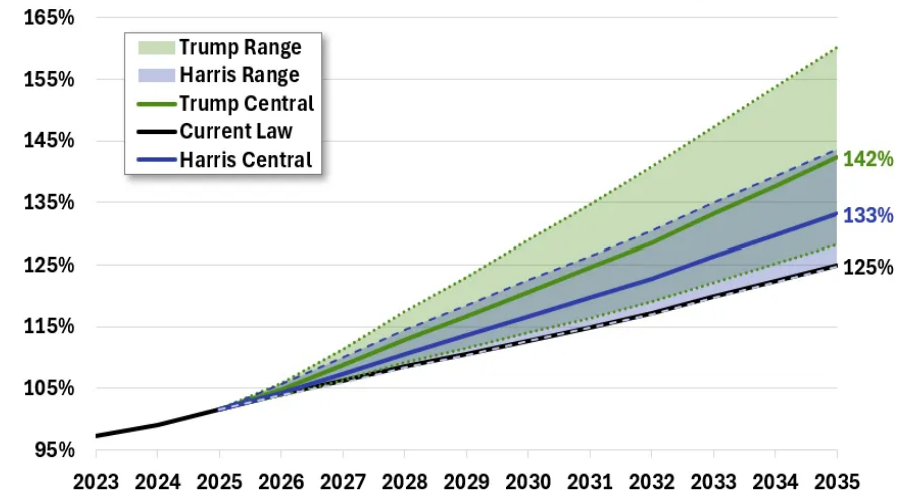


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

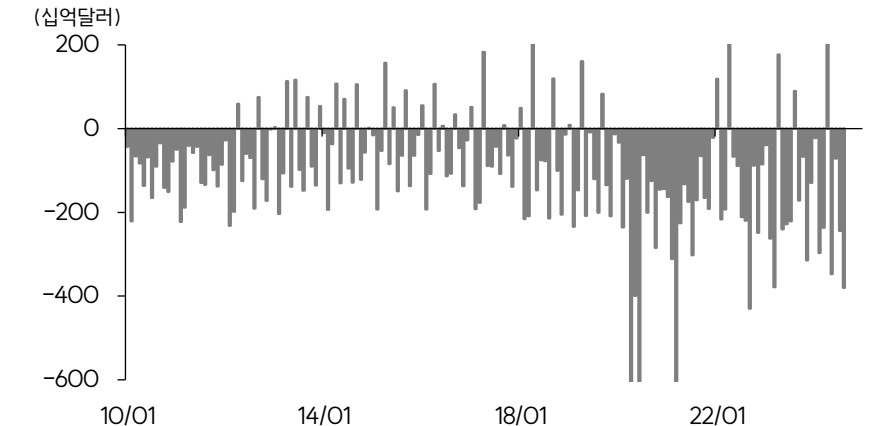
회색 코뿔소, 미국 재정적자

- 재정적자 이슈는 글로벌 경제의 회색 코뿔소임
- 전세계적으로 재정적자 확대 기조는 지속될 전망이고 평소에는 크게 문제가 되지 않지만 재정적자가 도마 위에 올라가게 되면 금융시장 변동성을 크게 확대시킬 수 있음. 이 경우 간접적으로 경기 회복에 걸림돌로 작용할 것
- 미국 대선, 상하원 선거 그리고 부채한도 협상 자체는 무난하게 지나가더라도 여기에서 파생된 재정적자에 대한 우려가 1분기에 다시 한번 금융시장에 충격을 줄 수 있는 환경. 이미 10월 중순부터 트럼프 트레이드 확대되며 자산가격에 반영되기 시작
- 현재 발표된 공약을 바탕으로 추정했을 때 해리스의 경우 26~35년까지 3.5조 달러, 트럼프의 경우 7.5조 달러 적자가 확대될 것으로 예상됨(CRFB 추정)
- 특히 미국 경제가 당초 기대보다 강하게 유지되고 있어 빅 컷 이후의 기준금리 인하 기대감이 후퇴하는 국면에서 재정적자 우려 발 장기 금리 상승이 더해질 경우 금리 인하 사이클 진입에도 불구하고 실제 시장금리 하락세가 크지 않을 수 있음
- 기업이나 가계의 대출금리는 장기물 금리의 영향이 크다는 점 감안 시 금리 인하 영향이 파급되는 시차가 길어질 수 있다는 점에 유의

대선 당선 후보 시나리오별 GDP 대비 부채 비율



미국 월간 재정수지 적자 폭 확대 추세



자료: Bloomberg, CEIC, CRFB, SK증권



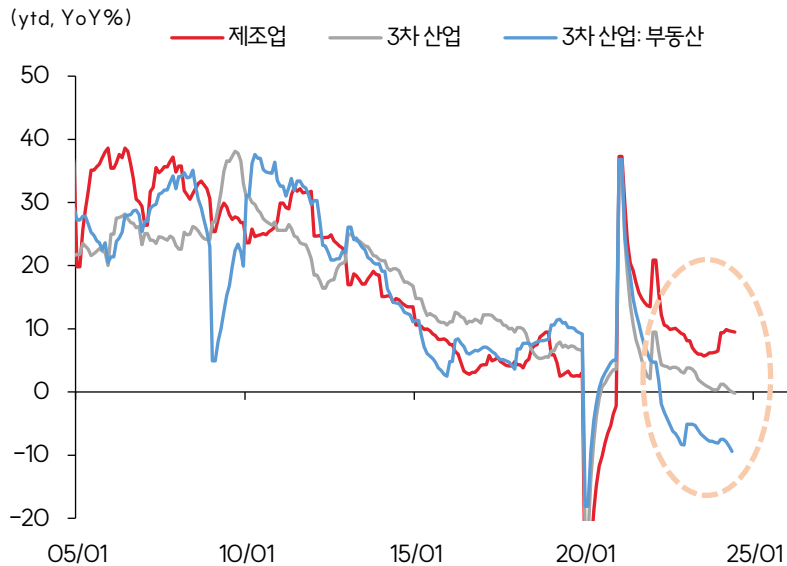
Part 2.

중국: 과잉의 역사

중국, 과잉의 역사

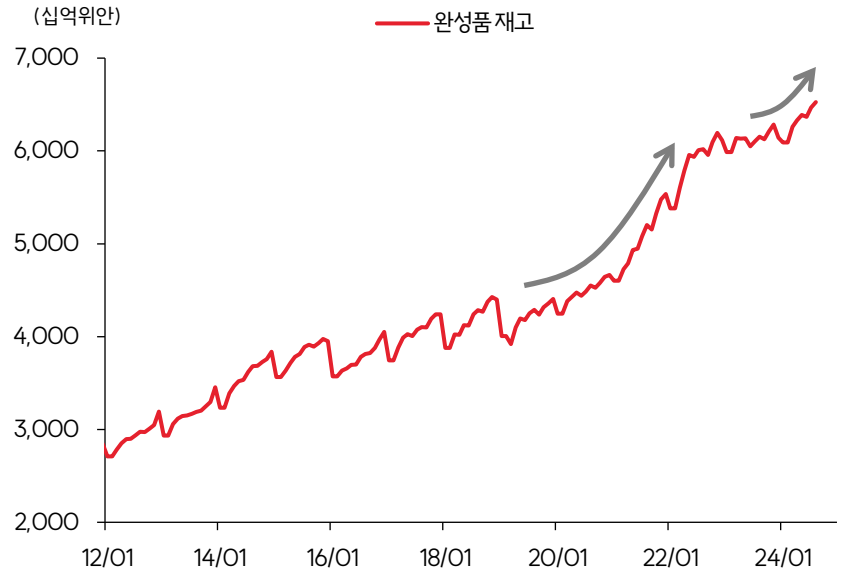
- 중국의 고질적인 문제는 바로 정부 및 국영기업 주도의 성장인 만큼 무엇이든 '과잉'으로 이어지기 쉽다는 점. 자원배분의 비효율성은 성장 초기 국면에서 급속 성장을 이끌 수 있겠으나 결국 부작용도 그만큼 커질 수 밖에 없음
- 중국은 00년대 이후 부동산을 동력으로 성장을 이어옴. 하지만 과잉투자가 지속되며 부채누증, 자원배분의 비효율성 등의 문제가 다수 등장. 이에 10년대 후반부터는 부동산 부문의 디레버리징을 추진하기 시작함
- 대신에 '중국제조 2025'로 대표되는 제조업의 질적 성장 계획을 바탕으로 제조업 부문의 투자가 증가. 하지만 부동산 투자 과잉 사례에서와 마찬가지로 수요가 받쳐주지 못한 투자는 결국 재고 급증으로 이어지게 됨. 결국 이는 저가 수출을 통해 밀어낼 수 밖에 없었음

중국 항목별 투자 증가율



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

완성품 재고는 팬데믹 거치며 급증한 후 주춤하는 듯 했지만 재차 증가

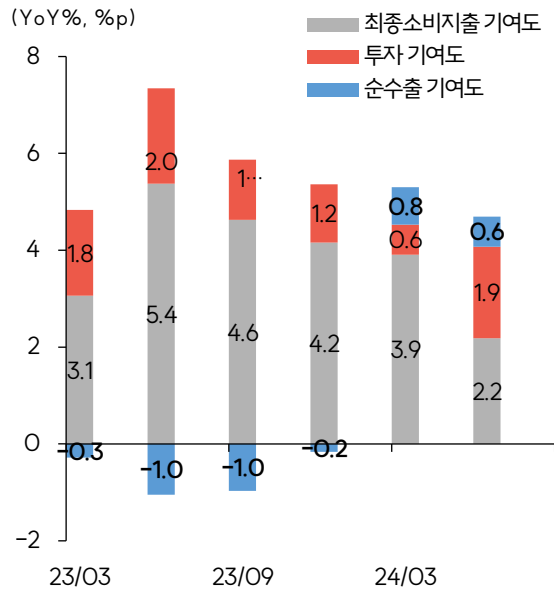


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

수출의 역할이 중요하지만 둔화되기 시작

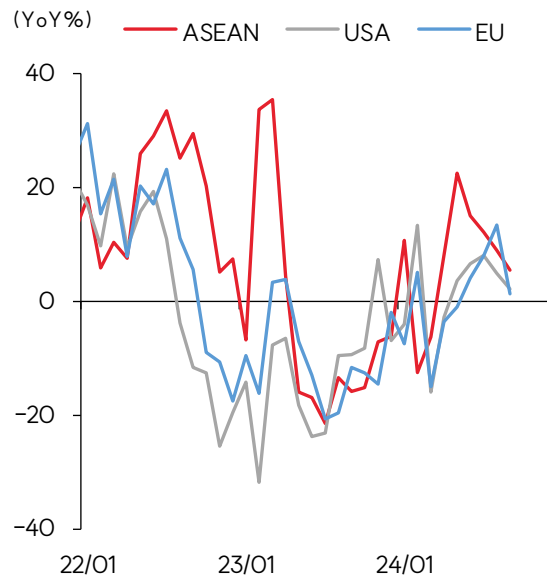
- 24년 1~2분기 중국 성장률은 각각 5.3%, 4.6%을 기록한 가운데 그중 수출 기여도는 0.8%p, 0.6%p로 내수 부진을 수출 밀어내기를 통해 일부 방어해왔음
- 중국 9월 수출 증가율은 2.4%로 예상치 6%를 큰 폭으로 하회하며 쇼크를 기록. 문제는 수출대상국 중 어느 하나가 부진한 것이 아니라 대부분의 지역에서 수출 증가율이 꺾였다는 점임
- 9월부터 신규 수출 주문이 둔화되기 시작하면서 제조업 PMI도 50선을 회복하지 못하는 모습

중국 성장률 항목별 기여도



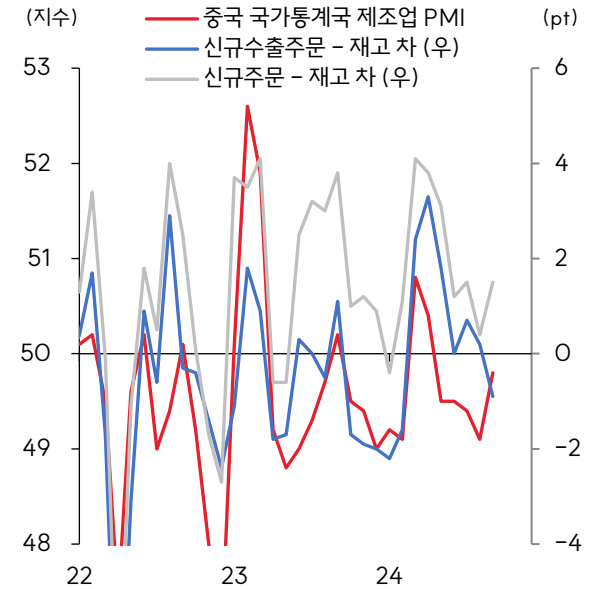
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

중국의 지역별 수출 증가율 추이



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

제조업 PMI 신규수출주문 둔화되기 시작



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

근린공핍화 정책 vs 주변국들의 대응

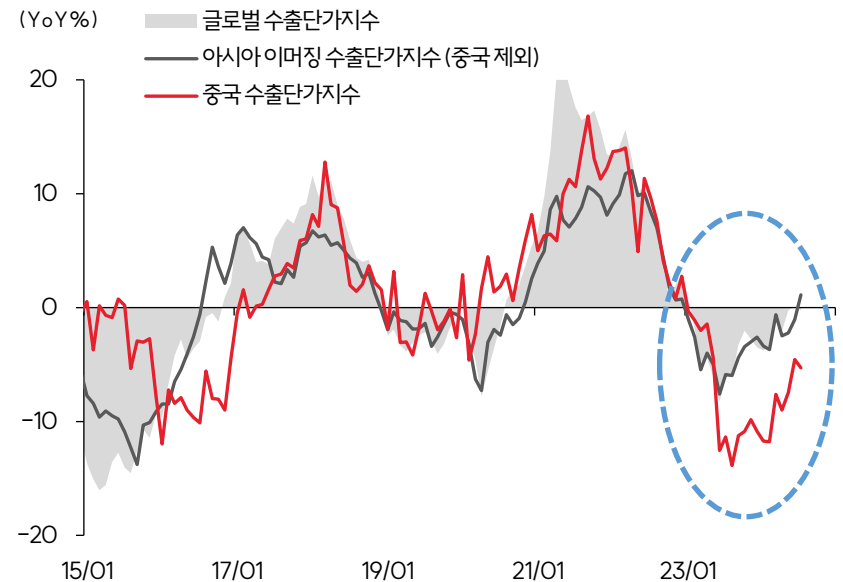
- 중국의 디플레이션 수출에 수출 대상국들 또한 매우 곤란한 상황. 중국의 무역수지 흑자가 역대 최고치 수준에 달하는 가운데 중국을 향한 각국의 불만도 쏟아지고 있음. 대표적인 미국과 EU 뿐만 아니라 태국, 멕시코 등 10개 주요 신흥국들 또한 중국산 수입품에 대해 관세 인상, 반덤핑 조사 착수 등 무역장벽을 강화하는 모습
- 결국 수출 경기를 통한 회복에 불확실성이 커진 중국 정부는 수출 경기 불확실성이 확대된 지금 추가 부양책을 내놓을 수밖에 없었을 것

6월 이후 주요 신흥국 대중 관세 부과 현황

국가	발표	주요 내용
태국	'24.8월	중국산 합금 열연코일에 대한 30.91% 반덤핑 관세 부과 - '23.9월 중국 17개 철강사 대상 합금 열연코일에 대한 우회 방지 조사 결과에 따른 조치로 기존 중국산 열연코일 반덤핑 관세 부과 연장선
	'24.7월	1,500바트 이하 수입품에 7%의 부가가치세 부과 - 전자상거래 통한 중국산 저가 수입품 유입 저지 목적
멕시코	'24.8월	중국산 합성고무에 대한 반덤핑 조사 착수 - 타이어 및 기타 고무 제품 수입, 생산, 제조업체 84곳 상대로 조사 예정. 조사 대상 기간은 '23년 4.1일부터 1년간(비교 분석 기간은 '21년 4.1일부터 3년간)
	'23.8월	'25.7월말까지 수입 철강에 대해 한시적으로 5~25%의 임시 관세 부과 - 저가 중국산 제품을 겨냥한 조치
말레이시아	'24.8월	중국산 비합금강 평판압연 제품에 대한 반덤핑 조사 착수
인도네시아	'24.7월	중국산 수입 직물에 최대 200% 관세 부과 방안 검토 중
튀르키예	'24.6월	중국산 자동차에 40% 추가 관세 부과 방침('24년 7.7일~) - 튀르키예는 지난해 중국산 전기자동차에 40%의 추가 관세를 부과. 금번 조치는 이를 모든 자동차에 확대한 것임
베트남	'24.6월	중국산 아연도금강판 반덤핑 조사 착수(베트남은 중국산 철강의 최대 해외 구매국)

자료: 국제금융센터, SK증권

수출 물가 하락. 중국의 디플레이션 수출

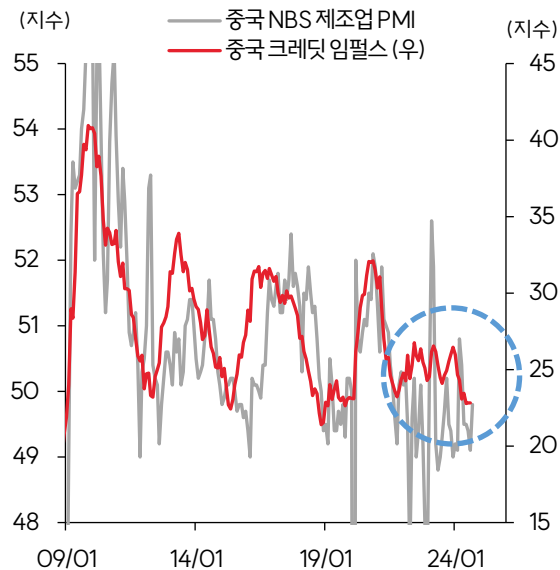


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

유동성 함정에 빠진 중국 경제, 통화정책만으로는 역부족

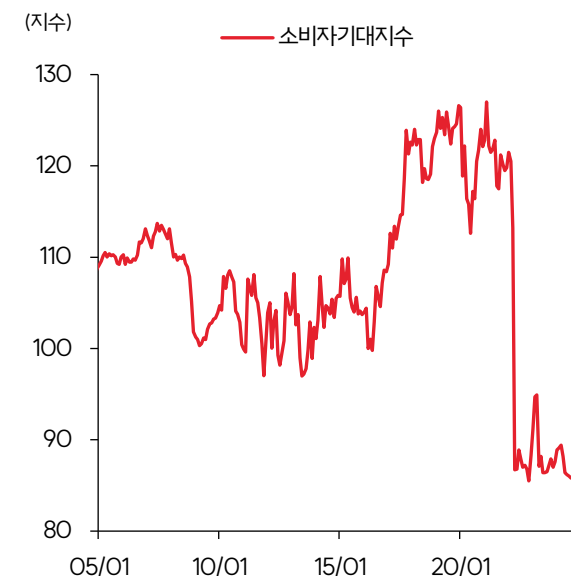
- 정부 뿐만이 아닌 민간에서 신용창출을 바탕으로 수요를 증가시켜야만 제조업 경기도 살아날 수 있음. 이를 반영하듯 중국 제조업 PMI는 크레딧 임펄스 지수를 6개월 가량 후행하는 경향을 보임. 최근 제조업 PMI가 지지부진한 것도 크레딧 임펄스가 21년 이후 살아나지 못하고 있기 때문
- 미국의 빅 컷 인하로 인해 중국도 통화정책을 더욱 완화적으로 가져갈 여력을 확보했으며 이에 각종 정책금리 인하 및 추가 인하 가능성을 시사. 하지만 중국은 현재 유동성 함정에 빠져 있어 통화정책, 즉 금리 인하만으로는 내수 경기를 부양시키기에 역부족
- 부동산 경기 침체 장기화로 자산가격 하락, 높은 실업률, 향후 경기 전망에 대한 불확실성 확대가 지속되며 이는 결국 중국 가계는 소득이 생겨도 소비나 투자를 하기보다 예금 혹은 대출금 상환에 사용하는 디레버리징 현상이 나타나고 있음

지지부진한 신용창출, 제조업 PMI도 지지부진



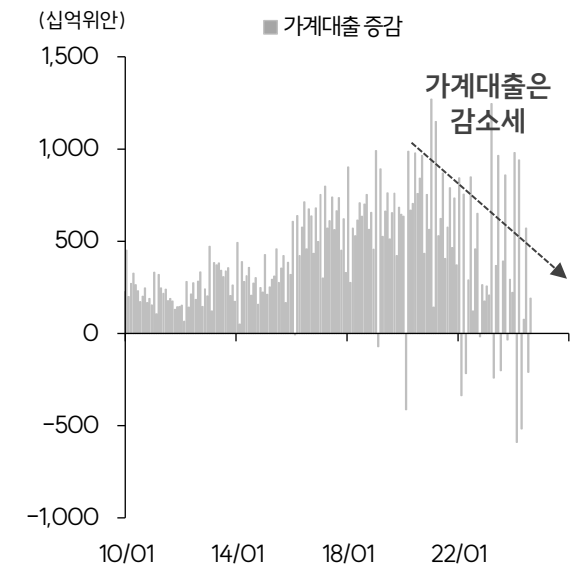
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

팬데믹 이전 수준을 회복하지 못한 소비자심리



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

중국 가계의 대출은 감소세



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

시진핑의 다급함이 느껴진다. 계속되는 부양책 발표

- 유동성 함정 탈출을 위해선 결국 통화정책과 함께 막대한 재정부양이 필요한 상황
- 특히 그간 부동산 투자 과잉, 제조업 과잉 사례에서 공통된 점은 중국은 생산에만 집중하고 그간 그에 상응하는 소비 육성 전략은 부족했다는 점. 이번 부양책이 정말 효과가 있으려면 소비를 생산에 걸맞게 제고시킬 수 있을지 여부가 관건

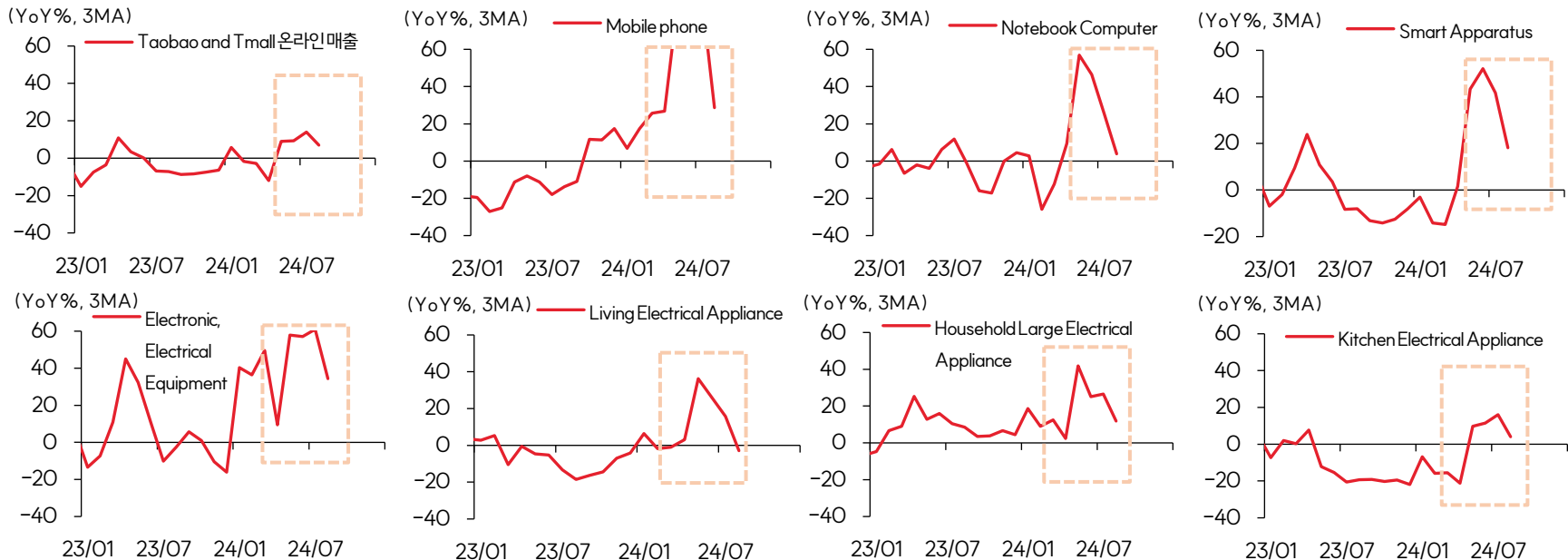
중국 부양책 내용

날짜	기관	이벤트	내용
9월 24일	인민은행 등	종합 부양책 발표	<ul style="list-style-type: none"> - 기준율 50bp 인하 - 7일물 역레포 금리(단기 정책 금리) 20bp 인하 - 2주택 대출 계약금 비중 하향(25% → 15%) - 기존 모기지 금리 50bp 인하 - 지방 국유기업 주택 매입 대출 지원 확대 - 주식 매입용 5,000억 위안 대출 프로그램 도입 - 자사주 매입 등 위해 3,000억 위안 재대출 자금 제공
9월 26일	중앙정치국	9월 중앙정치국 회의 개최	<ul style="list-style-type: none"> - 초장기 특별국채(2조 위안 내외) 및 지방정부 특수채 발행 필요 강조 - '화이트리스트' 활용 미인도 주택 건설 지원 - 주택구매제한 정책 완화 - 주택담보대출금리 인하 - 대학 졸업생 등 중점계층 대상 고용 지원 강화
10월 8일	국무원	국가발전개혁위원회(NDRC) 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> - 25년 특별국채 계속 발행 - 연말 이내 특별국채 2,000억 위안 추가 발행 - 지방특수채 사용 범위 확대 - 지방 관개망 건설에 향후 5년간 4조 위안 투자 - 패키지성 중량 정책 시행으로 거시 정책 역주기 조정 확대
10월 12일	재정부	재정부 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> - 24년 중앙정부 지방이전지급 한도 확대(10조 위안 초과) - 특별국채 발행 통해 중국 6대 국유은행 자본 확충 지원 - 특별국채 활용 상업용 주택 매입 후 각 지역 보장성 주택으로 사용
10월 17일	주택건설부 등	부동산 시장 안정 관련 공개 브리핑	<ul style="list-style-type: none"> - 화이트 리스트 활용 연말까지 디벨로퍼 대출 확대(2.23조 위안 → 4조 위안) - 100만호 주택 재개발 및 개조 진행 - 특별국채 한도 활용 주택 재고 매입 - 미상환 주택담보대출 금리 인하 - 인민은행, 토지재고 매입 목적 디벨로퍼 대상 재대출 출시 고려
10월 18일	인민은행	LPR 인하 시사·SFISF 개시	<ul style="list-style-type: none"> - 10월 사실상 기준금리인 대출우대금리(LPR) 20~25bp 인하 시사 - 21일 실제로 LPR 1년·5년 모두 25bp 인하 - 연내 기준율 25~50bp 인하 시사 - 7일물 RRP 금리 20bp 인하 시사 - MLF 금리 30bp 인하 시사 - SFISF(CSI300 편입 주식 등 담보 기반 국채 등 우량 자산 교환 제도) 운영 개시

지속되는 이구환신, 거기에 소득 지원을 약간 보태면

- 증시 부양책은 부동산 가격 하락 속 주가 상승을 통해 자산효과를 발생시킬 수 있을 것. 증시 부양책인 동시에 경기부양책의 일환
- 또한 주담대 금리 인하를 통한 이자부담 완화, 소비성향이 높은 저소득층 현금 지원, 대학생 학비 지원 등의 직접적인 소득 이전 정책도 개시. 올해 5월 시작된 이구환신 정책도 연말까지 진행될 예정
- 올해 5~6월 이구환신 정책 발표 직후 가전, 전자제품, 핸드폰 등의 소비 급증한 바 있음. 이구환신 정책은 수요 부진 장기화될 경우 내년까지 연장될 가능성 높음. 4분기 그리고 최대 연휴인 춘절까지 이어지며 남은 4분기에 소비 통한 단기적 성장률 제고 효과 나타날 수 있을 것
- 이미 가전판매업체인 쉐닝은 이구환신 영향으로 국경절 연휴 동안 매장 방문객 수 전년 대비 200% 증가, 주문량 132% 증가함을 밝힘

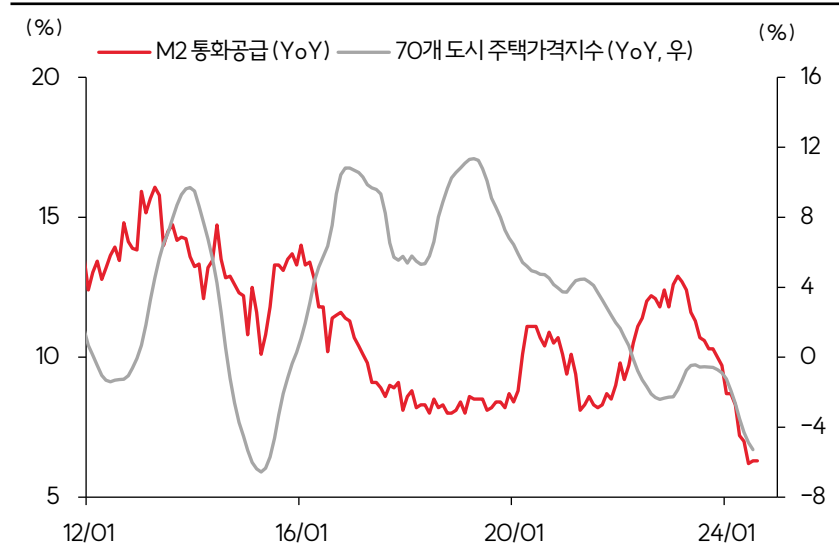
중국 온라인 쇼핑 항목별 매출 추이



부동산 경기 정상화는 매우 완만하게

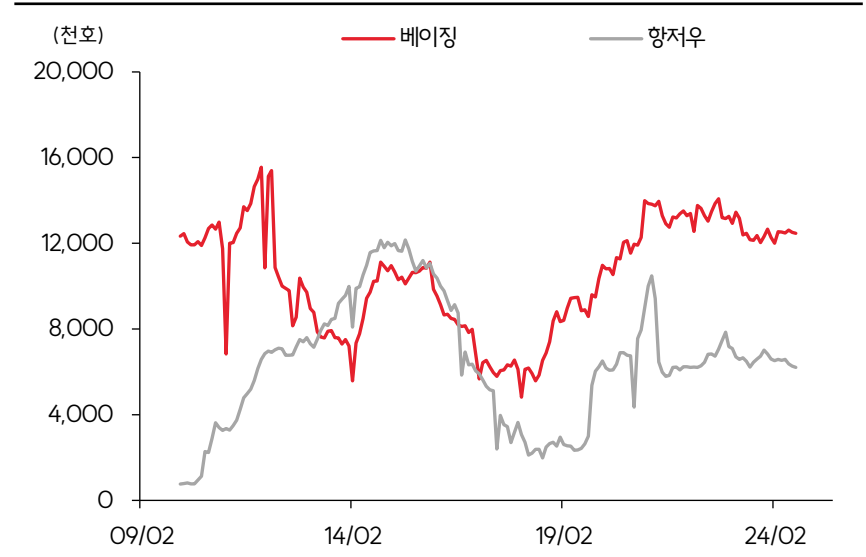
- 4분기에 주택 거래량과 신규 착공은 부진하더라도 투자 부문이 반짝 반등할 수는 있음. 중국 정부는 연말까지 가용 특별국채 잔액이 2조 3,000억 위안 남아있다고 발표했으며 지방정부 재정 여력 확대로 신규 착공은 부진하더라도 자금 부족이나 수익성 악화로 중단되었던 일부 현장에서 공사가 재개될 수 있을 것
- 하지만 부동산 경기 개선은 궁극적으로 주택가격 상승에 대한 기대감이 조성되어야 함
- 지금의 최대 과제는 미분양 주택 재고 해소 그리고 건설업체 자금 조달 지원을 통해 선분양된 부동산들을 완공해 부동산 관련 잠재되어 있는 시스템 리스크를 관리하고, 주택가격 폭락세를 제어하는 것
- 이를 위해 지방정부의 미분양 주택 매입이 진행될 경우 단기적으로 주택가격을 오히려 더 하락시키는 현상이 발생할 수밖에 없음. 중요한 것은 먼저 재고 감소 및 거래량 회복이며 주택가격 상승률 반등과 이후의 신규 착공 증가는 내년 하반기 이후에야 본격적으로 가능할 것

주택가격 상승률은 하락세 지속



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

지역별 주택 재고 추이. 1·2선 도시도 재고가 쌓여있음

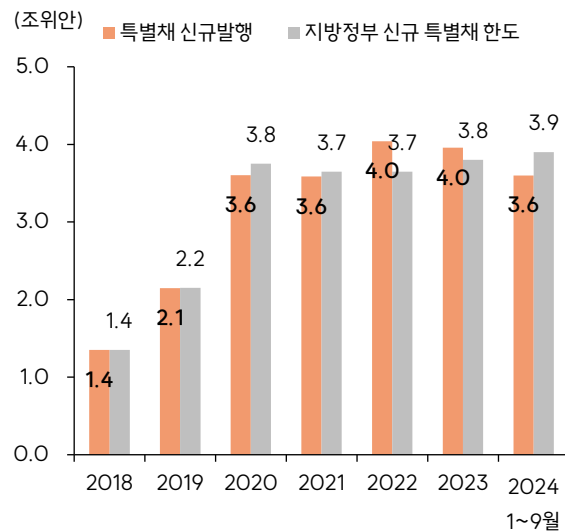


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

선부론이 아니라 공동부유, 과열보다는 리스크 관리

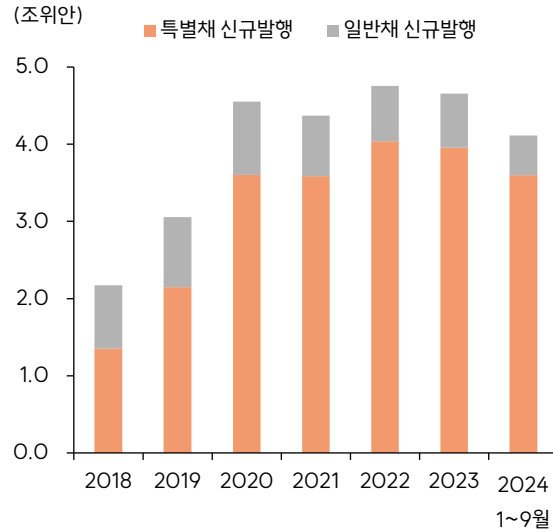
- 다만 중국 정부가 최근 부동산 관련 대책들을 다수 발표하고 있으나 기본적인 기조는 '붐'이 아닌 '정상화'의 과정으로 해석하는 것이 적절할 것. '선부론'에서 '공동부유'로 정책 슬로건을 변경한 이상 주택가격 띄우기 기조는 공산당의 정책 기조에는 어울리지 않는 기조
- 이번 정책 발표로 중국 정부는 경기 부양에도 관심있으나 지방정부의 부채 한도를 늘려 (1)저소득층 지원 등 현금 지원, (2)자금을 조달해 미분양 주택을 매입 그리고 거기에 더해 (3)지방정부의 그림자 부채 상환으로 금융 건전성 확보한다는 방침
- 앞으로 장기적인 질적 성장을 위해서는 결국 지방정부의 재정 건전화가 반드시 필요. 그간 자금 부족에 시달린 지방정부는 국채 발행 뿐만 아니라 흔히 그림자 금융으로 불리는 LGFV(지방정부 자금조달기구)를 통해 상당한 자금을 조달. 정확한 규모도 파악이 어려워 리스크 관리도 쉽지 않음. 이번 정책으로 지방 정부의 한도를 늘려 LGFV를 상환, 그림자 금융을 양지로 꺼내 리스크 관리에 돌입
- 여기에서 알 수 있듯 중국은 경기 과열을 유도하려는 것이 아닌, 중장기적 성장을 위한 체질 개선을 꾀하고 있음

지방정부 부채 한도 및 특별채 신규발행 현황



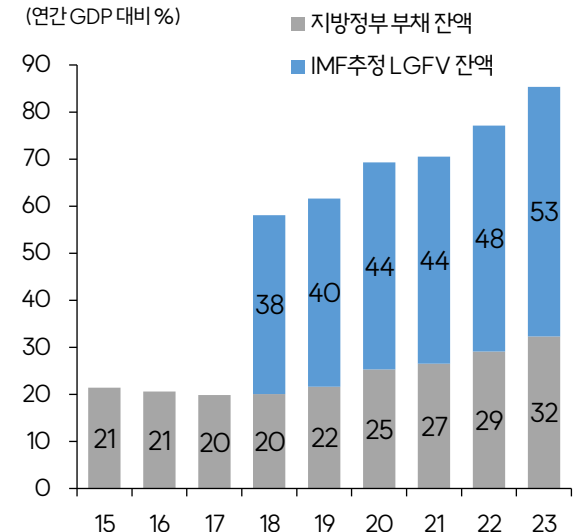
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

지방정부 부채 발행 규모



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

지방정부 그림자 금융 규모 추정

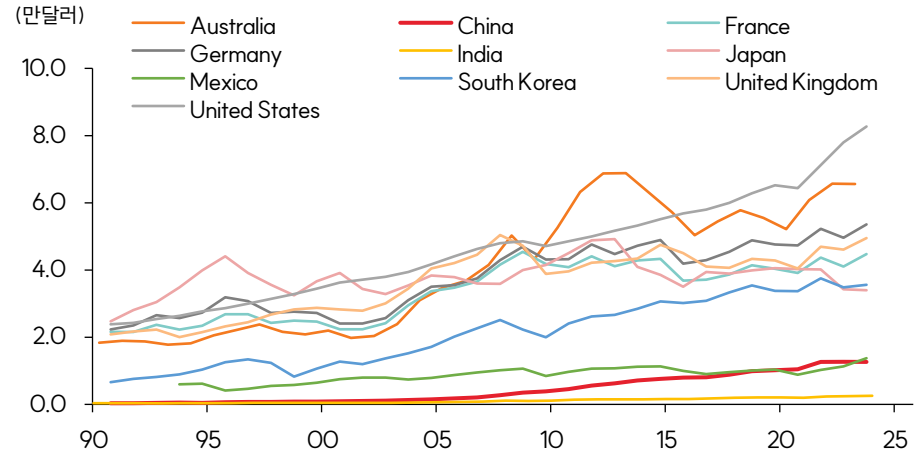


자료: IMF, SK증권

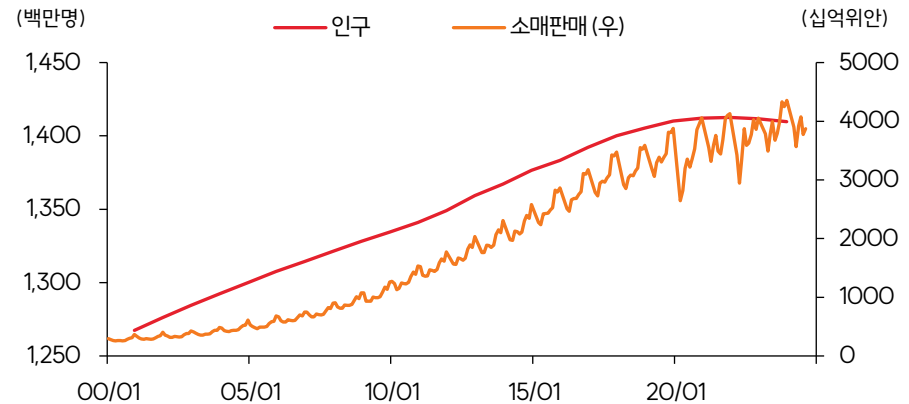
경기 부진 지속, 부양책도 지속

- 중국의 가장 큰 자원이었던 인구는 22년부터 감소하기 시작했으며, 인구 감소는 소매판매액이 과거와 같은 성장세를 보이지 못하는 근본적 원인임
- 더욱이 중국은 소득 양극화가 극심한 가운데 전체 경제 규모는 크지만 1인당 GDP 기준으로는 멕시코보다도 낮음. 빈곤 고령 인구 증가 속 청년층의 실업률은 18.8%로 경제 성장 동력도 약해진 상황
- 중국 경제 규모가 커진 만큼 결국 문제점을 해결하기 위한 시간과 자원도 훨씬 더 큰 규모가 필요할 것
- 이번 정책 효과만으로는 내년 연간 성장률 제고시키는 효과는 크지 않을 것. 이번 4분기에 나타날 소비 촉진 정책은 단기적 효과는 있겠지만 현재 중국 소비가 부진한 궁극적인 이유는 미래 경제 전망에 대한 불확실성이 크기 때문. 이미 금년 4~5월에 발표했던 부양책들에서 단기적인 효과만을 확인
- 그럼에도 불구하고 계속되는 경기 부진 속 정부의 부양 노력 또한 점차 강해질 것. 경기 반등이 당장 가시화되지 않더라도 부양책과 이를 통한 경기 반등 기대감으로 중국 증시와 위안화 환율은 연중 일시적 강세 흐름 보일 수 있음
- 25년 성장률 제고는 중국 정부가 유의미한 규모의 추가 재정 부양책을 제시할 경우 가능할 것으로 전망

1인당 명목 GDP, 중국은 주요국 중 인도 제외하면 최저 수준



중국 성장을 견인한 인구 증가는 이제 종료. 22년부터 인구 감소 국면 진입





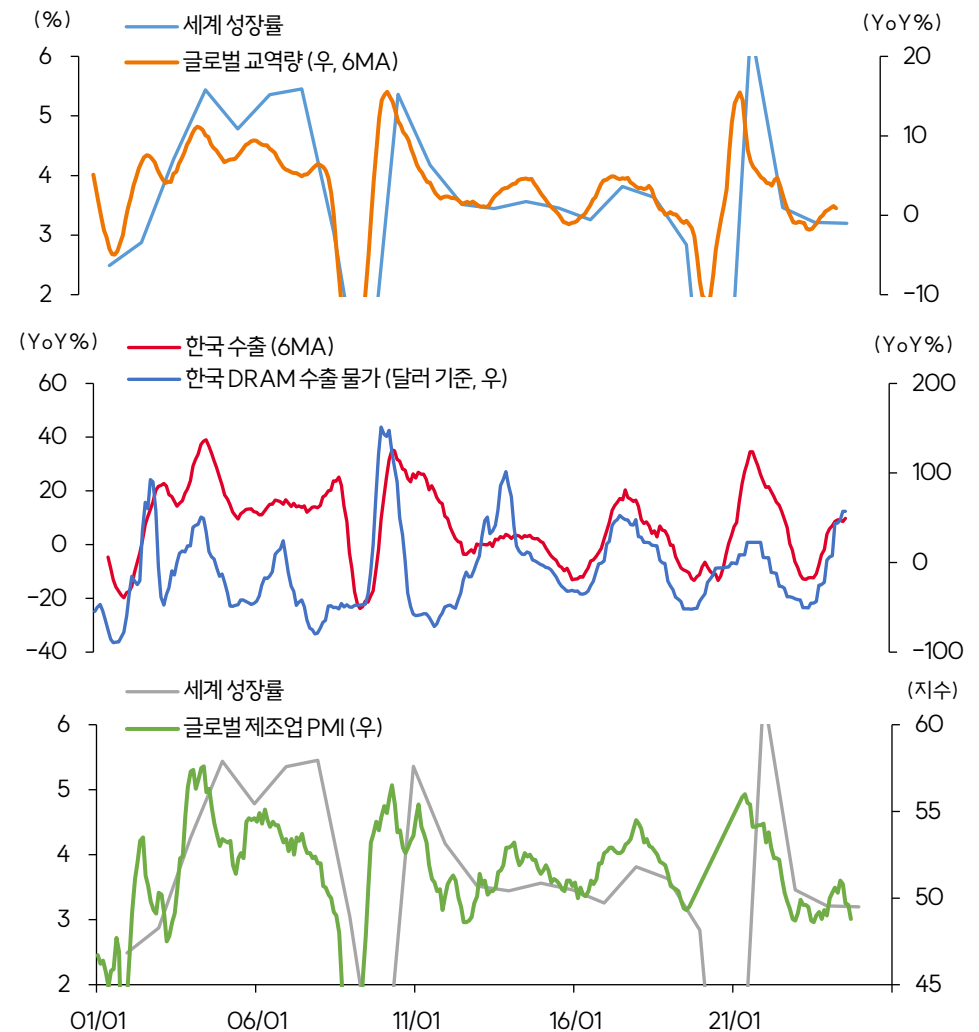
Part 3.

한국: 회복 속 부침

글로벌 교역량 회복에 대한 기대

- 한국 수출과 밀접한 관련이 있는 글로벌 교역량은 세계 성장률과 동행. 내년 세계 성장률은 OECD 전망치 기준 올해와 같은 3.2%로 전망되고 있음
- 같은 성장률 수준이나 24년은 서비스업 중심, 25년에는 인하 사이클을 바탕으로 하는 제조업 중심 성장이라는 점은 글로벌 교역과 한국 수출에 긍정적
- OECD 성장률 전망에는 24년 미국 2.6%, 25년 1.6%의 성장률, 중국의 경우 4.9%, 4.5%를 바탕으로 추산. 견조한 미국 경기와 중국 부양책 효과에 대한 불확실성이 있으나 25년 미국과 중국 성장률 모두 하방 보다는 상방 리스크가 더 클 것으로 판단. 이는 글로벌 교역량 회복에 긍정적
- 다만 올해 글로벌 교역량 회복세가 강하지 않았음에도 한국 수출이 호조세를 보였던 것은 주요 수출 품목인 반도체 수출물가가 큰 폭으로 상승했기 때문. 25년에는 24년 높았던 반도체 수출물가로 인한 기저효과가 작용한다는 점을 감안할 필요

세계 성장률, 교역량과 동행하는 한국 수출

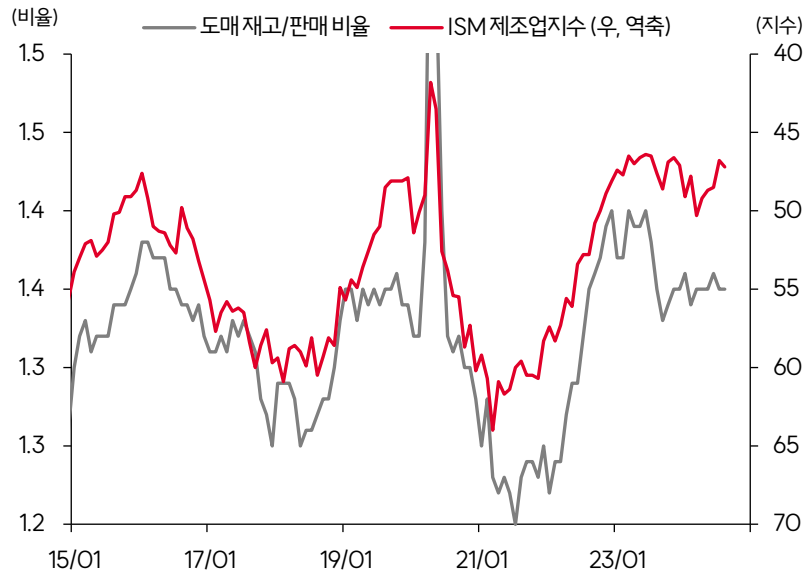


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

미국, 재고는 이미 상당 부분 조정 받았음

- 판매 대비 재고 비율은 도매와 (자동차를 제외한) 소매 모두 23년보다 낮아졌으나 더 낮아지지는 못하고 정체되어 있음. 이는 한국 수출이 4분기 들어 둔화되는 이유이기도 할 것
- 다만 인플레이션 압력 완화와 기준금리 인하로 재화 소비는 점진적 회복할 것으로 전망. 이미 소매판매에서 일부 내구재에서는 소비 증가율 바텀 아웃이 시작되었음
- 한국 수출과 높은 상관관계를 가지는 ISM 제조업지수 또한 바닥 시그널이 등장했으며 내년 점진적인 반등세가 나타날 것으로 전망

미국 도매 재고/판매 비율과 ISM 제조업지수는 완전한 역관계



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

미국 소매 부문 재고/판매 비율 추이

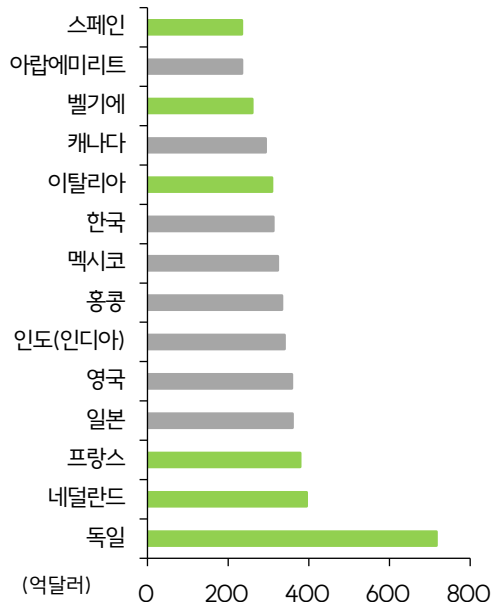


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

유로존, 약하지만 점진적 회복

- 전세계에서 미국과 중국을 제외하고 수입을 가장 많이 하는 국가들은 독일, 네덜란드, 프랑스, 영국, 이탈리아 등임
- 따라서 글로벌 제조업 경기 회복에는 미국과 중국 뿐만 아니라 주요 수입국인 유로존의 소비 회복이 중요함
- 다만 유로존의 회복은 아직까지 뚜렷하게 나타나고 있지는 않으며 독일의 경우 재고 수준도 매우 높은 상황
- 유로존, 특히 독일 경제가 사실상 침체에 가까운 경기 흐름이 지속되며 ECB는 매회의마다 기준금리 인하를 단행할 것으로 전망. 금리 인하 진행되며 그간 쌓아놓은 저축을 통한 소비가 진행될 수 있을 것으로 기대
- 유럽 주요국 소매판매 증가율은 바닥을 딛고 플러스 전환되기 시작했음

미국과 중국 제외 전세계 수입액 상위 14개국



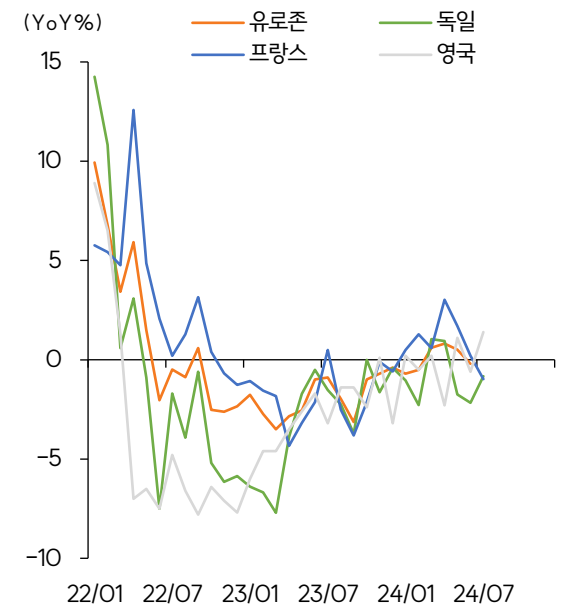
자료: 한국무역협회, SK증권

재고 수준은 아직까지 긍정적이진 않음



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

유럽 주요국 소매판매 증가율 플러스 전환 시작

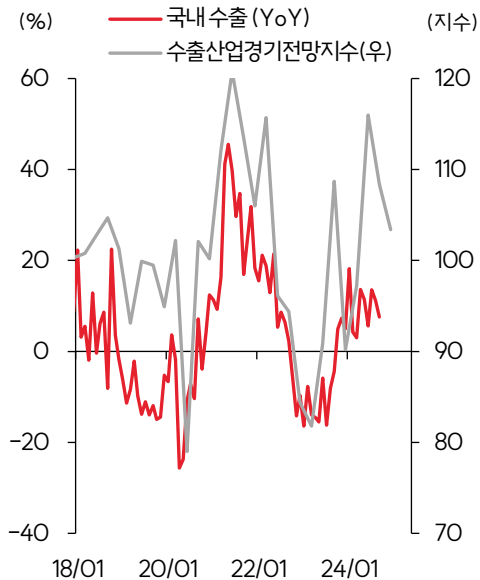


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

한국 수출: 24년 7.7%, 25년 4.8% 증가 전망

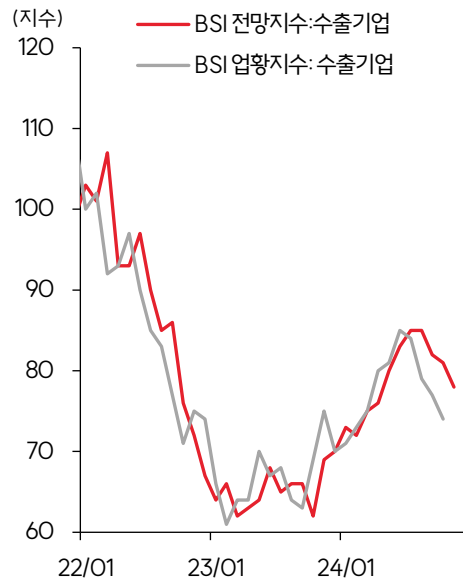
- 국내 수출기업들의 업황지수와 전망지수 모두 7월 이후 하락 전환. 한국 수출 증가율을 선행하는 수출산업경기전망지수는 4분기에 여전히 100 이상을 기록했으나 전분기 대비 둔화. 내년 상반기는 글로벌 기준금리 인하 영향의 파급 시차로 수출 모멘텀이 둔화되는 국면
- 이후 하반기 미국, 유로존, 중국 등의 재고 비축 수요 및 소비 반등과 함께 수출 경기 재차 모멘텀 받을 수 있을 것으로 전망하며 국내 수출 증가율은 상반기 2.8%, 하반기 6.8%의 상저하고 흐름을 전망
- 연간 기준으로는 25년 한국 수출 4.8% 증가를 전망(금년 수출 증가율은 7.7%로 전망). 이는 수출 기업 비중이 높은 국내 증시에도 긍정적 영향

국내 수출과 수출산업경기전망지수



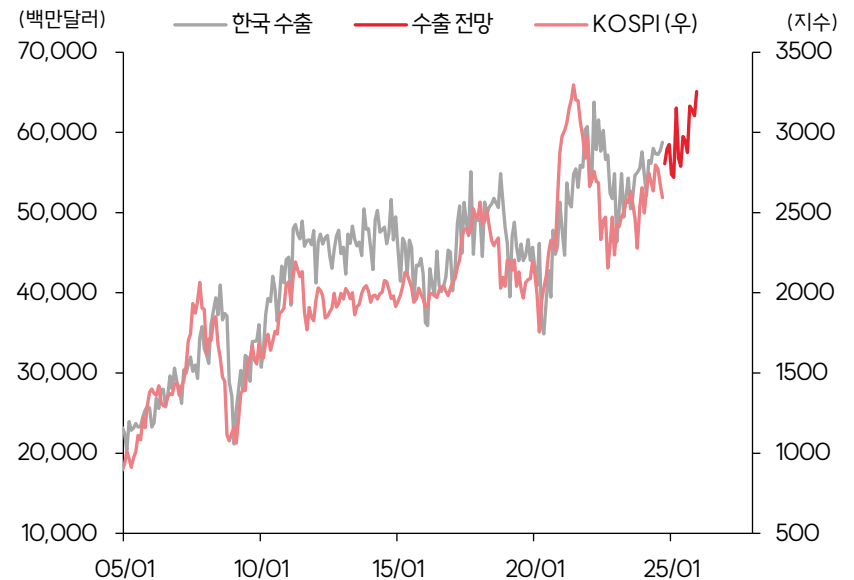
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

수출기업 전망 및 업황지수



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

상반기 2.8%, 하반기 6.8%의 수출 성장 가정 시 수출액 전망

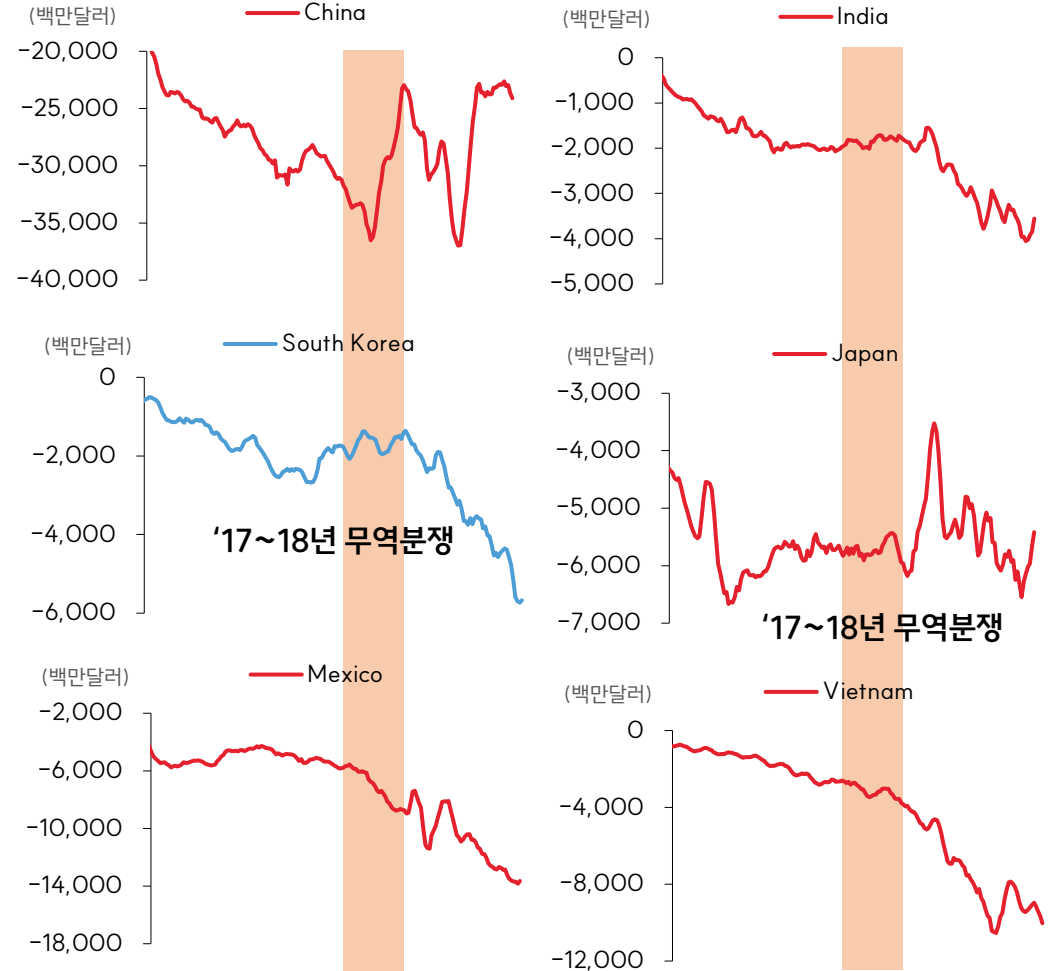


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

수출 회복에의 리스크: 트럼프

- 25년 한국 경제의 가장 큰 리스크 요인은 결국 알면서도 당할 수밖에 없는 트럼프 리스크
- 현재 미국의 對한국 무역수지 적자가 역대 최고치를 기록하고 있어 트럼프 당선 시 중국 뿐만 아니라 한국에 대한 통상 압박 들어올 가능성 매우 높음
- 17~20년 트럼프 1기 당시를 돌아보면 통상 압박은 집권 직후보다는 시차를 두고 점진적으로 강화. 무역 갈등 심화는 상반기보다 하반기에 더욱 두드러질 전망
- 당시 무역제재를 가하기 전 관련 통상법 규정들을 바탕으로 상무부에 지시해 법 위반 조사를 실시하고 행정명령을 통해 관세를 부과하거나 쿼터 등 수입 물량을 제한. 대체로 수개월이 소요되는 과정
- 상무부 조사가 진행되는 과정조차도 트럼프 행정부는 협상의 카드로 사용할 여지가 크며, 최근 한국에 대해서 방위비 분담 확대 등을 언급하는 등 대미 외교 관계에 있어서 불안감도 커지고 있음

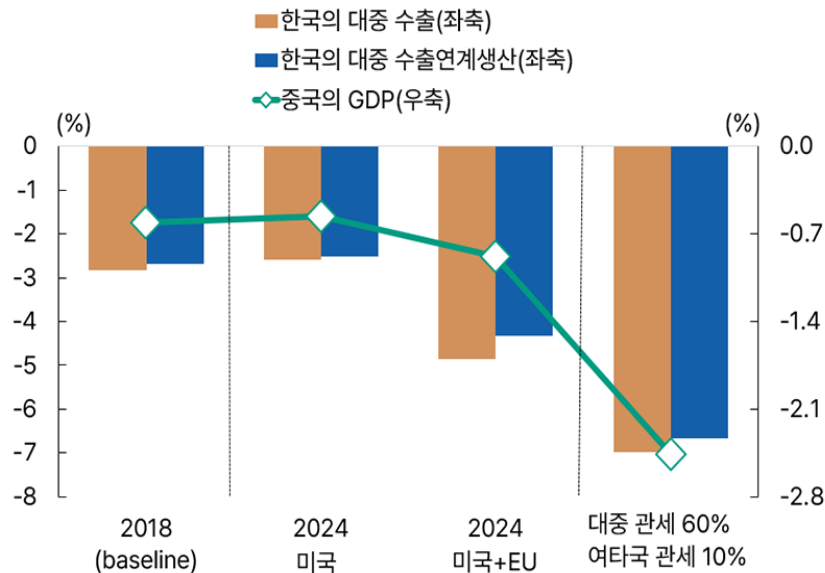
2010년 이후 현재까지 미국의 각국별 무역수지 적자 폭 추이



수출 회복에의 리스크: 미국의 대중 관세 부과

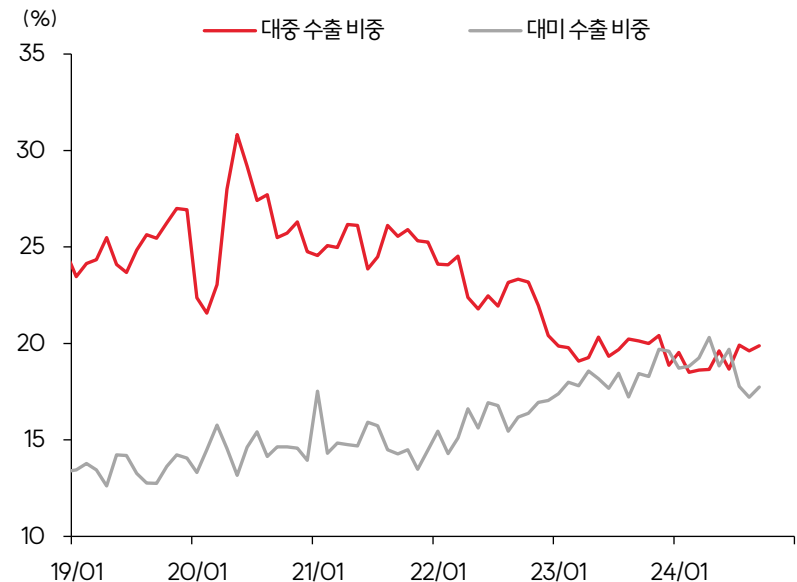
- 트럼프는 계속해서 대중 관세 60%를 언급하고 있음. 한국은행 연구에 따르면 대중 관세 60%, 여타국 10% 부과할 경우 한국의 대중 수출은 6% 이상 하락, GDP 1% 하락
- 한국의 대중 수출 비중은 약 19% 수준이며 내년 6월부터 관세가 도입되어 대중 수출 6% 하락한다는 가정 하에 내년 수출 증가율 전망은 4.8%에서 4.2%로 하락. '26년까지 관세가 이어진다면 수출 감소 폭은 더 커질 것
- 트럼프(미국) 뿐만 아니라 EU, 주요 신흥국들조차 대중 관세 부과를 시행하고 있거나 시행할 계획. 대중 관세 60%가 실현되지 않더라도 글로벌 교역량 측면에서 한국에 대한 직접적인 통상 압박과 함께 대중 견제의 간접적 영향까지 겹치며 수출 증가의 전반적 방향성은 바뀌지 않으나 수출 증가율이 낮아질 수 있음

미국의 대중 관세 60% 부과 시 한국 경제에의 영향



자료: 한국은행 조사국, SK증권

한국의 대미 vs 대중 수출 비중

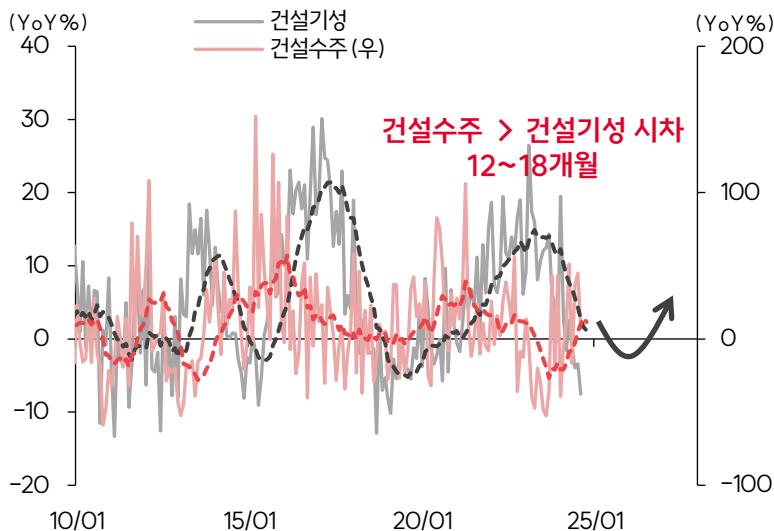


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

한국 내수 핵심은 부동산. 약하지만 회복 신호 나타나고 있음

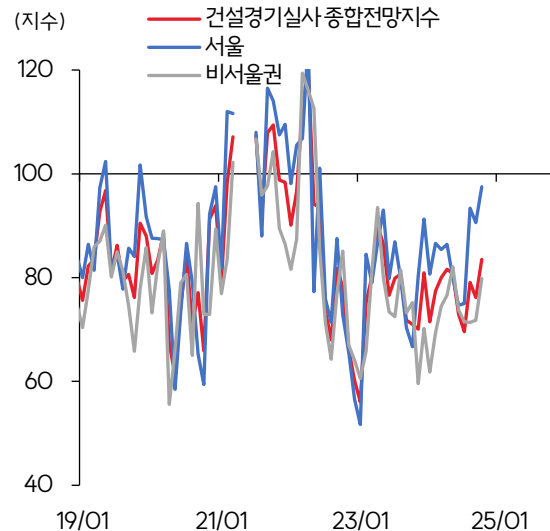
- 한국 내수의 핵심은 사실 부동산. 부동산 경기는 소비에도 영향을 주지만 가장 직접적인 부문은 건설투자. 건설투자 부문은 전년동월대비 기준으로 직전 4개분기 중 3개분기에서 마이너스 성장 기여
- 건설수주는 건설기성을 12~18개월 가량 선행하는데 수주 증가율은 이미 작년 7월에 저점 기록한 후 상승. 18개월 시차 고려하면 내년 1월부터 건설투자 증가율의 반등을 기대해볼 수 있음
- 10월 건설경기실사 종합전망지수는 서울을 중심으로 전월의 76.2 대비 83.5로 상승, 여전히 기준선인 100 이하로 건설경기 부진을 시사하나 전월대비 크게 개선. 특히 서울의 경우 동 지수가 97.5로 기준선에 매우 근접
- 서울 중심 주택가격 급등 및 가계부채 급증세는 한은의 금융안정 목표를 위협하며 완만한 속도의 기준금리 인하를 단행하는 근거. 다만 그간 부진했던 부동산 경기가 반등한다면 건설투자 회복과 부동산PF 관련 잠재 리스크도 해소될 수 있을 전망

건설기성을 12~18개월 선행하는 건설수주는 이미 반등



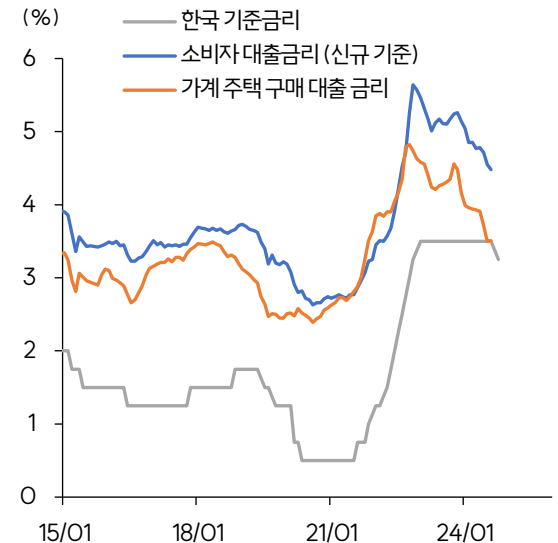
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

건설경기실사 전망지수, 서울 중심 반등



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

기준금리와 대출금리 추이

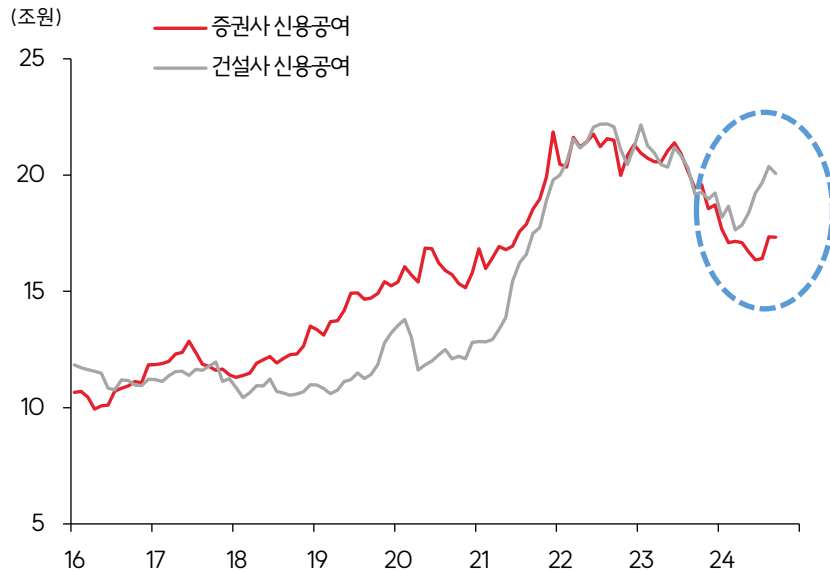


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

부동산PF 자금 유입되기 시작

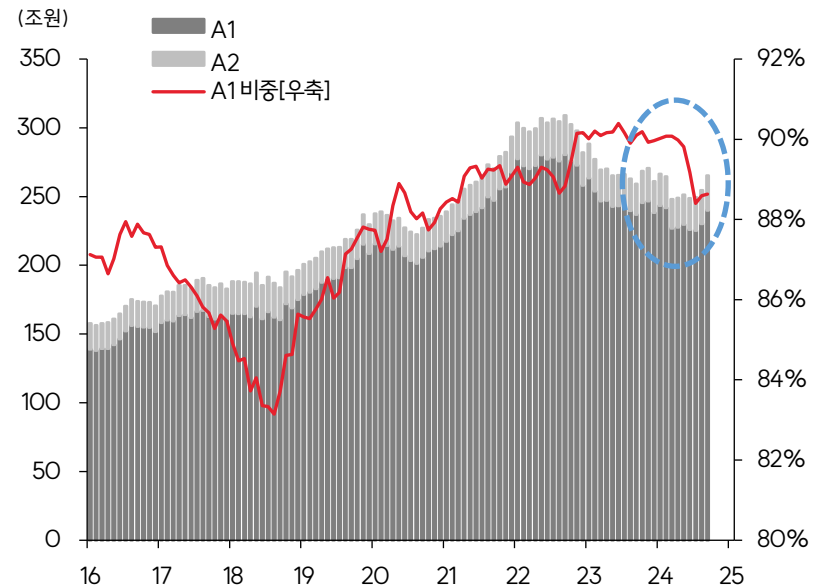
- 기준금리 인하 사이클 진입, 서울권 중심 부동산 가격 상승으로 부동산 시장에 온기가 돌기 시작했으며 실제로 점차 자금도 유입되는 모습이 확인되고 있음
- A2 이하 등급 잔액이 24년 3월 25조원 수준에서 9월 31조원으로 6조원 증가. 부동산PF 투자 불확실성이 컸던 상반기 A1의 비중이 90% 수준이었던데 반해, 하반기 A1의 비중이 88% 수준으로 감소
- 대형사 중심의 증권사와 건설사 신용공여도 증가하며 하반기 이후 PF신용공여 증가 전환
- 자금 유입되며 이르면 금년 4분기 혹은 1분기부터 건설투자 부문도 약하지만 성장 플러스 전환 가능할 것으로 전망

부동산 PF 신용공여 현황 – 24년 하반기 상승 전환



자료: 인포맥스, SK증권

PF ABCP 등급별 발행 현황 – A1 등급 비중 감소

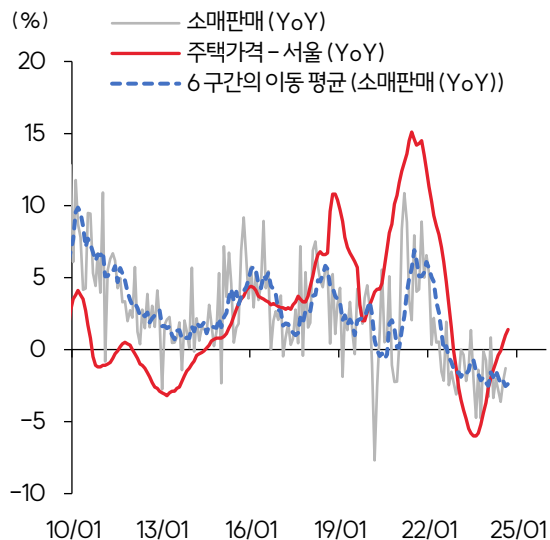


자료: 인포맥스, SK증권

소비 성장 동력 당분간은 약하지만

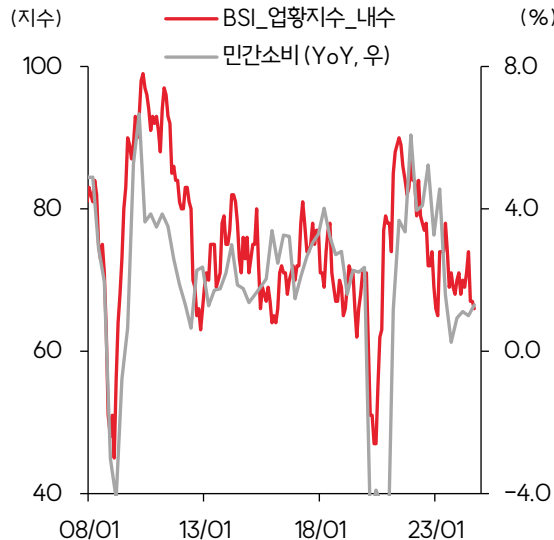
- 한국 소매판매 전년동월대비 증가율은 23년 7월 이후 딱 1개월을 빼고 모두 마이너스 증가율을 기록. 다만 과거 주택가격 상승 국면에서 소매판매 함께 회복되는 흐름. 주택가격 상승이 수도권에 한정되어 있는 시기에도 동일하게 작용. 한국은행과 정부의 가계대출 억제 노력에 주택가격 상승이 탄력을 받기는 어렵겠으나 방향은 이미 상승으로 전환
- 다만 금년 수출기업들의 호실적에도 불구하고 고용시장은 여전히 둔화 추세 지속. 특히 국내 제조업 중 상당 부분을 차지하는 자동차와 IT 업종 관련 불확실성이 특히 커 고용 창출이 제한적인 상황. 수출 업황 BSI 호조에도 고용자 수 감소는 지속되었음. 내년 전반적인 경제 회복을 전망하기는 하나 아직까지 기업들의 사업 확장을 자극할 만한 신호는 부족
- 내수 업황 BSI는 고용자수 증감을 선행하나 아직까지 반등 신호 없음. 상반기 주택가격 및 건설경기 회복에 소비가 바닥을 다진 이후 하반기 수출 경기 회복(특히 불안했던 IT, 자동차 산업)이 확인되어야 소비 중심으로 내수 회복도 탄력을 받을 수 있을 듯

주택가격 상승할 경우 소비 회복 기대



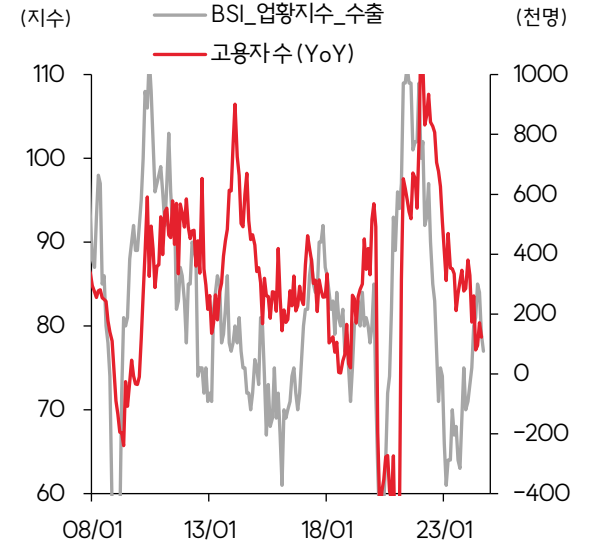
자료: 한국무역협회, SK증권

내수 업황 지수는 민간소비를 선행



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

수출 업황 지수 vs 고용자 수 증감 사이 괴리



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권



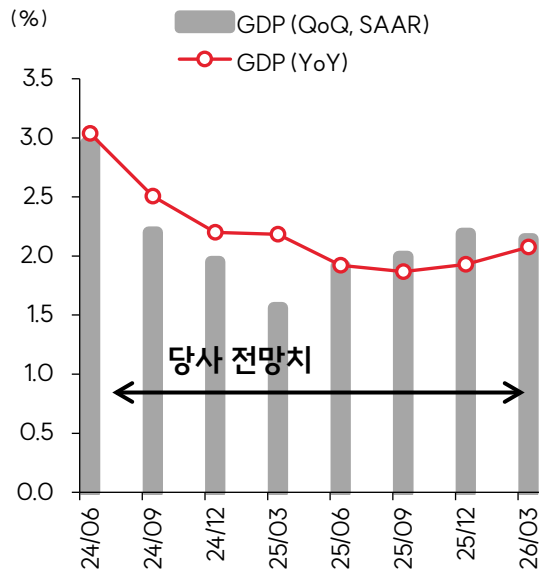
Part 4.

환율: 달러-원, 내년에도 고환율 전망

하반기 미국 금리 인하 속도가 느려지면 약달러 압력도 완화

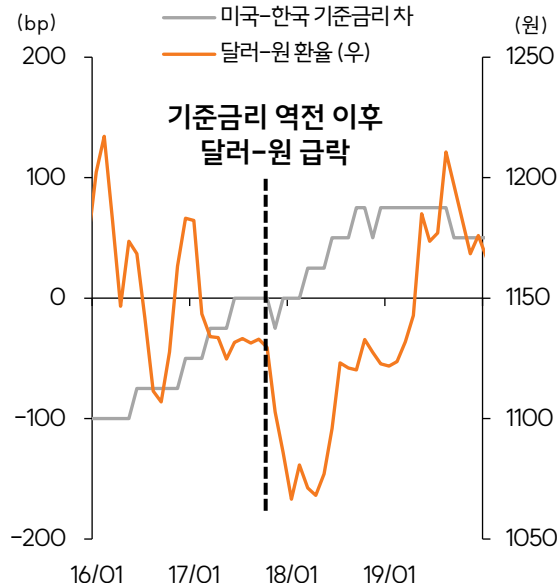
- 내년 달러-원 환율의 점진적 하락을 전망하는 이유는 미국 기준금리 인하와 이에 따른 약달러의 진행임
- 다만 25년 하반기 연준의 기준금리 인하를 견인했던 고용시장이 개선되기 시작하고 성장률도 양호하게 이어질 경우 연준의 기준금리 경로에 대한 불확실성 확대될 수 있음. 현재 미국 금리선물시장에 반영된 기준금리 인하 폭 또한 상반기에 집중, 하반기에 반영된 인하 폭은 25bp에 불과함. 즉 하반기에는 연준의 통화정책 불확실성 확대되며 달러화 약세 흐름도 주춤해지는 국면
- 동시에 한국의 경우 가계부채 및 금융안정을 이유로 내수 부진 폭 대비 기준금리 인하 속도는 매우 완만할 전망. 하반기 미국 금리 인하 속도가 주춤한 가운데 한국은 분기당 1회의 인하 속도를 유지하며 미국과의 기준금리 격차 축소 폭도 동시에 완만해질 것. 이 경우 달러-원 환율 하락 압력 약화될 것

당사 미국 '25년 성장률 전망치



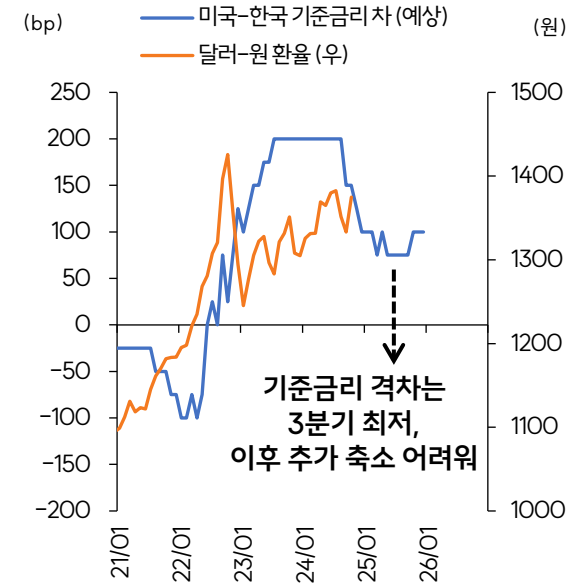
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

2017~19년 기준금리 격차와 환율 추이



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

2025년 예상 기준금리 격차 경로

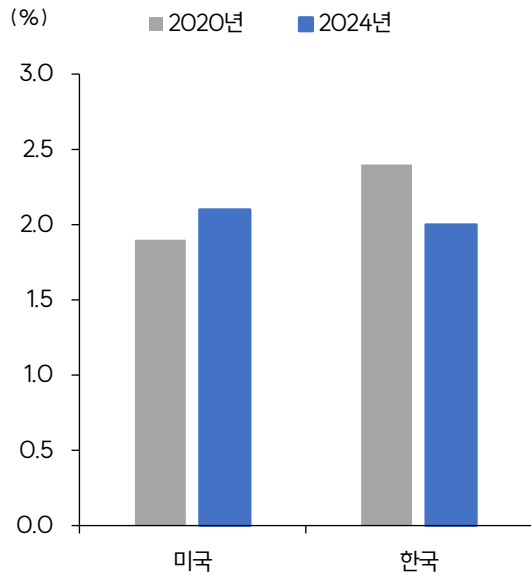


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

장기적으로 달러-원 환율은 상승세

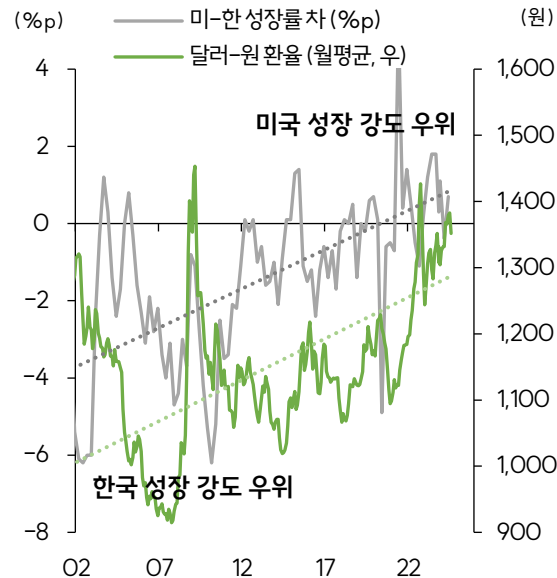
- 장기적으로 국가간 환율은 양국간의 성장 강도 차이라고 해석할 수 있음. 한국은 저출산, 생산연령 인구 감소 등으로 잠재성장률이 하락세를 기록하고 있는 반면에 미국은 한국보다 출산율도 높으며 이민자 유입으로 생산연령 인구도 증가세. 특히 혁신을 주도하는 국가 및 기업으로서 글로벌 자금들이 미국과 미국 기업들로 몰리고 있음
- 결국 미국과의 성장률 격차가 줄어들었을 뿐만 아니라 미국에 성장률 역전되며 달러-원 환율은 더 큰 폭으로 상승(=절하)
- 이러한 상황 속에서 해외증권투자에 대한 접근성 향상 및 고수익률 추구 영향으로 2020년 이후 해외증권투자가 급증. 24년 2분기 기준 해외증권투자 잔액은 20년 1분기 대비 325% 증가한 1,134억 달러로, 외환시장에서 수급상의 큰 변화를 야기

OECD 추산 한국과 미국 잠재성장률



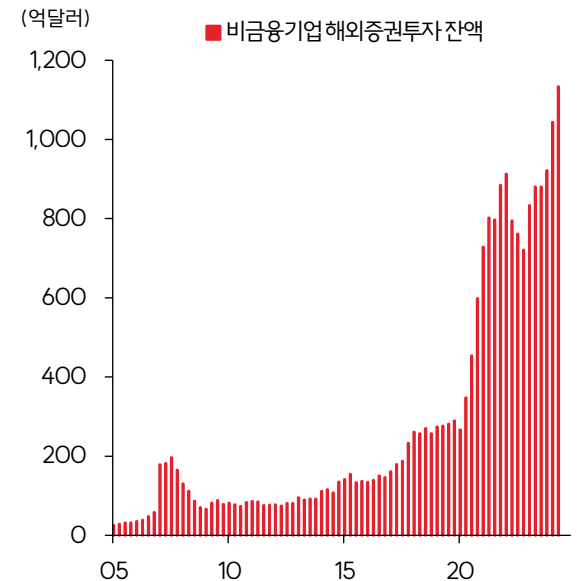
자료: OECD, SK증권

미국 대비 성장 강도 약해지고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

내국인 해외투자 규모 급증

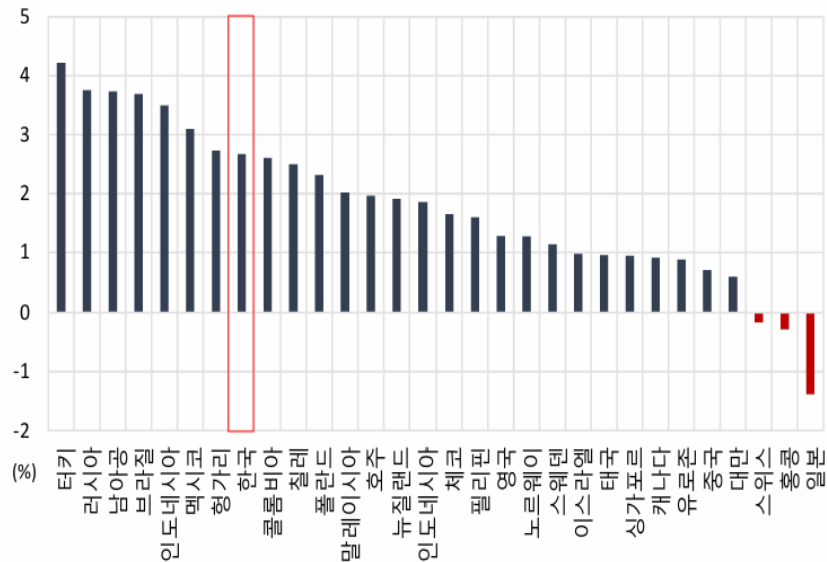


자료: 한국은행, SK증권

호재보다 악재에 민감한 달러-원

- 글로벌 외환시장은 한국 경제 펀더멘탈 대비 환율 급등의 가능성을 크게 반영하는 경향. 국제금융센터는 달러-원 통화옵션 리스크리버설이 장기적으로 큰 폭의 상방 편익이 존재하며 그 정도가 터키나 남아공과 같은 취약 통화와 비슷한 수준이라고 평가
 - * 리스크 리버설: 현재 환율(ATM)로부터 상하 동일 간격으로 떨어진 콜옵션과 풋옵션의 변동성 혹은 가격 차이. 플러스 영역에 있을 수록, 그 수치가 높을 수록 환율 상승 가능성을 크게 반영하는 것으로 해석
- 실제로 환율이 리스크 리버설 추이를 따라가지는 않으나 달러-원 환율은 하방보다 상방 리스크가 훨씬 크며 악재가 발생했을 때 상승 폭이 호재 발생 시의 하락 폭보다 클 수 있음
- 최근에는 트럼프 당선 확률 상승과 함께 달러-원 리스크 리버설도 급등

통화별 통화옵션 리스크 리버설 장기평균(O8~21년)



자료: 국제금융센터, SK증권

트럼프 당선 확률 상승과 함께 달러-원 리스크 리버설도 급등

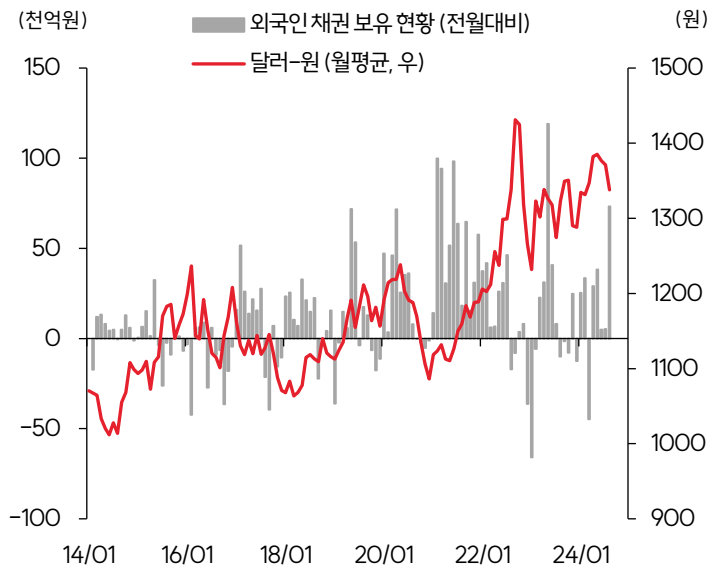


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

WGBI 편입, 달러-원 하락 효과는 크지 않을 듯

- 내년 한국의 외환시장 수급에 영향을 끼칠 주요 이벤트로 WGBI 지수 편입이 예정되어 있음. 전세계 WGBI 추종 자금은 2.5~3조달러로 추정되며 이를 감안할 때 내년 11월부터 매분기 139억~167억달러(75~89조원)의 자금이 유입될 것으로 예상되고 있음
- 다만 이를 통해 달러-원 하락 압력이 확대될 것으로 전망하는 시각도 있으나 외국인 투자자는 주로 환헷지를 통한다는 점을 감안할 때 달러-원에 직접적인 하락 효과는 크지 않을 것으로 전망. 실제로 WGBI 편입 발표 당일, 시장 예상보다 빠른 편입 일정으로 발표 직후 달러-원 환율 7~8원 하락했으나 장중 대부분 되돌리는 모습 나타남. 단, 외화자금시장의 수급 개선 효과는 긍정적
- 실제로 2014년 이후 외국인 국내채권 보유 현황과 달러-원 환율 움직임을 비교하면 둘 사이 뚜렷한 상관관계가 없음

외국인 채권 보유 증감과 달러-원 움직임과는 상관관계 낮음



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

WGBI 편입 발표 직후와 이튿날 NDF 시장 흐름

한국증가 DST 2024/10/08		한국증가 DST 2024/10/09	
시간	BID	시간	BID
18:00 ~ 19:00	1348.50	18:00 ~ 19:00	1342.97
19:00 ~ 20:00	1347.15	19:00 ~ 20:00	1343.69
20:00 ~ 21:00	1345.56	20:00 ~ 21:00	1344.00
21:00 ~ 22:00	1348.22	21:00 ~ 22:00	1345.75
22:00 ~ 23:00	1346.89	22:00 ~ 23:00	1346.12
23:00 ~ 00:00	1346.30	23:00 ~ 00:00	1346.64
00:00 ~ 01:00	1346.55	00:00 ~ 01:00	1345.98
01:00 ~ 02:00	1345.89	01:00 ~ 02:00	1346.90
02:00 ~ 03:00	1347.48	02:00 ~ 03:00	1346.81
03:00 ~ 04:00	1347.60	03:00 ~ 04:00	1346.86
04:00 ~ 05:00	1347.31	04:00 ~ 05:00	1346.96
05:00 ~ 06:00	1340.47	05:00 ~ 06:00	1346.29

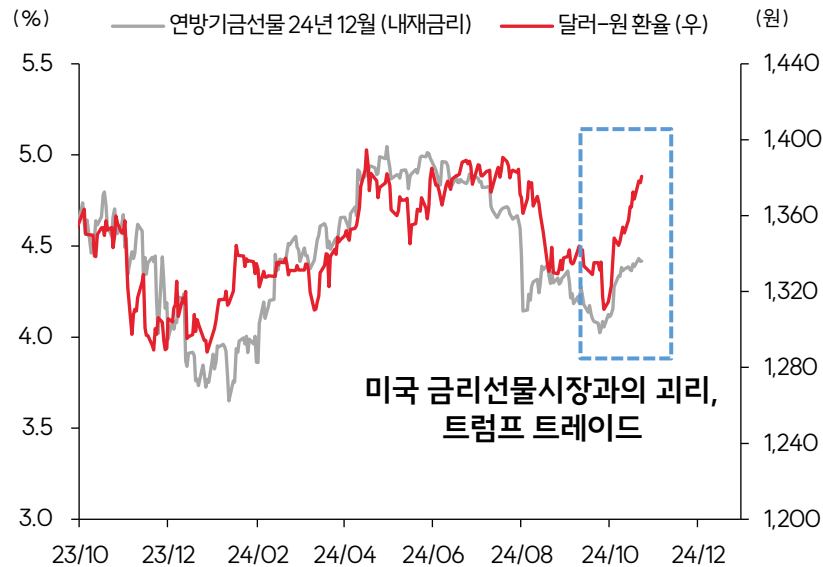
편입 결정 발표 직후

자료: 인포맥스, SK증권

파월과 트럼프의 결정이 같은 방향으로 움직인다면

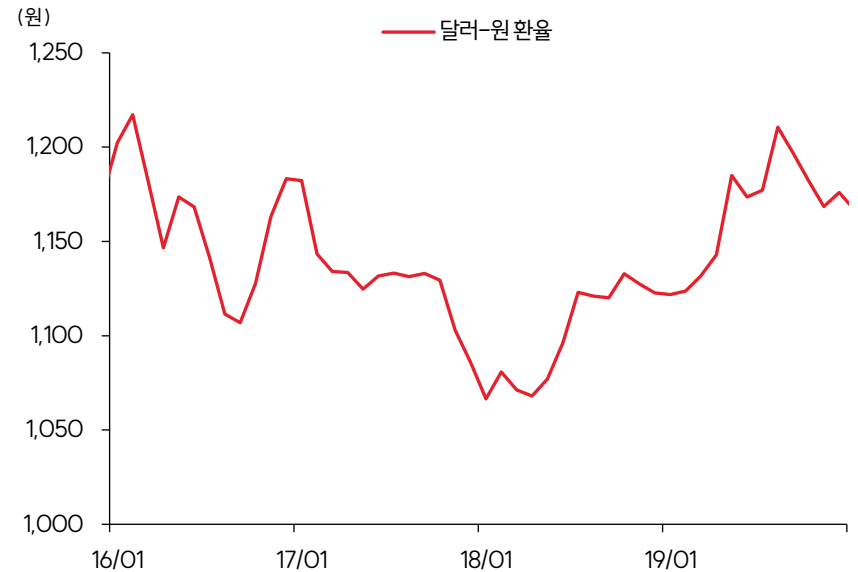
- 18년 사례를 확인하면 미국 기준금리 인하 기대감이 흔들리거나 긴축 우려가 불거지는 국면에서 트럼프 효과가 더해지면 환율 상승 움직임 과도해짐. 이미 트럼프 트레이딩은 시작되었으며 현재는 미국 기준금리 예상 경로를 반영한 달러-원 레벨보다 45~50원 높은 상황
- 앞서 한국 수출 부분에서 언급했지만 트럼프 당선 시 하반기 제조업 경기 반등 및 미국 수입 수요 증가 국면에서 본격적인 무역 관련 갈등이 재고조될 수 있다고 판단. 미-중 무역분쟁 격화될 경우 미국과 중국 모두에 익스포저가 높은 한국의 경우 여타 주요국들보다 환율 절하 폭이 과도했던 경험
- 미국과 한국 기준금리 차를 바탕으로 한 적정 환율은 1,310원. 여기에 트럼프 트레이드와 달러-원 환율의 상방 민감도 고려 시 내년 4분기 평균 1,350원까지 열어두어야 할 것으로 판단(달러-원 환율, 상반기 하단 1,290원 기록 이후 하반기 1,350원까지 반등 전망)

미국 금리선물시장 반영된 기준금리 전망과 달러-원 환율 추이



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

트럼프 집권 1기 당시 달러-원 환율 흐름



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

번외: 지정학, Getting Worse ①

- 25년에도 지정학 리스크는 신냉전 질서 속에서 확대되어 금융시장에 예기치 못한 변동성을 일으키는 요인으로 작용할 것
- 국제 규범의 해체 지속, 새로운 미국 대통령의 등장, 제3자의 우-러 전쟁 직접 개입 등 지정학 리스크가 해소되긴 어려운 상황

25년에도 금융시장을 요동치게 할 수 있는 주요 지정학 리스크들이 산재



번외: 지정학, Getting Worse ②

- 25년 지정학 리스크의 수준을 결정할 핵심 요소는 24년 미국 대선. 어떤 후보가 당선이 되든 신냉전 질서 아래 지정학 리스크는 확대될 것으로 보이지만, 트럼프와 해리스 중 누가 당선이 되느냐에 따라 그 정도와 양상이 상당한 차이를 보일 것
- 25년 중국은 국력 정점에 대한 두려움에 신흥 무역 강국이 기존 강대국과 충돌한다는 '투키디데스의 함정'에 빠질 수 있음. 만약 트럼프가 당선 된다면, 대중 무역 60% 관세 압박 등 미국과의 갈등 재고조로 인해 중국은 구조적 긴장 탈피를 위해 대만에 대한 위협을 고조시킬 것
- 특히 4년차에 접어들 우-러 전쟁의 경우 트럼프 집권 시 휴전 협정 체결 가능성이 존재했으나, 북한의 러시아 파병으로 인해 긴장이 완화 될 가능성은 낮아짐. 오히려 제3자 참전 시나리오의 현실화로 인해 확전 우려를 걱정해야 하는 상황
- 이스라엘-이란 분쟁 역시 원자재 가격에 대한 직접적인 영향력은 줄어들었으나, 잠재된 리스크가 해소되지 못하고 있음은 불편한 요소

증가세 둔화를 보이는 중국 국방비

(십억달러)



자료: 중국 국무원, SK증권

북한의 러시아 파병 타임라인

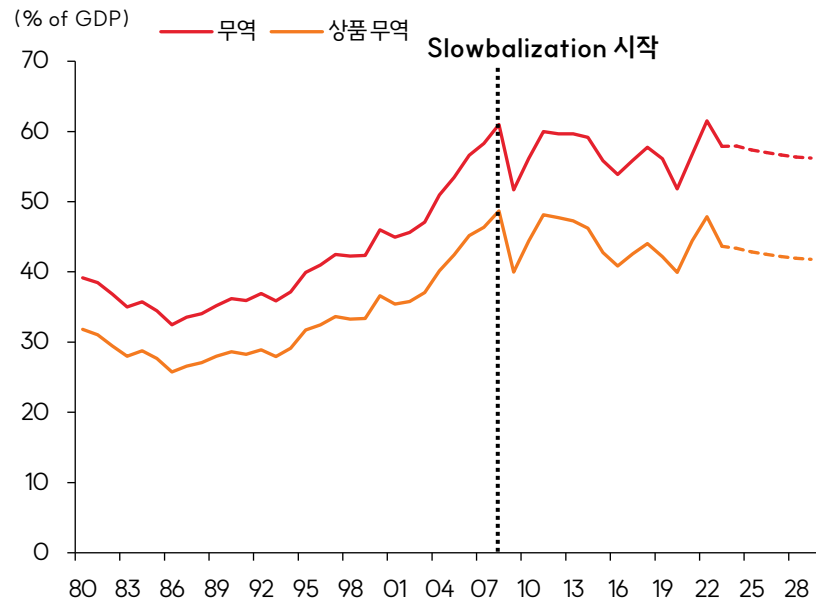
일자	기관	사건
2024-10-04	키이우 포스트	도네츠크에서 북한군 장교 6명 사망 보도
2024-10-17	BBC	북한군 3,000명 러시아 연해주 집결 보도
2024-10-18	국정원	북한군 약 1.2만명 러시아 파병 정보 공개
2024-10-19	CNN	러시아군의 북한군 대상 보급 진행 문서 공개
2024-10-21	외교부	주한 러시아 대사 초치
2024-10-22	대통령실	살상용 무기 지원 등 단계적 대응 조치 경고
2024-10-23	미국-NATO	북한의 러시아 파병 공식 인정
2024-10-24	우크라이나군	대 북한군 대상 심리작전 '나는 살고 싶다' 개시
2024-10-25	우크라이나군	북한군 러시아 남서부 쿠르스크 배치 주장

자료: 언론 종합, SK증권

번외: 지정학, Getting Worse ③

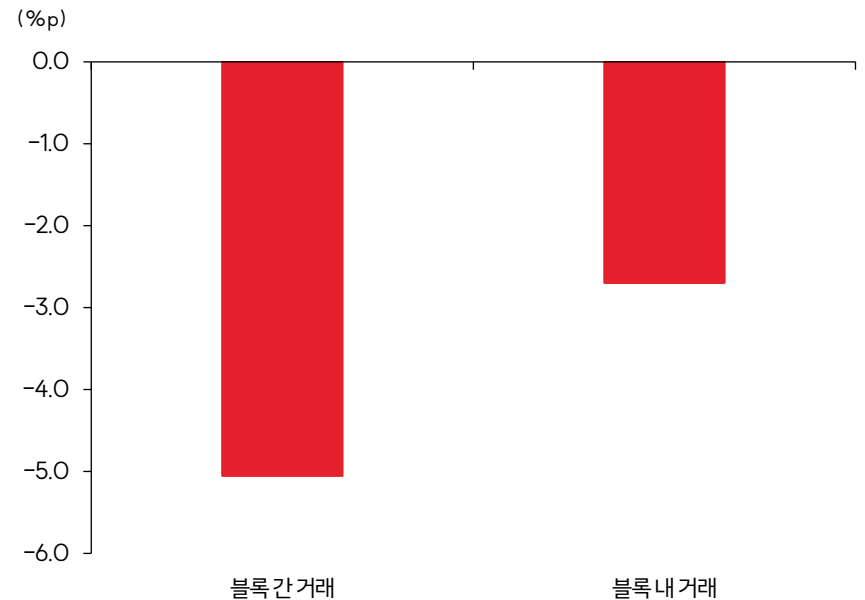
- 이러한 새로운 질서의 기조에 따라 형성된 것이 블록화. 세계 금융 위기 이후 글로벌 무역 증가세가 정체되며 'Slowbalization' 기조가 성립된 이래, 미중 패권 경쟁의 대두와 글로벌 공급망 혼란을 겪으며 블록화는 세계화를 대체하는 글로벌 패러다임으로 자리 잡았음
- 이러한 블록 경제 구조는 각국의 자원 무기화 및 보호주의 무역 정책 기조로 인해 지속적으로 공고해지는 양상. 24년 10월 BRICS에서의 탈달러 결제 시스템 구축 시도도 하나의 사례
- 물론 블록 내 거래 역시 글로벌 무역의 형태 중 하나이기에 이것이 극단적인 분열과 대립으로 향하는 것을 의미하진 않으나, 그간 서구권 블록과 동구권 블록 사이에서 경제적 이득을 취해온 한국 입장에서는 미래 성장에 있어 장기적으로 작용하는 장애물이 될 수 있음

글로벌 무역 추이: 'Slowbalization' 이후 정체된 상태



주: 점선은 추정치
자료: IMF, SK증권

글로벌 무역 추이: 정체된 무역 속에서 블록 내 거래가 상대적으로 우위

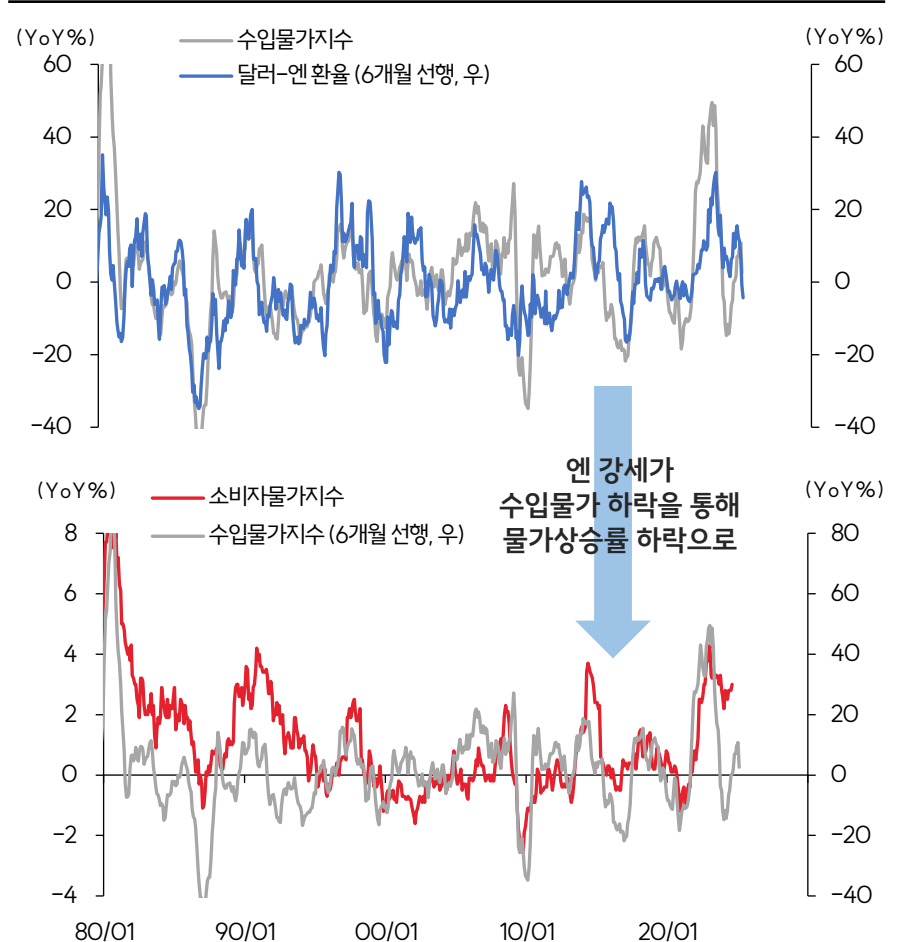


주: '17년~우-러 전쟁과 우-러 전쟁~24년 간 무역 거래 규모 증가의 차이를 계산한 것
자료: IMF, SK증권

번외: BOJ, 통화정책 정상화는 진행 중 ①

- 일본에서는 정치권과 BOJ가 공조하는 듯한 모습이 자주 연출됨. 이에 통화정책 정상화에 우호적인 이시바 후보가 일본 자민당 총재 및 총리로 당선되면서 BOJ의 추가 기준금리 인상에 대한 기대감도 높아짐
- 이에 엔화가 급격히 강세로 돌아서면서 일본 증시가 급락하기도. 이는 '이시바 쇼크'로 불리며 이시바 총리가 엔화 강세를 유발할 만한 발언들을 자제하고 있으나 BOJ 총재는 금주 통화정책 정상화를 지속하겠다고 밝힘
- 특히 통화정책 정상화에 우호적인 입장은, 지나친 엔저가 수입물가를 통해 소비자물가 상승을 부추겼다고 주장. 실제로 엔화가 강세로 돌아선 이후 수입물가 하락을 통해 물가 부담이 완화되는 모습도 확인

엔화 강세, 실제 물가 하락으로

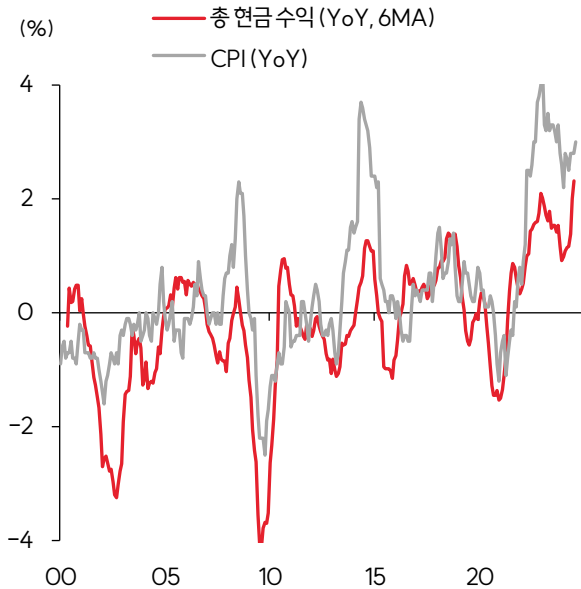


자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

번외: BOJ, 통화정책 정상화는 진행 중 ②

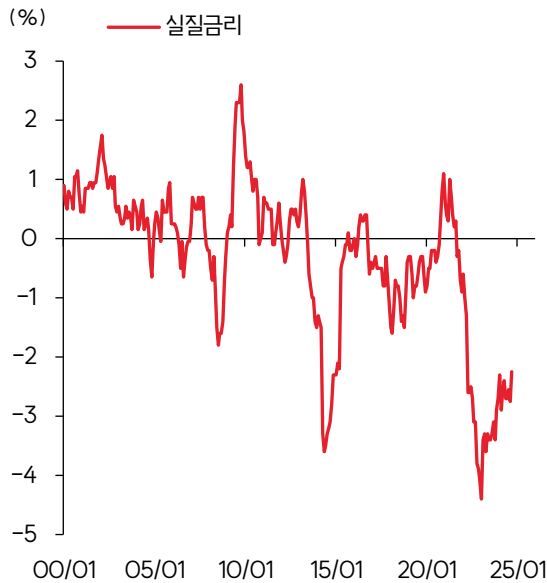
- 일본 소비자물가 상승률은 3%로 목표치인 2%를 크게 웃도는 가운데 임금 상승으로 인해 일본인들의 총 현금 수익 증가율도 사상 최고치를 기록 중. 이는 물가에도 상승 압력으로 작용
- BOJ 총재가 통화정책 정상화의 필요성을 언급하며 일본의 실질금리가 매우 완화적이라는 것을 언급. 일본 선거는 올해 10월 27일, 그리고 내년 7월 27일에 예정되어 있음. 엔화와 일본 증시의 강한 역관계 고려 시 선거 이전에 금리 인상 단행보다 이후에 단행할 가능성이 높다고 보임. 일본 기준금리는 올해 12월과 내년 9월 두차례, 총 50bp 인상 전망. 내년 일본 물가 및 경기 흐름에 따라 25bp 추가 인상도 가능
- 엔화는 점진적으로 강세를 나타낼 것으로 예상되는 가운데, 내년 하반기 원화는 엔화보다 위안화와의 동조화가 강해질 것으로 전망. 엔화 강세에 연동되기보다 하반기 반등 가능성에 무게

일본 총 현금 수익 증가율 사상 최고치



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

일본 실질금리



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

금리선물시장 반영된 금리 인상 폭과 엔화



자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

2025년 SK증권 자산전략부 Macro Views



구분		2023	2024E			2025E				
		연간	1H	2H	연간	1H	2H	연간	Min	Max
한국경제 전망	경제성장률(%)	1.4	2.7	2.4	2.3	1.7	2.4	2.1	1.4	2.2
	경상수지(억\$)	355	380	248	629	200	403	602	355	700
	소비자물가상승률(%)	3.6	2.7	2.0	2.5	2.1	1.9	2.0	3.6	2.7
세계경제 성장률 (%, YoY)	World	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2		
	미국	2.9	3.0	2.2	2.6	1.9	2.0	1.9		
	유로존	0.4	0.6	1.0	0.7	1.1	1.3	1.2		
	중국	5.2	5.0	4.7	4.8	4.3	4.5	4.4		
환율 (기간평균)	원/달러	1,306	1,351	1,360	1,356	1,320	1,350	1,345	1,280	1,370
	엔/달러	141	152	148	150	145	140	142.5	135	149
	달러/유로	1.08	1.08	1.09	1.09	1.1	1.15	1.13	1.08	1.20
	위안/달러	7.09	7.23	7.17	7.2	7.2	7.25	7.23	7.09	7.3
금리 (%, 말기준)	미국 기준금리	5.50	5.50	4.50	4.50	4.00	3.50	3.50	3.00	3.75
	미국채 10Y	3.88	4.40	3.90	3.90	3.70	3.50	3.50	3.20	4.00
	한국 기준금리	3.50	3.50	3.25	3.25	2.75	2.25	2.25	2.00	2.75
	국고채 3Y	3.15	3.18	2.75	2.75	2.45	2.20	2.20	2.00	2.80
	회사채 3Y AA- 스프레드	0.74	0.46	0.65	0.65	0.50	0.45	0.45	0.40	0.80