

2026년 하반기 경제전망

달라진 체급



▶ 경제 임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728 최규호 | choi.gh@hanwha.com | 3772-7720

“

유가와 금리 높지만,
성장과 정책이 더 강하다

”

| Contents |

I. 핵심요약.....	03
II. 달라진 체급.....	04
1. 변하지 않는 것.....	04
2. 한국, 반도체 낙수효과.....	14
3. 미국, 구관이 명관.....	28
4. 중국, 장기전 모드.....	38
5. 유로존, 불운의 아이콘.....	46
6. 일본, 다시 한번 제조업.....	52

I. 핵심요약

성장/정책 > 고유가/고금리	<p>성장과 정책이 유가와 금리 부담을 넘어설 것으로 기대한다. 성장(Q)이 부진한데 물가(P)만 오르면 충격이 크지만, 유로존을 제외한 대다수 주요국은 성장도 양호할 전망이다. 특히 한국은 물가보다 성장 반등 폭이 클 것으로 보이는 거의 유일한 국가다. 전세계적으로 재정을 적극 활용하고 있고, 과거보다 원유 비중이 낮다는 점도 긍정적이다. 국채금리 상승이 지속되고 있지만, 그 여파가 회사채나 주식시장 등으로 확산되는 상황은 아니다. 글로벌 금융 환경은 여전히 완화적이다.</p>
실질적인 재정 부담이 과도하진 않음	<p>확장재정 기조가 지속되면서 재정 우려도 커지고 있는데, 중요한 것은 실질적인 재정 부담이다. 실질 부담을 판단하려면 명목 지출보다는 성장과 경제규모 대비 지출 수준을 봐야 한다. 성장이 강해지고 물가가 높아지면, GDP 대비 재정적자 비율은 덜 오르거나 하락한다. 부채의 실질 부담이 줄어든다는 의미다. 한국은 재정지출 증가 폭이 크지만, 성장 강화와 세수 확대가 재정부담을 상회할 것이다. 실적 전망을 토대로 하면, 향후 2년 동안 법인세 수입 순증 규모가 170조 원을 넘어설 가능성이 있다.</p>
제조업 가치 재평가	<p>제조업의 중요성이 부각되고 있다는 점도 주목해야 한다. 코로나, 보호무역주의 강화, 지정학적 충돌을 경험하는 동안 유형자산 투자는 정체됐다. 이제서야 주요국들이 제조업 육성, 공급망 확보 등에 적극 나서기 시작했다. 당분간 생산 증가율이 소비 증가율을 상회하는 흐름은 이어질 것이다. 생산과 투자가 늘어나는 국면에서 한국, 일본과 같이 제조업 기반을 갖춘 국가의 매력도가 높아질 전망이다. AI가 투자를 주도하고 있지만, 여타 소재와 산업재 주문도 반등하고 있다는 점이 글로벌 제조업 회복을 시사한다.</p>
채권보다 주식 중국/유럽보다 한국/미국 Defensive보다 Cyclical	<p>위와 같은 매크로 환경이라면, 채권보다는 주식, 중국/유럽보다는 한국/미국이 매력적이라고 생각한다. 성장과 물가가 강해지면, 금리 상승 압력이 높아지고(=채권가격 하락), 매출과 이익이 개선될 수 있다(=주가 상승여력 확대). 한국은 수출과 내수가 전반적으로 올라오는 국면인 반면, 중국은 내수 강화에 집중하면서 성장이 약해지는 구간이다. 미국은 유로존보다 전쟁 충격 흡수와 정책여력 측면에서 유리하다. 이와 더불어 제조업 경기 회복 국면에서의 시클리컬 비중 확대도 고려할 만하다.</p>

II. 달라진 체급

1. 변하지 않는 것

(1) Q와 P의 동행

명목 GDP 증가 ≡ 매출 증가

명목성장률과 기업이익 증가율은 비슷한 궤적으로 움직인다. 명목성장률 상승이 대체로 실적 개선으로 이어지기 때문이다. 명목 GDP가 늘어나려면, 가격(P)이 오르거나 판매량(Q)이 증가해야 한다. 전쟁 여파로 높아진 유가가 부담이지만, 물가 상승은 명목 GDP 증가 요인이기도 하다. 명목성장 강화는 매출 확대를 의미한다. 명목성장이 반드시 자산가격 상승으로 이어지는 것은 아니지만, 자산가격에 우호적일 가능성이 높다.

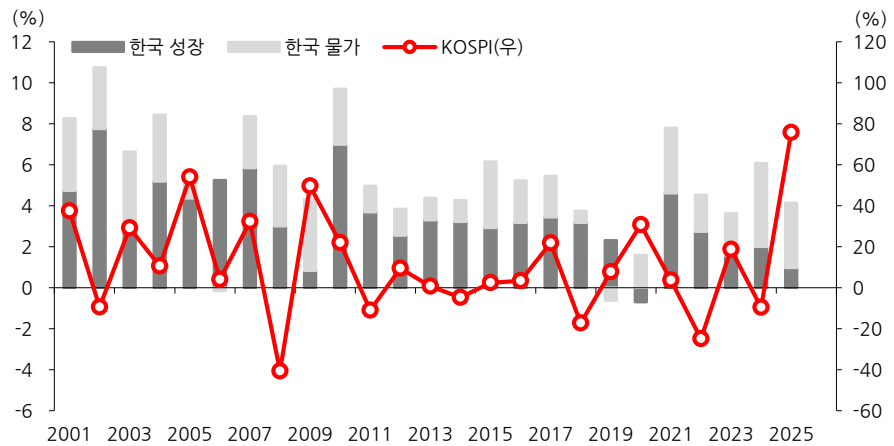
한국과 미국 매력

성장(Q)과 물가(P) 동반 개선 측면에서 보면, 한국이 가장 앞서 있고 미국과 일본도 양호하다[그림1]. 한국은 올해 P보다 Q 반등 폭이 클 것이다. 유가 상승 부담을 실적 개선이 메워줄 수 있다. 미국 또한 성장이 물가와 금리 상승을 감내할 수준이라고 본다[그림2]. 따라서 하반기 한국과 미국의 경기 및 자산시장 매력도가 더 높다. Q와 P가 동반 개선되는 국면이라면, 경기 민감주(cyclical)가 유리하다.

상대적으로 약한 유로존

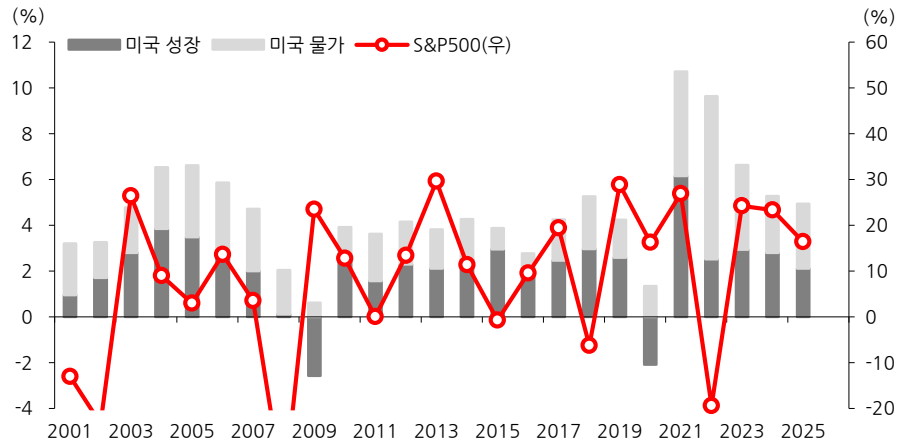
반면, 유로존 명목성장률 상승은 P가 주도할 전망이다[그림4]. Q가 부진한 가운데 P만 오르면, 비용 증가와 금리 상승 부담이 매출 확대 효과를 상회할 가능성이 높다. ECB의 성장 전망 하향 조정, 전쟁 기간 장기금리와 기대인플레이션 상승 폭 확대 등은 녹록지 않은 유로존 상황을 반영한다.

[그림1] 한국, P(물가)보다 돋보일 Q(성장)



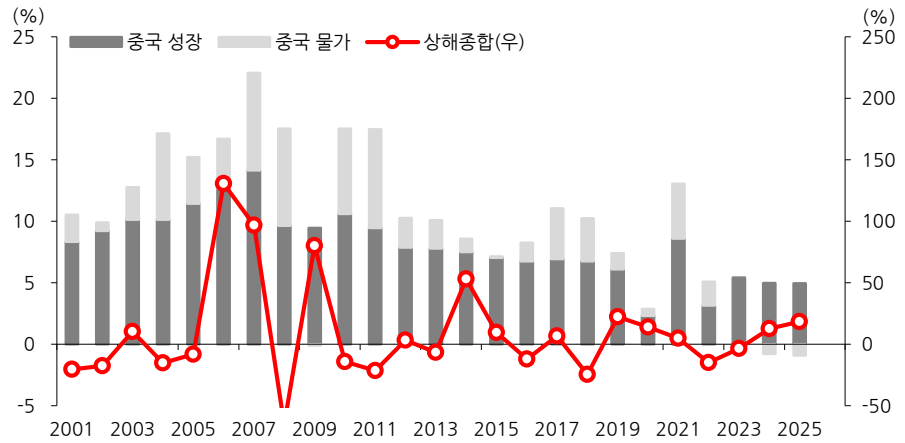
자료: 한국은행, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국, P와 Q 동반 개선



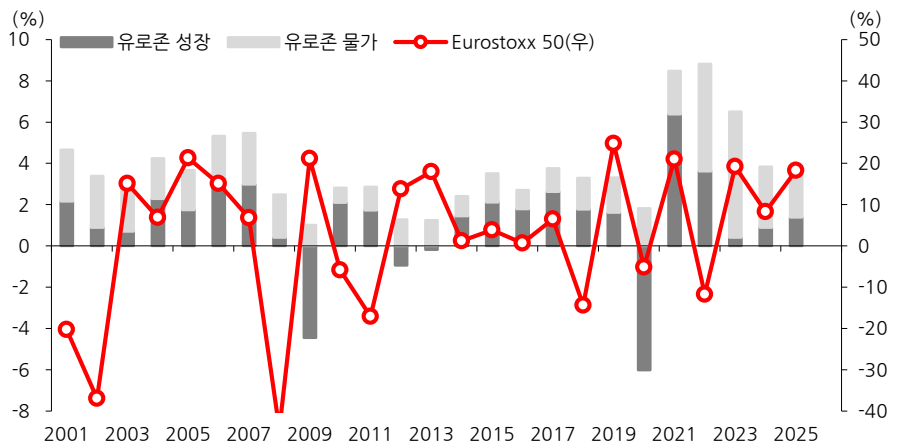
자료: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국, 완만하게 둔화되는 Q



자료: National Bureau of Statistics, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 유로존, Q는 약해지고 P만 강해지는 국면

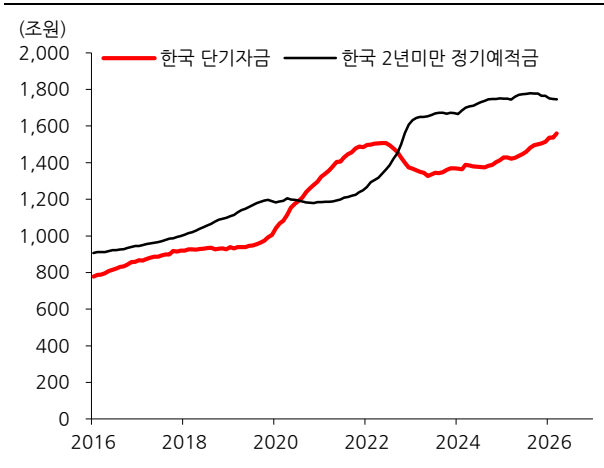


자료: Eurostat, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

(2) 유동성 이상 無

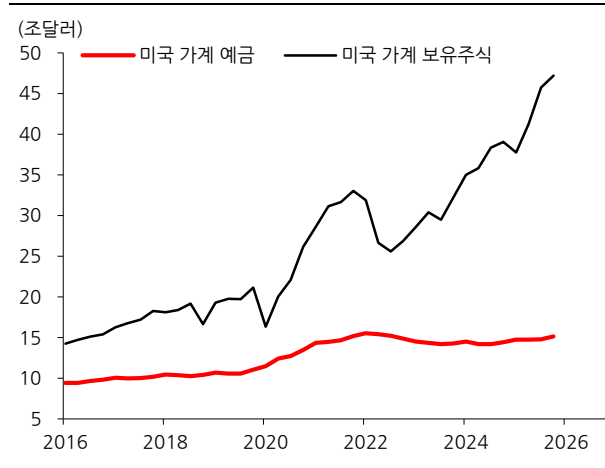
- 국가별 유동성 격차** 글로벌 유동성이 완만하게 증가하면서 경기 하방 압력을 제한하고 있고, 민간의 자금여력은 국가별로 상이하다. 한국과 미국 민간 유동성은 양호한 반면, 중국의 구매력 회복은 녹록지 않아 보인다. 한국과 미국 가계의 여유자금이 소비 및 자산시장에 우호적으로 작용할 수 있다.
- 한국 여유자금 충분** 한국 M2 내 단기자금 비중 확대는 양호한 유동성 환경을 반영한다[그림5]. 2년 미만 정기예적금이 M2에서 차지하는 비중은 꾸준히 줄고 있다(2024년 45.0%→2025년 44.2%→1Q26 42.4%). 이와 대조적으로 M1(협약통화)으로 분류되는 현금, 요구불예금, 저축성예금 비중은 높아지고 있고, MMF와 CMA까지 포함하면 증가세는 더 두드러진다. 자산시장 유입 대기 자금이 충분하다는 의미다.
- 중국 구매력 약화** 미국 또한 가계 자금 상황이 양호하다[그림6]. 실질 소득은 정체돼 있지만, 가계 예금 증가와 보유주식 가치 상승이 구매력 약화를 제한할 것으로 기대한다. 반면, 올해 들어 중국 민간 중장기 대출과 가계 저축 증가율은 감소 전환했다[그림7]. 민간부문 대출 수요 부진과 가계 저축 감소는 내수 반등 및 구매력 회복의 어려움을 반영한다. 중국보다는 한국과 미국의 매력도가 높다.

[그림5] 한국, 요구불 및 수시입출식 예금 증가



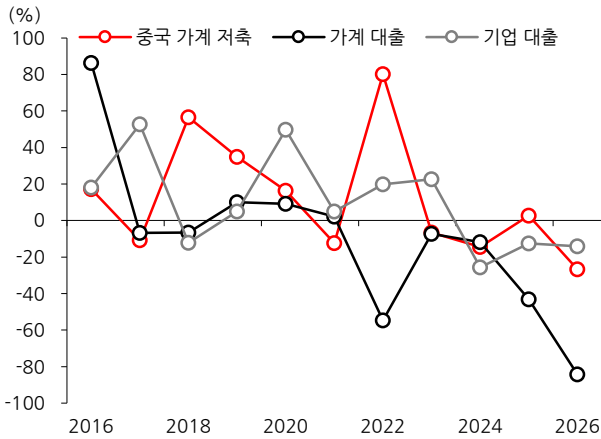
주: 단기자금은 M1(현금통화, 요구불예금, 수시입출식 저축성예금)과 MMF
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국, 가계 유동성 양호



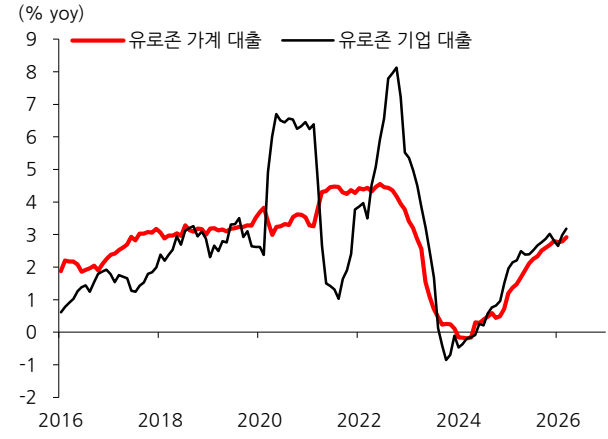
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 중국, 가계 저축과 대출 증가율 둔화



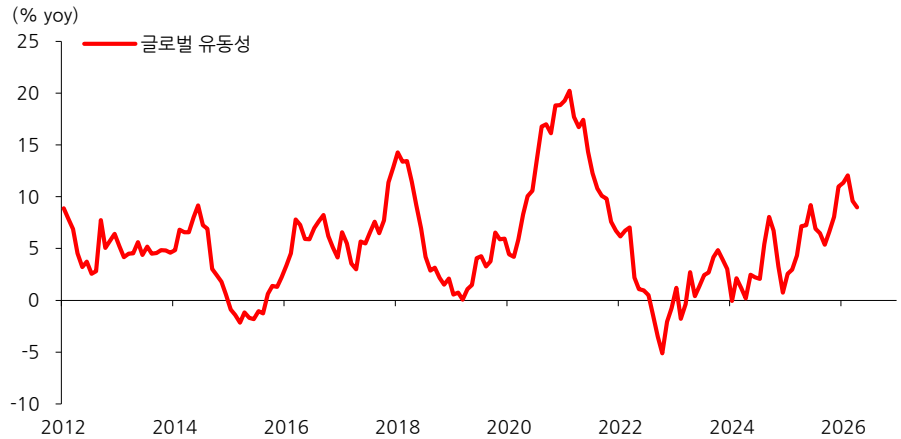
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 유로존, 민간 대출 증가율 반등



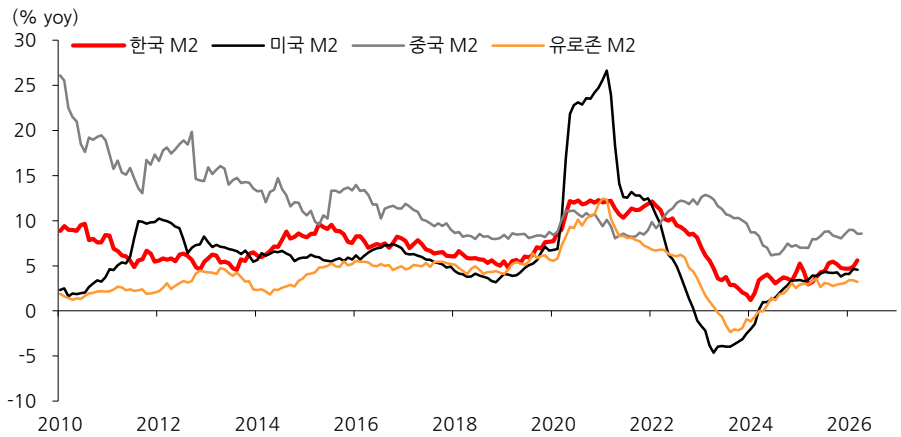
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 글로벌 유동성 증가 흐름 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 주요국 M2 완만한 증가세 유지



자료: 각국 중앙은행, 한화투자증권 리서치센터

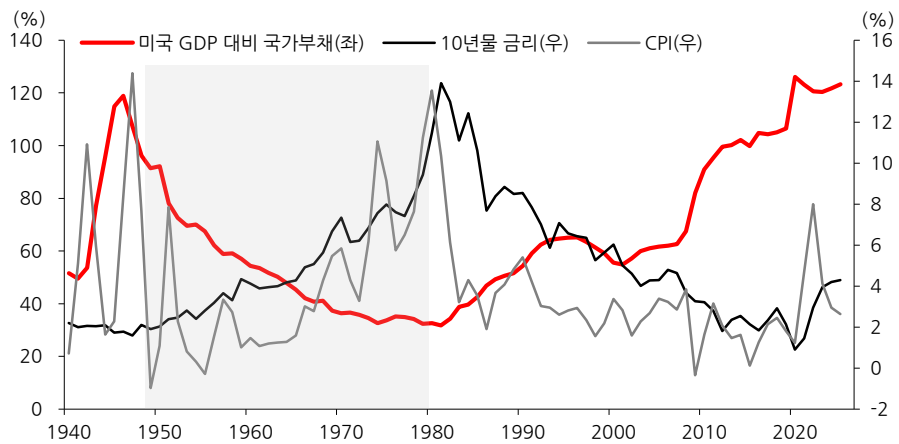
(3) 재정 부담? 명목 증가, 실질 감소

주요국 확장재정 기조 유지 확장재정을 우호적인 요인으로 언급하면, 재정적자 부담이 같이 거론된다. 코로나 이후 재정정책이 충격 대응 수단으로 꾸준히 활용되면서 재정수지 또한 악화되고 있기 때문이다. IMF는 올해 한국, 미국, 중국, 유로존의 GDP 대비 재정적자 비율이 지난해보다 하락할 것으로 본다(World Economic Outlook, 2026.4). 전쟁 여파로 정책대응은 강해지고, 성장은 약해질 가능성을 반영한 결과다[그림12,13].

핵심은 실질적인 재정 부담 실질적인 재정 부담을 판단하려면, 지출 증가율보다는 성장 및 경제규모 대비 지출 수준을 봐야 한다. 올해 주요국 재정지출 증가세가 강해지면서 재정적자와 부채는 늘어날 전망이다. 다만, 성장이 강해지고 물가가 높아지면(=명목성장률이 상승하면), GDP 대비 비율은 개선될 수 있다. 부채의 실질 가치가 줄어들기 때문이다. 실제로 미국은 과거 이러한 방식을 활용한 적이 있다.

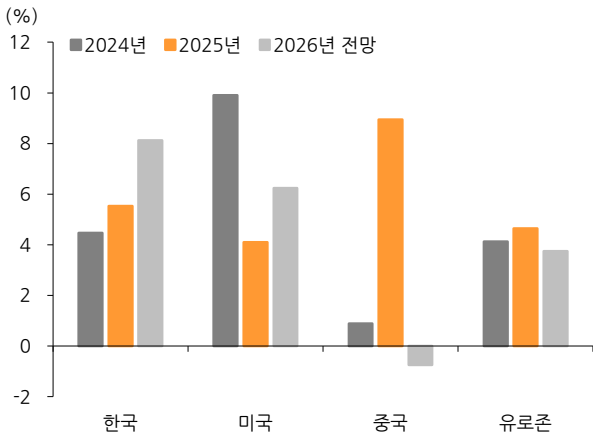
한국과 미국 실질 부담 완화 미국 GDP 대비 정부부채 비율은 1940년대에 2차 세계대전 영향으로 가파르게 상승했다가 이후 하락했다[그림11]. 정부지출과 부채가 지속적으로 늘었지만, 물가가 적절히 높은 수준에 머물면서 부채 부담이 완화된 것이다. 현재 미국 상황도 이와 유사하다. 물가 수준은 부채 부담 완화에 기여할 수 있고, 기준금리 인상이 시급하지 않아 실질금리 안정을 유도할 수 있다. 한국은 재정지출 증가 폭이 크지만, 성장 강화와 세수 확대가 재정 부담을 상회할 전망이다[그림14,15].

[그림11] 명목성장이 강해지면, 부채의 실질 가치 하락



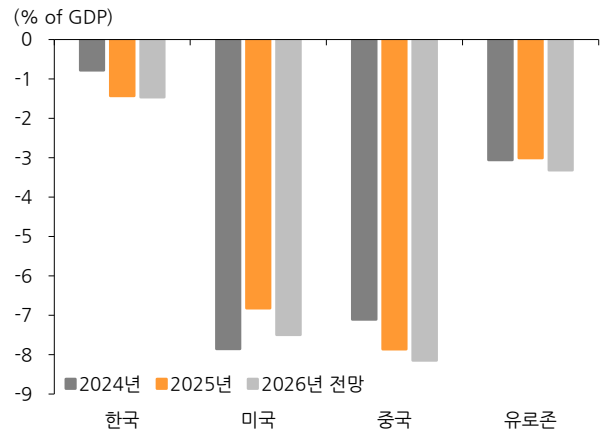
자료: Office of Management and Budget, Federal Reserve Board, U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 주요국 확장재정 기초 유지



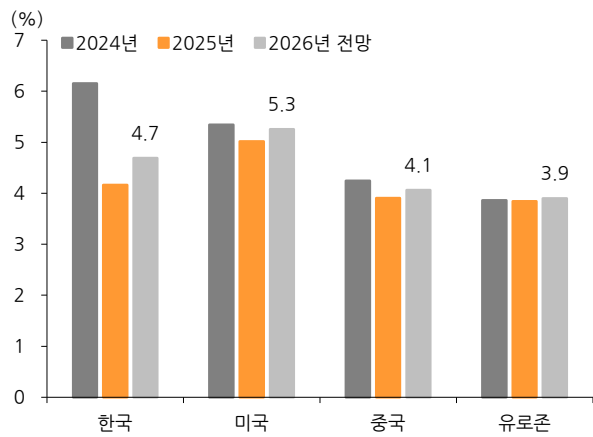
주: 재정지출 증가율. 중국은 기금지출 포함
 자료: 각국 정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 적극적인 정책대응은 재정수지 악화로 이어질 수 있음



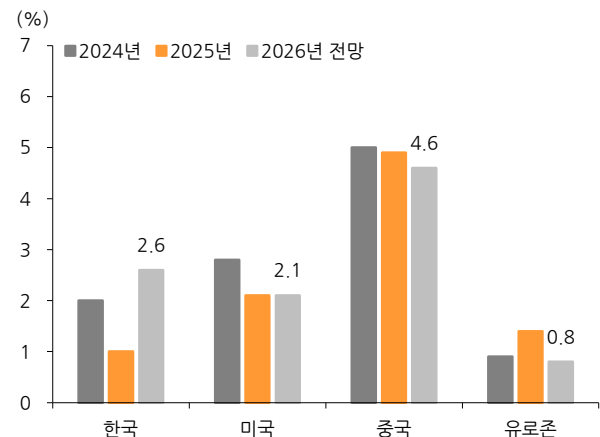
주: General government net lending and borrowing
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 올해 명목성장률 전반적으로 상승 유력



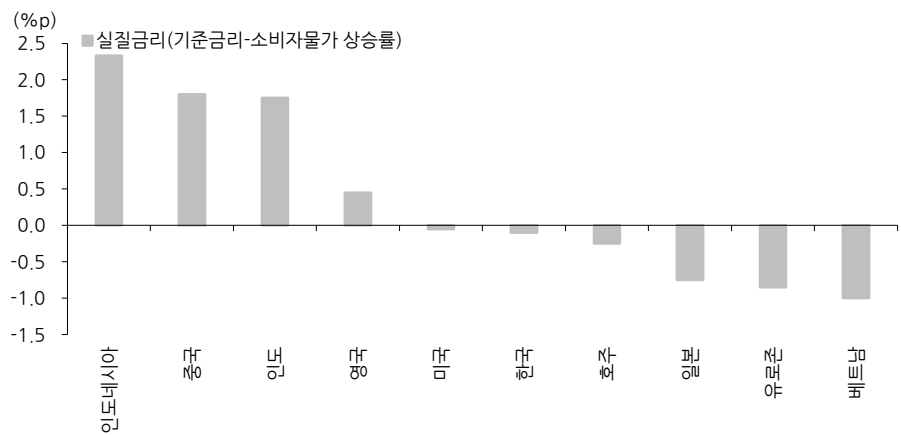
주: 명목 GDP. 2026년은 IMF 전망(World Economic Outlook, 26.4)
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 한국과 미국은 실질적인 성장(Q)을 동반할 것으로 기대



주: 실질 GDP. 2026년은 당사 전망
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 기대인플레이션이 안정돼 금리 인상 시급하지 않은 미국. 실질금리 하향안정 유도 가능



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

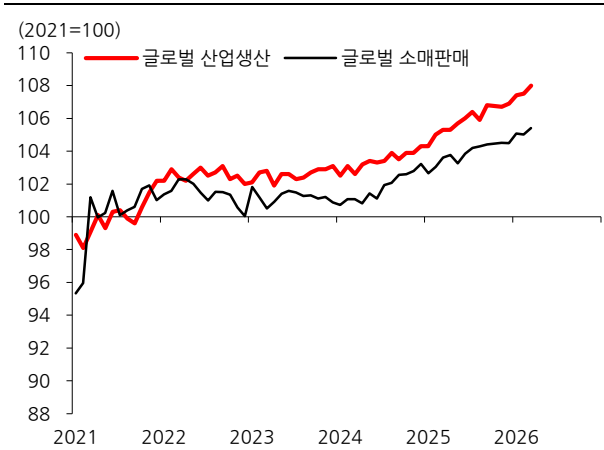
(4) 제조업 가치 재평가

제조업 중요성 강조 생산 및 투자가 소비보다 양호한 흐름이 이어질 전망이다. 금융위기 이후 유형자산 투자의 연평균성장률은 1.1%다. 물가를 감안하면 실질 투자는 늘지 않았다. 투자가 정체되는 동안 보호무역주의가 강화됐고, 미국-이란 충돌로 공급망 확보가 더욱 중요해졌다. 정부는 제조업 육성과 공급망 재편에 집중해야 한다. 한국, 일본처럼 제조업 기반을 갖춘 국가들이 부각될 수 있는 국면이다.

소비보다 생산 실제로 산업생산 증가율이 소매판매 증가율을 상회하고 있다[그림17,18]. 메모리반도체 수출 호조, 글로벌 반도체 장비 매출 증가세 등을 감안하면, AI 수요가 제조업을 주도하는 것으로 볼 수 있다. 이를 반영해 생산이 소비보다 가파르게 늘고 있지만, AI 이외 제조업 부진을 우려하는 목소리도 존재한다. 하지만, 우려와 달리 IT 이외 수요 또한 회복 흐름이 나타나고 있다.

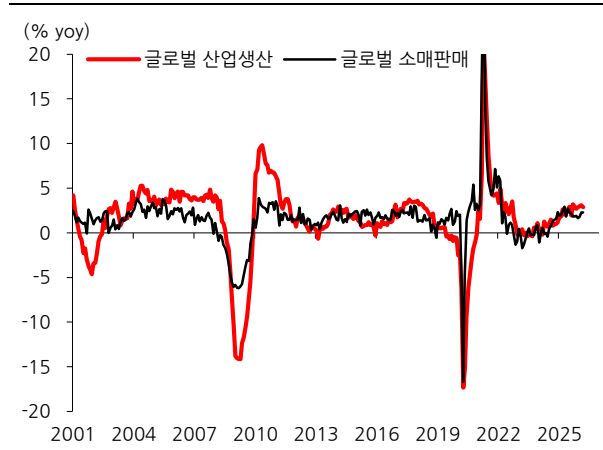
AI 이외 수요도 반등 미국, 일본 등 선진국 자본재 수주 증가율 상승은 설비투자 수요를 반영한다[그림19]. 제조업 사이클과 정책 기조를 감안하면, 투자 확대 흐름이 유지될 것으로 본다. 선진국 소재 주문 증가세 강화, 일반 및 건설기계 주문 확대, 양호한 전력기기 수요 등은 모두 유형자산 투자 확대와 맞닿아 있다[그림20~22]. 이는 소재와 산업재, 그리고 제조업 경쟁력을 갖춘 한국을 선호하는 이유이기도 하다.

[그림17] 소매판매보다 강한 산업생산



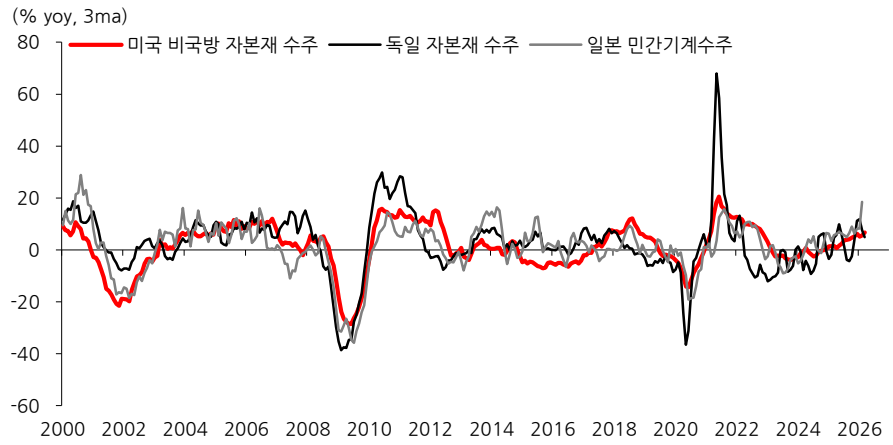
자료: CPB, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 생산 증가율이 소비 증가율 상회



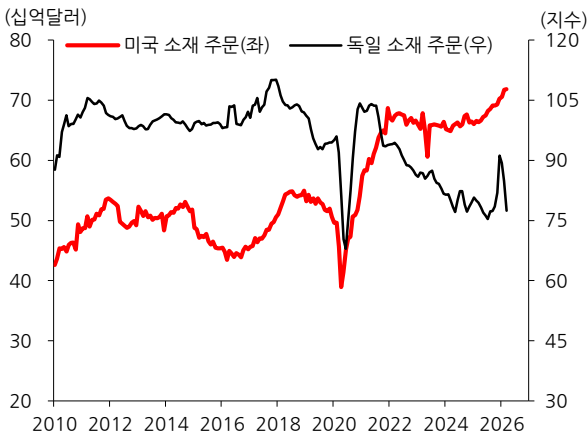
자료: CPB, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 선진국 투자 수요 변동



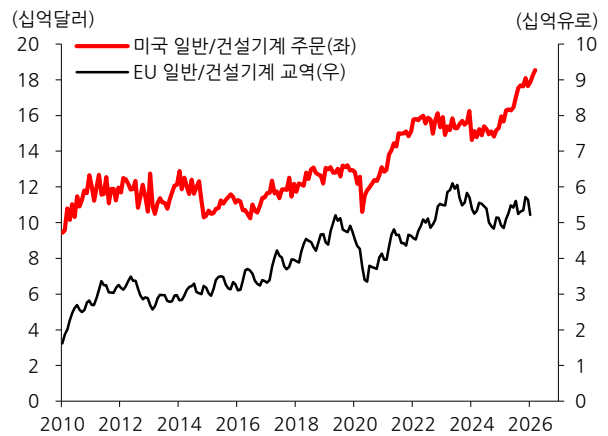
자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 소재 수요 변동



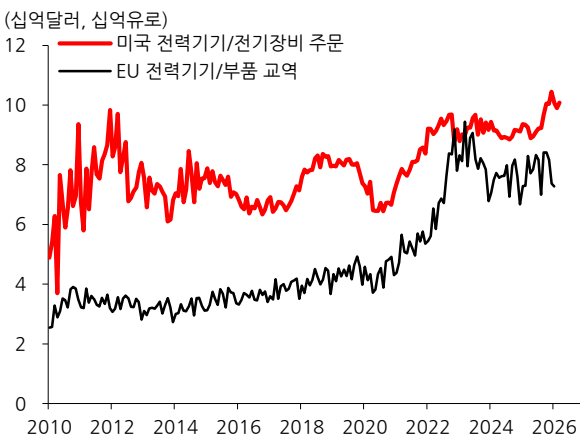
주: 미국 1차금속/금속가공 주문, 독일 내수용 1차금속/금속가공 실질 주문물량
 자료: U.S. Census Bureau, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] IT 이외 산업재 수요도 회복



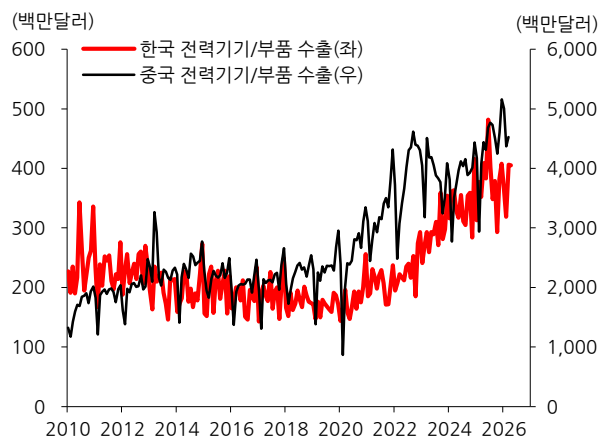
주: EU는 3개월 이동평균
 자료: U.S. Census Bureau, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 양호한 전력기기 수요



자료: U.S. Census Bureau, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 한국과 중국 전력기기/부품 수출도 증가



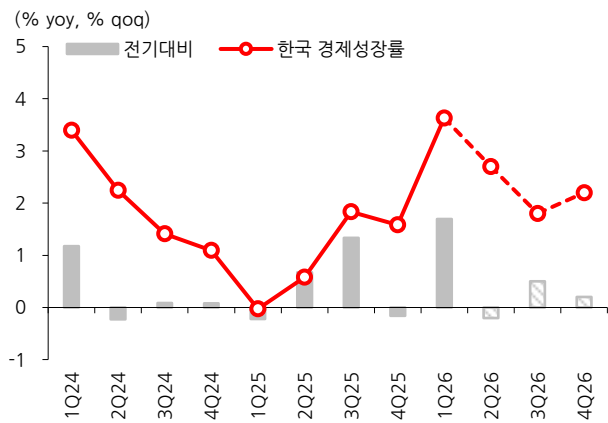
자료: 관세청, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요국 경제성장률, 환율, 금리 전망

구분	국가	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026년	2027년
경제성장률 (% yoy)	한국	3.6	2.7	1.8	2.2	2.6	2.3
	미국	2.7	2.2	1.6	1.9	2.1	1.8
	중국	5.0	4.5	4.5	4.2	4.6	4.4
	유로존	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1
환율 (기간평균)	원/달러	1,466	1,480	1,450	1,430	1,457	1,390
	달러/유로	1.17	1.17	1.18	1.19	1.18	1.21
	위안/달러	6.92	6.80	6.76	6.72	6.80	6.68
	엔/달러	157	158	155	153	156	150
기준금리 (기말)	한국	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.25
	미국	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50

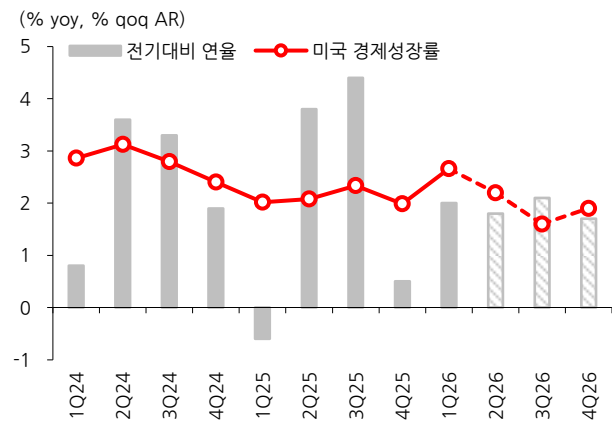
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 한국, 잠재성장률을 크게 상회하는 성장



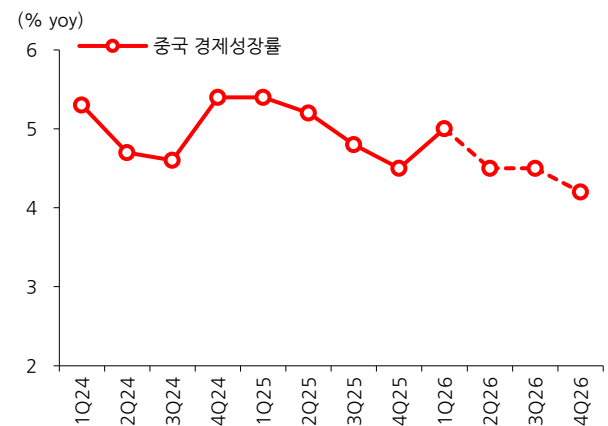
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 미국, 투자 반등 및 제한적인 소비 둔화



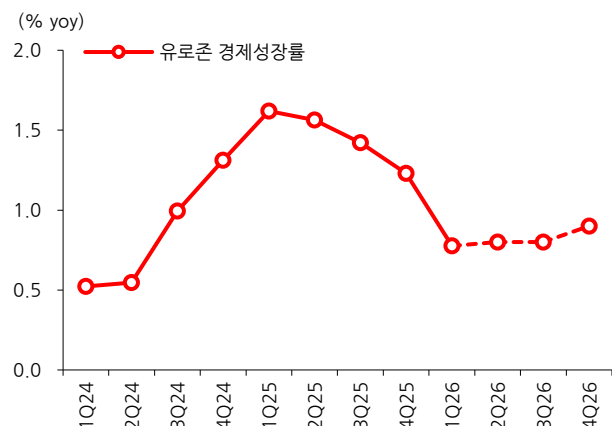
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 중국, 양호한 수출과 정책대응으로 4% 중반 성장 예상



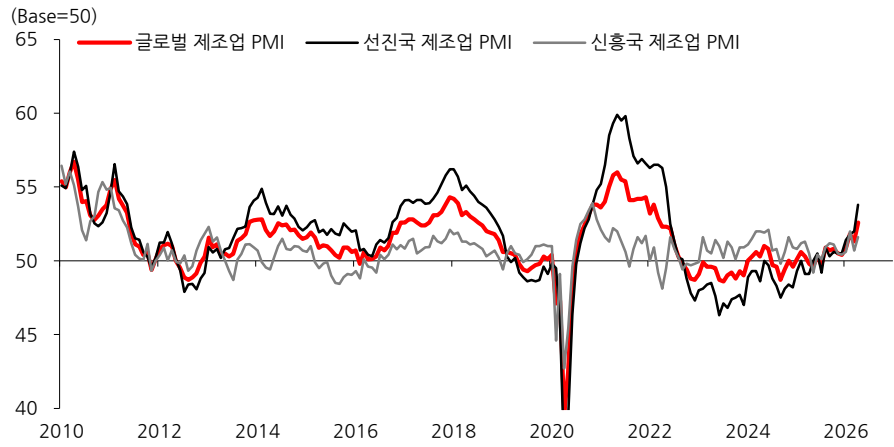
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 유로존, 전쟁 여파로 성장률 1% 하회 전망



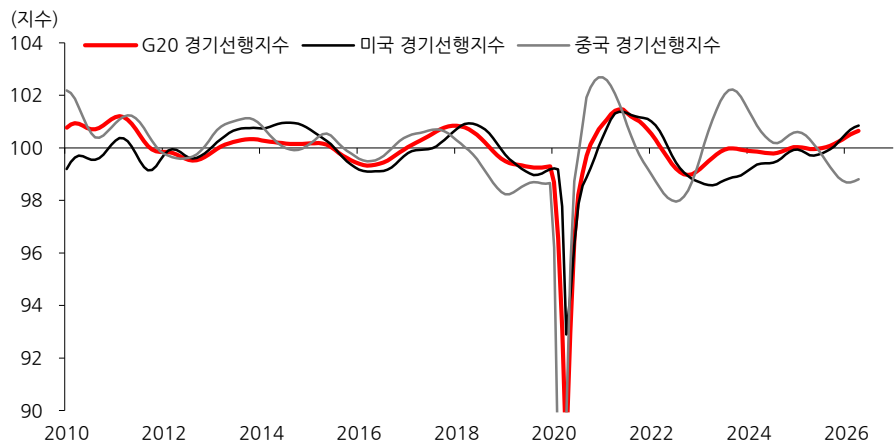
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 제조업 PMI 반등



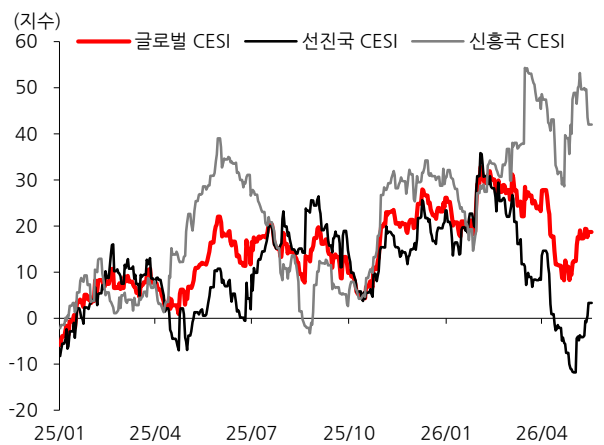
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] OECD 경기선행지수 반등



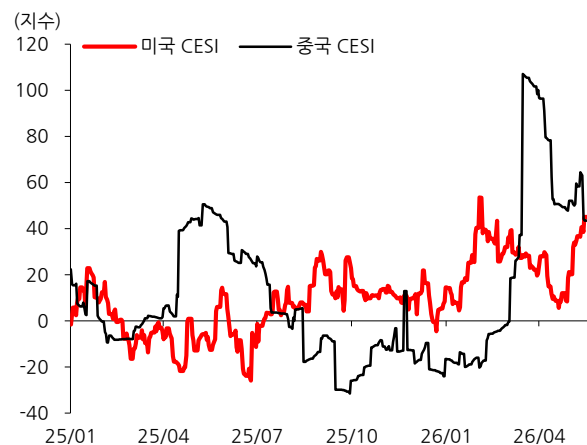
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 주요지역 Citi Economic Surprise 지수



자료: Citigroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 미국과 중국 Citi Economic Surprise 지수



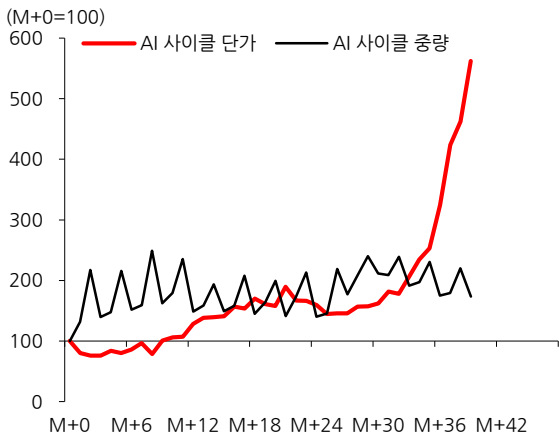
자료: Citigroup, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국, 반도체 낙수효과

(1) 반도체 통사이클

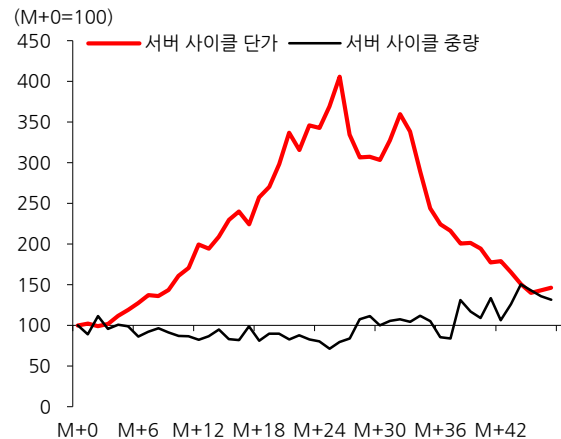
반도체 수요와 공급 모두 안정적	이번 반도체 수출 호조는 <u>지난 사이클보다 길게 유지될 것이다</u> . 수요와 공급이 지난 사이클보다 안정적이다. 공급이 유지되는 가운데, 수요가 탄력적으로 늘면서 가격이 상승하고 있다. 이는 견조한 AI 투자 수요를 반영하는 것이다. 올해 반도체 수출은 전년대비 110% 내외 증가할 전망이다.
공급 유지 & 수요 증가	사실 사이클 초기 수출단가 상승세는 2016~18년 사이클이 더 가팔랐다. 일시적인 공급 부족 여파로 수급 불균형이 발생했기 때문이다. 마이크론-엘피다 합병 이후 설비투자가 감소하면서 메모리반도체 공급이 감소했다. 공급이 줄자 단가는 급등했다. 공급 충격으로 상승한 가격은 공급이 정상화되자 하락했다. 반면, 최근 메모리반도체 출하량은 완만하게 늘고 있고, 공정 난이도가 높아져 공급을 단기에 늘리기도 어렵다[그림32,33].
조정의 빌미는 단가 상승세 둔화일 듯	시장 기대가 높아졌다는 점을 감안하면, <u>수출단가 상승세 둔화가 단기 조정의 빌미가 될 수는 있다</u> [그림36]. 다만, 단가가 하락하면서 추세가 꺾일 가능성을 우려할 시기는 아니라고 생각한다. 단가 상승세가 둔화되면서 단기 조정이 나온다면, 수요가 꾸준히 늘고 있지만 상대적으로 주가 부담이 덜한 반도체 장비 및 소재/부품에 관심을 가지는 전략을 고려해볼 만하다.

[그림32] 이번 사이클은 안정적인 공급과 견조한 수요 조합



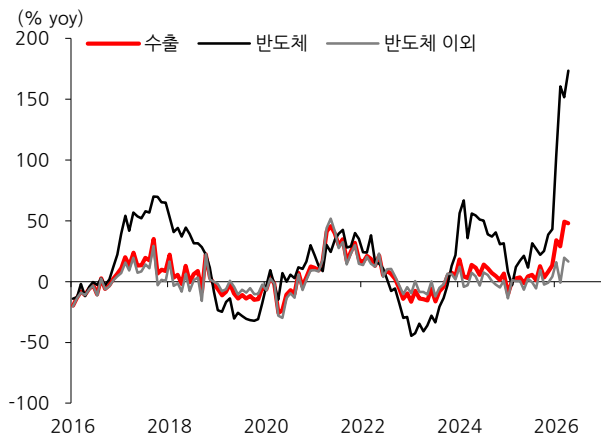
주: AI 사이클은 2023년 이후, 서버 사이클은 2016~19년
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 지난 사이클은 공급 차질이 단가 급등 주도



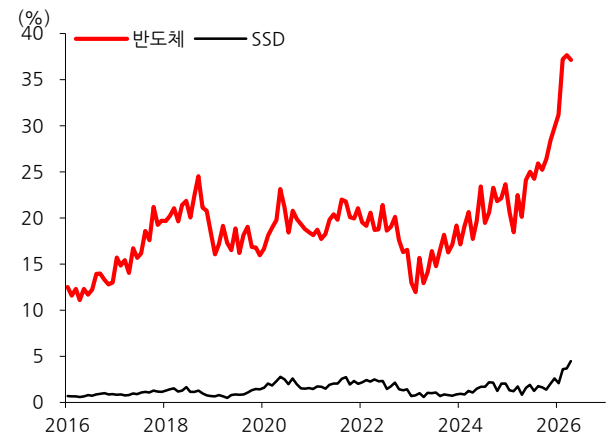
주: AI 사이클은 2023년 이후, 서버 사이클은 2016~19년
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 1~4월 반도체 수출 +148.1%, 비반도체 +13.3%



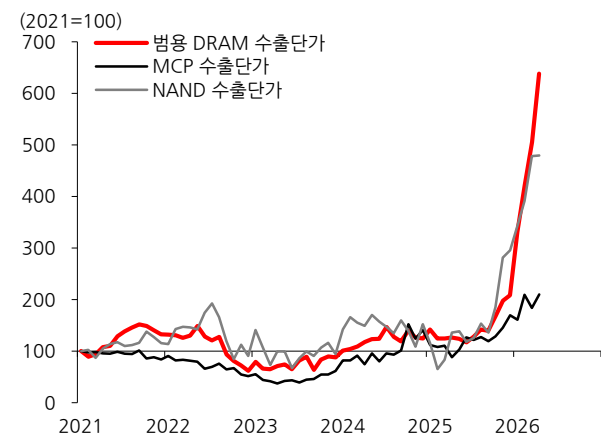
자료: 관세청, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 반도체와 SSD 수출 비중 40% 상회



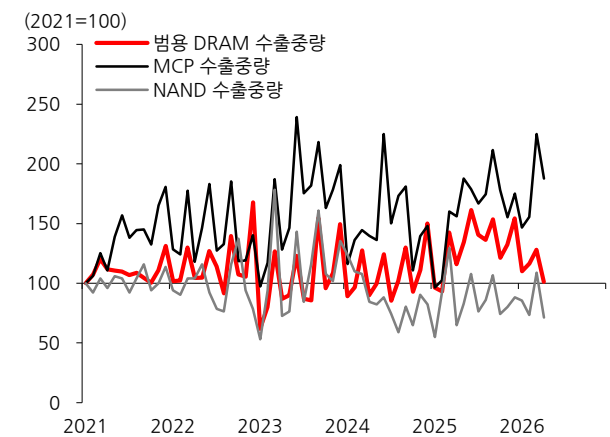
자료: 관세청, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 메모리반도체 수출단가 상승세 지속



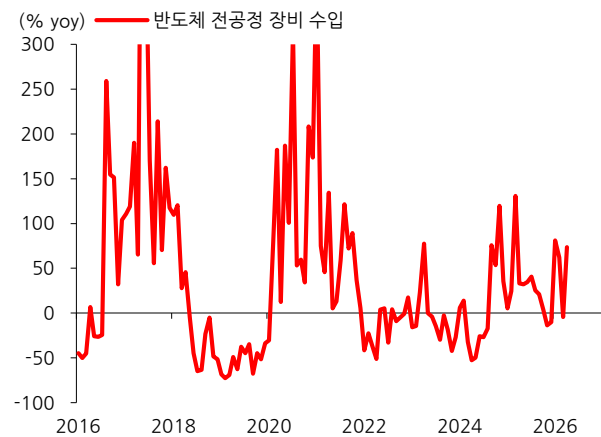
주: MCP(Multi Chip Package)는 HBM, DDR5 등을 포함한 고용량/고부가 메모리
 자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 공급 유지 상황에서의 단가 상승은 견조한 수요를 반영



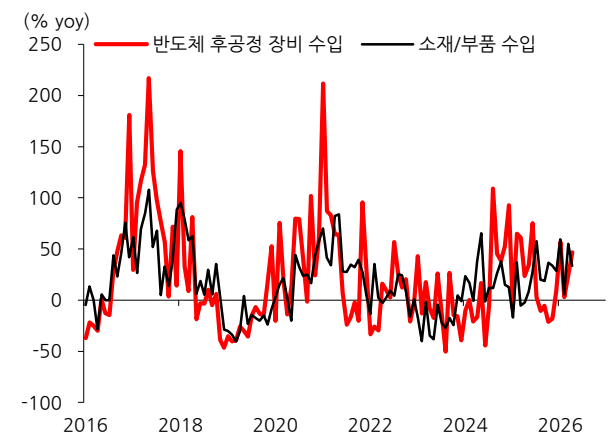
주: MCP(Multi Chip Package)는 HBM, DDR5 등을 포함한 고용량/고부가 메모리
 자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 전공정 장비 수입 급증은 레거시 메모리 수요 반영



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 후공정 장비 수입은 HBM 수요를 반영해 꾸준히 증가



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

(2) 비반도체 기회 찾기

라면, 화장품, 변압기 강세

업종 수익률은 대체로 수출실적을 반영한다. 반도체 이외 품목 중에서는 라면, 화장품, 변압기 수출이 양호하다. 특히 라면과 화장품은 수출단가와 물량이 동반 개선되고 있다 [그림41,42]. 이들 주가가 대체로 수출물량을 반영해왔다는 점을 감안하면, 최근 주가는 양호한 수출과 다소 괴리가 있어 보인다[그림40]. 비반도체 비중 확대 관점에서 소비재를 눈여겨볼 필요가 있다.

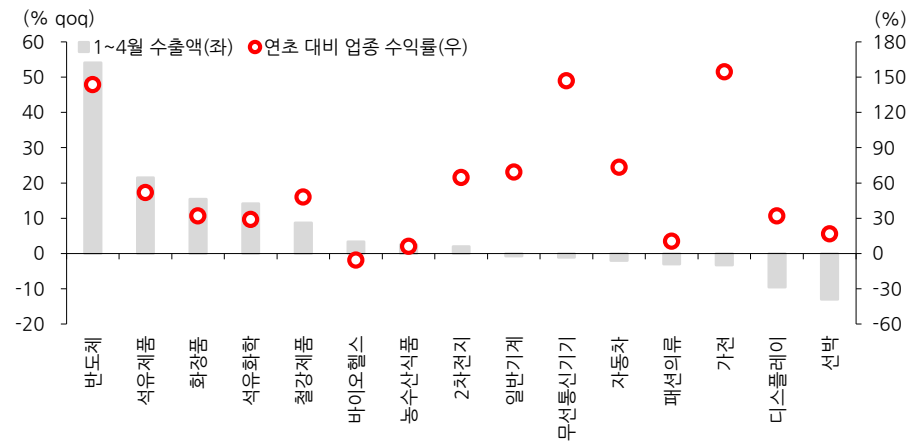
산업재 수요 회복 조짐

변압기, 건설기계 등 산업재 수출도 반등 중이다[그림43,44]. 초고압변압기 수출은 AI 투자와 더불어 전력 수요 확대가 부각되면서 급증했고, 건설 및 일반기계 수출은 최근 투자 회복을 반영해 올라오기 시작했다. 주요국 유형자산 투자 확대 기조가 지속된다면, 산업재는 반도체와 더불어 수출 강세를 주도할 것으로 기대한다.

상대적으로 약한 소재

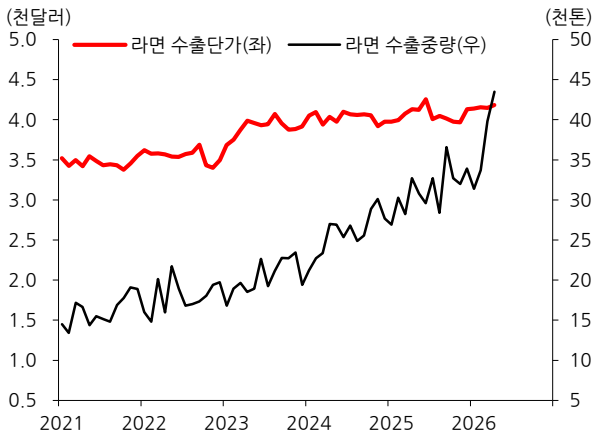
철강, 석유화학, 2차전지와 같은 소재 수출 회복은 상대적으로 더디다. 산업재에 비해 투자 수요 회복 효과가 적은 데다, 관세 및 전쟁 불확실성이 반등을 제한하고 있기 때문이다. 중국의 전통 제조업 비중 축소 기조, 늘어나는 선진국 수요 등을 감안하면, 하반기 소재 수출도 개선될 수 있다. 다만, 수출 증가 폭 측면에서 보면, 소비재와 산업재에는 미치지 못할 전망이다.

[그림40] 전쟁 여파가 시장을 주도하기는 했지만, 업종 수익률은 대체로 수출실적을 반영



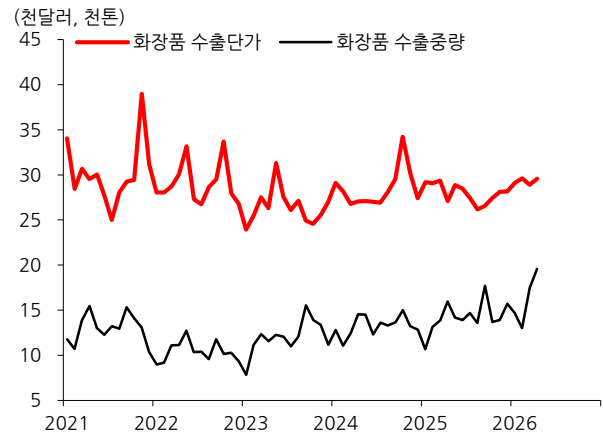
자료: 산업통상부, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 라면, P와 Q 동반 개선



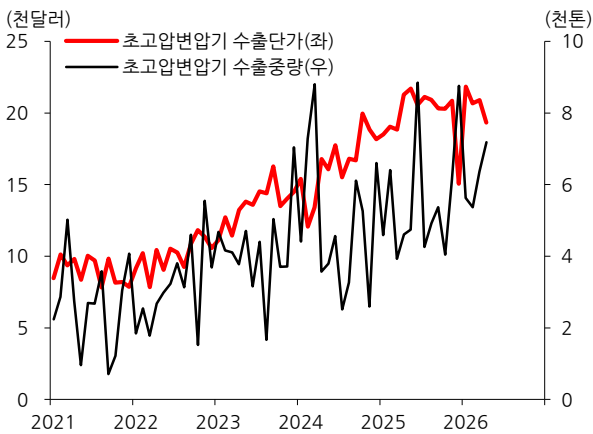
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 화장품, P와 Q 동반 개선



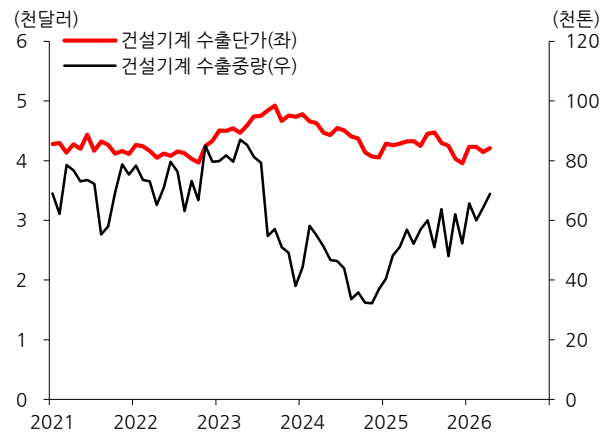
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 변압기, 완만한 회복



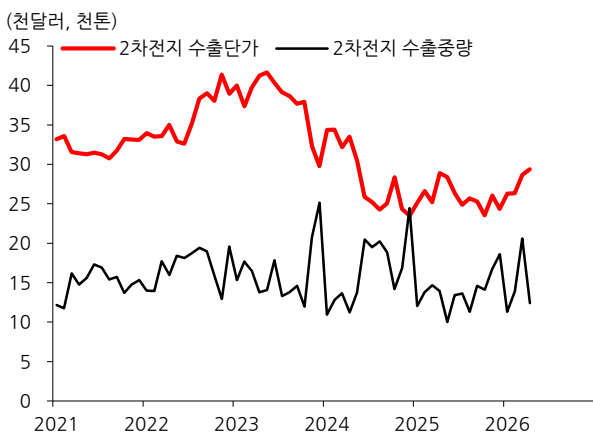
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 건설기계, Q 회복 지속



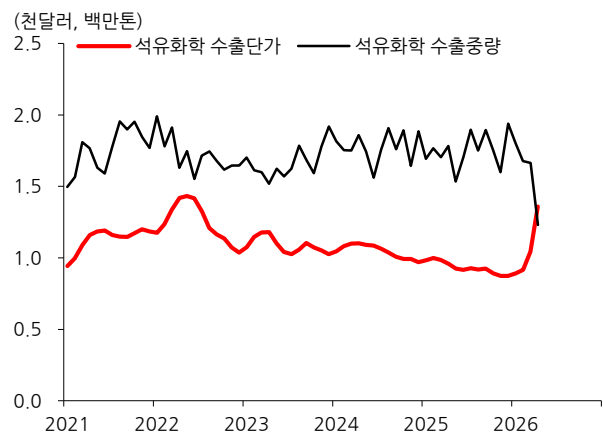
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 2차전지, P 반등 & Q 부진



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 석유화학, P 반등 & Q 부진

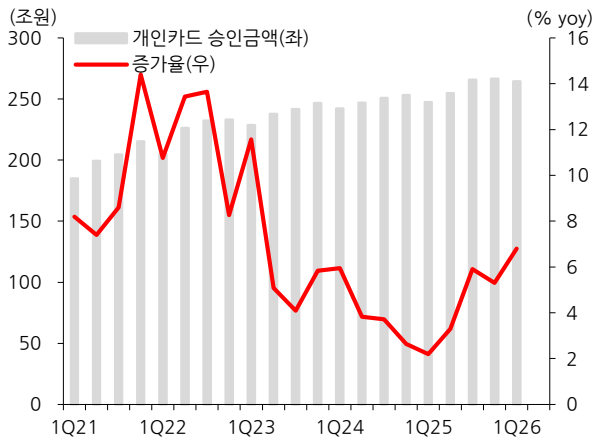


자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

(3) 내수도 최소 B+

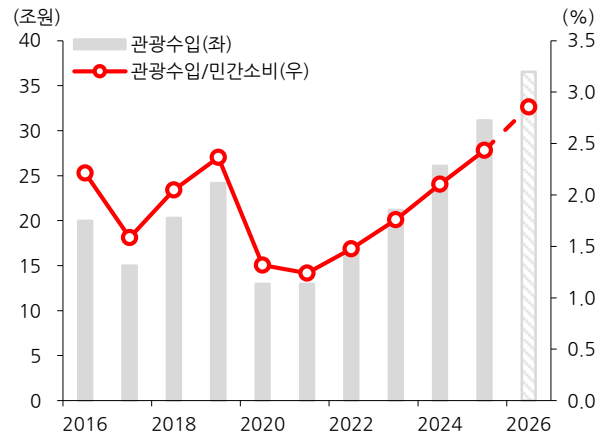
민간소비 증가율 2% 가능	소비와 투자 환경도 양호하다. 민간소비 증가율은 2023년 이후 처음으로 2%를 넘어설 전망이다. <u>카드 승인금액 증가세 강화, 관광수입 증가, 양호한 유동성 환경 등이 소비 회복을 전망하는 근거다.</u> 지난해 2/4분기부터 늘고 있는 개인카드 승인금액은 가계 구매력 개선을 시사한다[그림47].
관광수입과 자산효과	관광수입 확대와 자산가격 상승 또한 소비에 우호적인 변화다. 올해 관광수입은 36.5조 원으로 전년대비 약 20% 늘어날 것으로 예상된다(외국인 관광객 10% 증가, 연평균 환율 1,460원 가정). 이는 명목소비를 약 0.4%p 끌어올리는 효과가 있다[그림48]. 국내 주식시장 강세가 지속되면서 가계 주식 보유가 늘고, 참여계층이 다양화되고 있다는 점은 자산효과 확대를 기대할 수 있는 요인이다[그림49,50].
설비투자 확산 기대	설비투자는 반도체 업황 호조와 여타 경기 민감 업종 수출 회복을 반영할 전망이다. 투자에 선행하는 자본재 수입은 지난해 11월 증가 전환한 후 증가세가 가팔라지고 있다. 3년 연속 감소했던 기계류 출하가 지난 분기 반등했다는 점도 투자 사이클의 저점 통과를 시사한다[그림51]. 건설투자는 지방 미분양과 착공 지연 등으로 탄력적인 회복은 어려워 보인다. 다만, SOC를 비롯한 토목 중심 반등이 지속되면서 6년 만에 증가 전환은 가능할 전망이다.

[그림47] 소비 회복세 강화



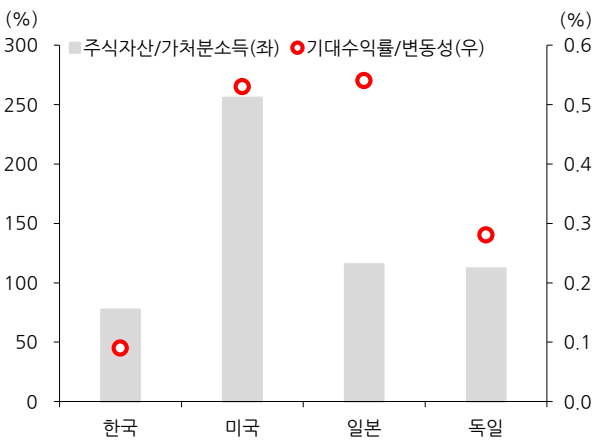
자료: 여신금융협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 관광수입 증가 또한 민간소비에 기여할 전망



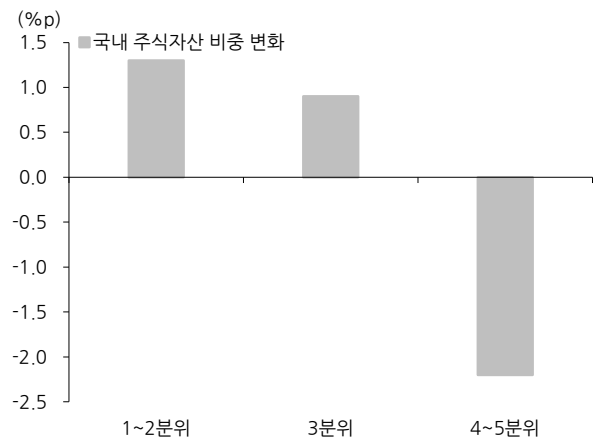
자료: 한국관광공사, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 주요국 대비 주식자산 비중 적고, 수익률 기대 낮았으나



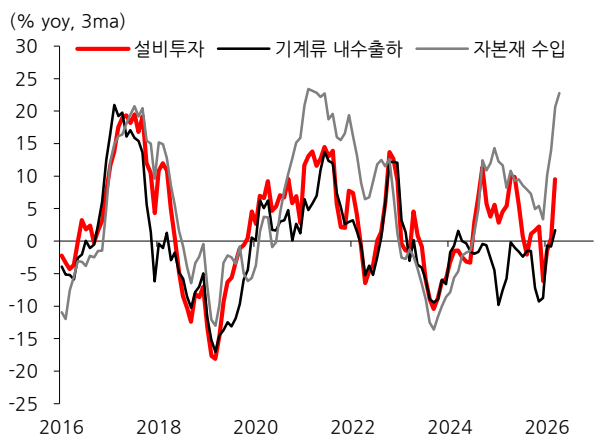
주: 주식자산 비중은 2024년. 기대수익률은 2011~2024년 연수익률 기준
 자료: 한국은행, '우리나라 주식 자산효과에 대한 평가(2026.5)'

[그림50] 최근 저소득층 및 청년/고령층 주식 보유 확대



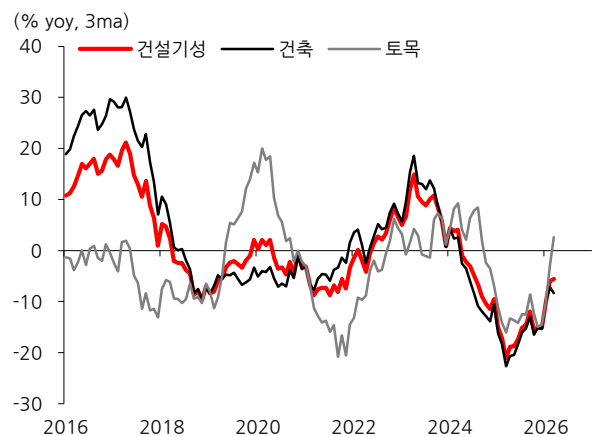
주: 2019년 대비 2025년 변화
 자료: 한국은행, '우리나라 주식 자산효과에 대한 평가(2026.5)'

[그림51] 설비투자 수요 확대 흐름



자료: 국가데이터처, 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 건설경기도 저점은 통과

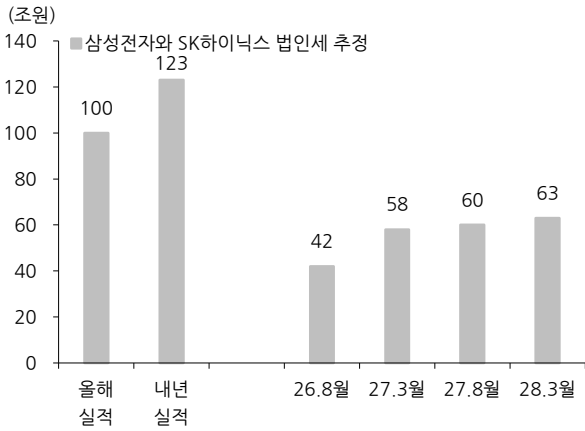


자료: 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

(4) 정부 공간은 내후년까지 풍년

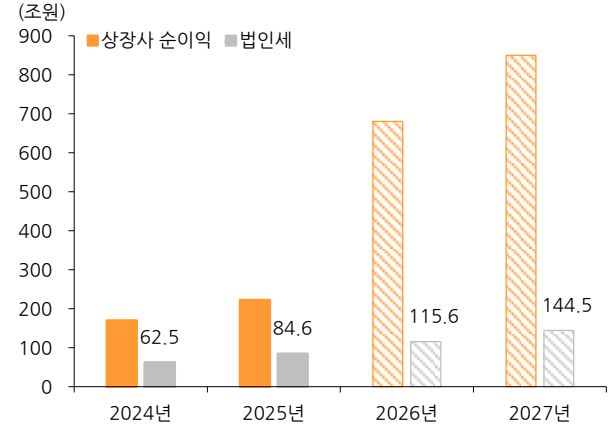
한국, 부채 증가속도 최상위	한국은 부채 증가 속도가 빠른 국가다. GDP 대비 정부부채 비율(53.4%, D2 기준)은 선진국 평균보다 낮지만, 코로나 이후 부채비율 상승 폭은 최상위권이다(2020년 45.9%→2025년 53.4%). 낮은 정부부채 비율이나 양호한 재정수지를 확장재정의 근거로 내세우기 어려워졌다. 외부 충격에 대응하고, 첨단기술 경쟁력을 강화하기 위해 재정을 적극 활용해야 한다는 주장에 우려가 제기되는 것도 같은 맥락이다.
반도체 호조와 재정부담 완화	다행히 반도체 업황 호조에 따른 법인세 수입이 재정 부담을 상당부분 덜어줄 수 있을 것 같다. 국회예산정책처는 올해 법인세 수입이 지난해보다 약 15조 원 늘어날 것으로 보고 있는데, 최근 이익 전망치가 가파르게 상향 조정되고 있어 증가 폭 확대가 유력하다. 우리나라는 국세에서 법인세 비중이 높아 법인세 수입이 재정수지 개선에 상당부분 기여할 수 있다[그림56].
향후 2년 법인세 순증 170조	삼성전자와 SK하이닉스의 올해와 내년 순이익 전망을 토대로 추정한 법인세는 200조 원을 상회한다[그림53]. 상반기 실적을 기준으로 법인세를 중간예납할 경우, 하반기부터 반기마다 약 50조 원의 법인세를 납부하게 된다(26.8월, 27.3월, 27.8월, 28.3월). 일각에서 언급되는 초과세수를 활용한 하반기 2차 추경 편성도 불가능하지 않다. 상장사 2026~27년 순이익 전망을 감안한 법인세 수입은 115조 원, 145조 원이다. <u>실적이 전망에 부합한다고 가정하면, 2년 동안 법인세 수입 순증액은 170조 원 이상이다[그림54].</u>
성장도 재정 부담 완화 요인	성장 강화도 실질 재정 부담을 완화하는 요인이다. 2025~29 국가재정운용계획에 따르면, 정부는 연평균 3.9%의 명목성장을 가정하고 있다. 실질성장률과 물가를 각각 2% 정도로 추정한 것이다. 이를 토대로 하면, GDP 대비 관리재정수지가 내년에 4%를 넘어서고, 이후에도 악화된다. 다만, <u>성장이 강해지면 재정적자와 정부부채 비율 상승 폭도 줄어든다.</u> IMF는 2026~29년 한국 명목 GDP가 연평균 4.1% 성장할 것으로 보고 있는데, 반도체 업황을 감안하면 올해 명목성장률이 5%를 상회할 가능성도 충분하다.

[그림53] 법인세 중간예납 시 하반기부터 세수 확대



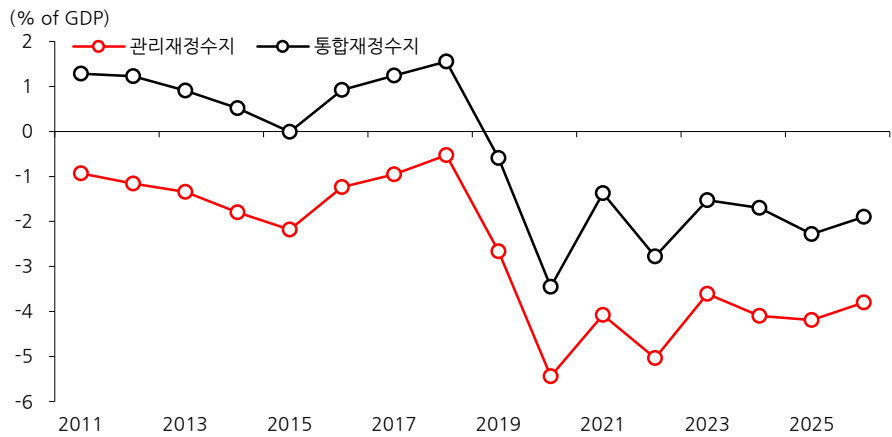
주: 실효세율 20%, 상반기 실적 기준 중간예납 가정
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 향후 2년 간 법인세 수입 약 170조 원 순증 가능성



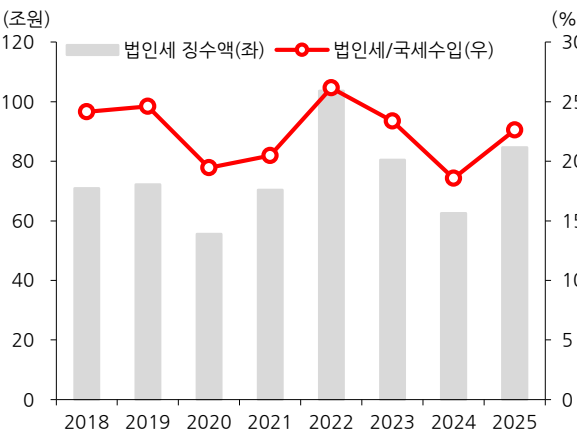
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 기존 전망을 토대로 하면, GDP 대비 관리재정수지는 내년부터 4% 상회 유력하지만



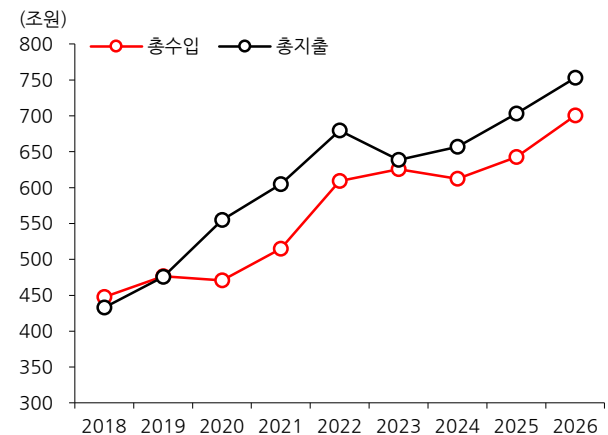
주: 2025년은 제2회 추경, 2026년은 제1회 추경 기준
자료: 재정경제부, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 국세수입에서 법인세 비중 20% 내외로 높음



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 세수가 늘면 재정수지 개선(=수입과 지출 격차 축소) 가능

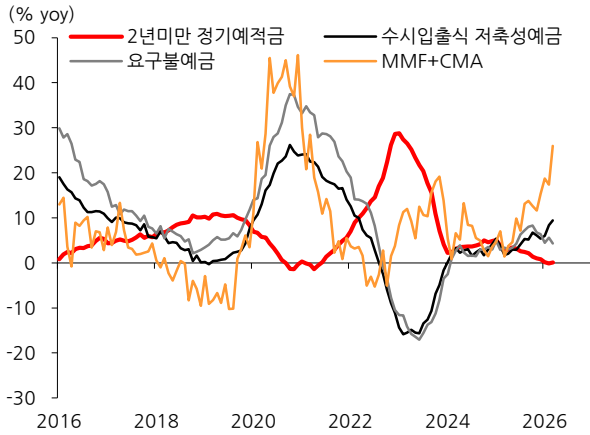


자료: 재정경제부, 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

(5) I'm still hungry

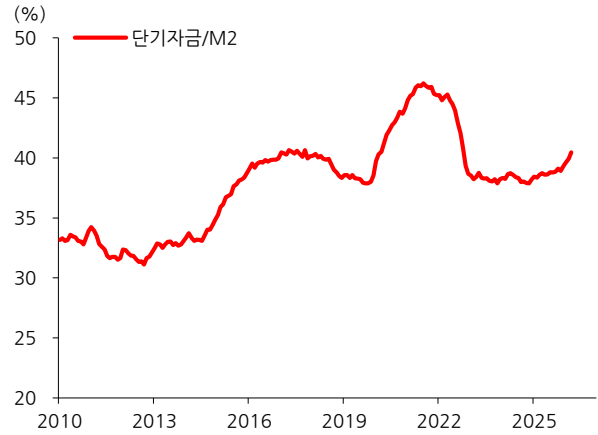
민간 유동성 여유	한국 가계와 기업 자금 상황도 양호하다. <u>가계의 단기자금 증가, 저소득층과 청년층 주식시장 유입 확대, 기업 보유자금 증가율 상승 등은 양호한 유동성 환경을 반영한 것이다.</u> 주가 상승 국면에서의 높아진 개인투자자 비중이나 전쟁 장기화에 따른 비용 증가 등이 하반기 리스크로 언급된다. 전자는 시장 변동성 확대, 후자는 실적 둔화로 이어질 수 있는 변수다. 다만, 안정적인 민간 유동성 환경과 양호한 정부 재정을 감안하면, 부담이 상당부분 완화될 것으로 예상된다.
시장 유입 대기하는 단기자금 증가	M2 구성에서 가장 두드러지는 변화는 단기자금이 늘고 있다는 점이다[그림58,59]. 올해 들어 정기예적금은 거의 늘지 않았으나, 수시입출식 예금, 요구불예금, MMF, CMA와 같은 단기 자금은 가파르게 증가하고 있다. 소득 또는 자본이득이 늘면서 민간의 여유 자금이 많아졌다고 해석할 수 있다. 단기자금 특성상 금융시장 변동성 확대요인으로 작용할 수 있지만, 결국 시장 유입 가능성이 높은 성격의 자금으로 봐야 한다.
기업 보유자금도 증가	기업 보유자금 증가는 충격을 감내할 수 여력 확대를 의미한다. 생산적 금융, 자본규제 합리화 방안과 같은 정책기조도 긍정적인 요인이다. 신규투자나 사업 확장 목적의 시설 자금 대출 증가 폭이 확대되고, 단기 성격의 운전자금 대출이 줄고 있다는 점도 양호한 자금 여건을 반영한다[그림62,63]. 연료가격 상승과 금리 인상 부담을 정책금융과 실적 개선이 메워줄 것으로 예상된다.

[그림58] 정기예적금 증가세 둔화, 단기 유동성 증가세 강화



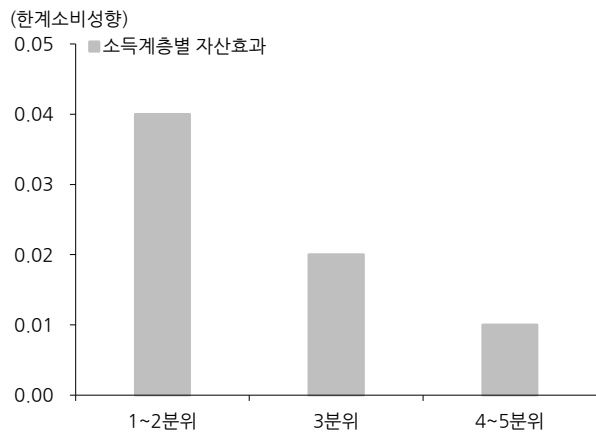
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 단기자금 비중 확대는 양호한 자금 여건을 반영



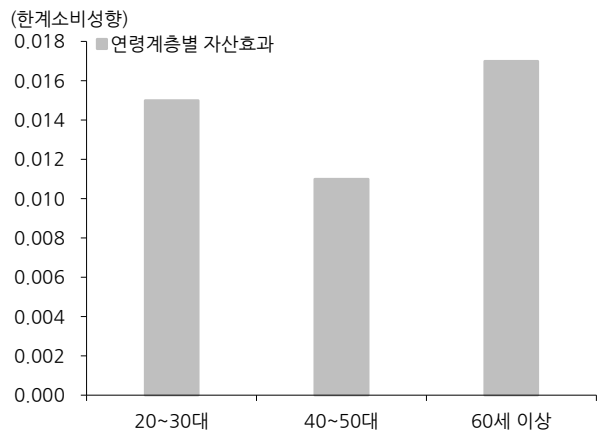
주: 단기자금은 현금통화, 요구불예금, 수시입출식 저축성예금, MMF, CMA
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 자본이득 발생 시 자산효과는 저소득층이 상대적으로 큼



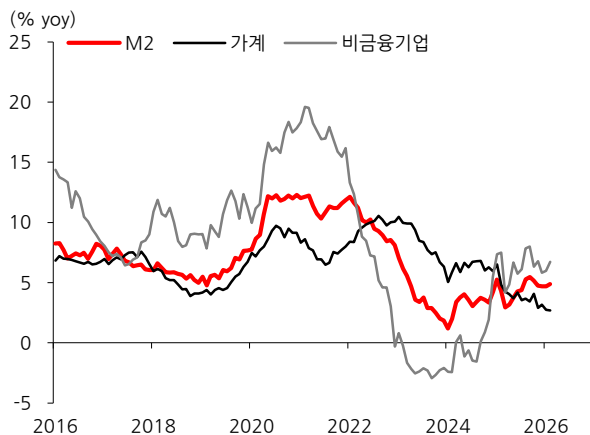
주: 주식자산 1원 증가에 따른 소비효과
자료: 한국은행, '우리나라 주식 자산효과에 대한 평가(2026.5)'

[그림61] 연령별로 보면 청년 및 고령층 자산효과가 큼



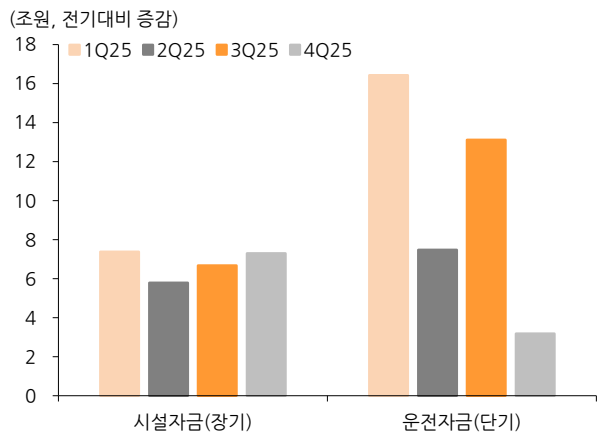
주: 주식자산 1원 증가에 따른 소비효과
자료: 한국은행, '우리나라 주식 자산효과에 대한 평가(2026.5)'

[그림62] 기업 보유자금 증가세 강화



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 투자 목적의 기업 자금 대출이 늘고 있음

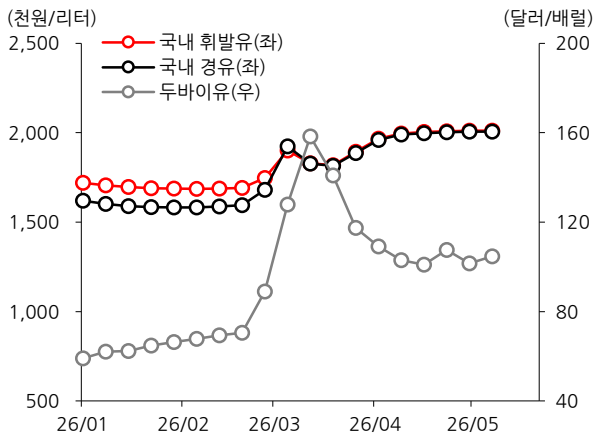


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

(6) 물가 충격 시나리오

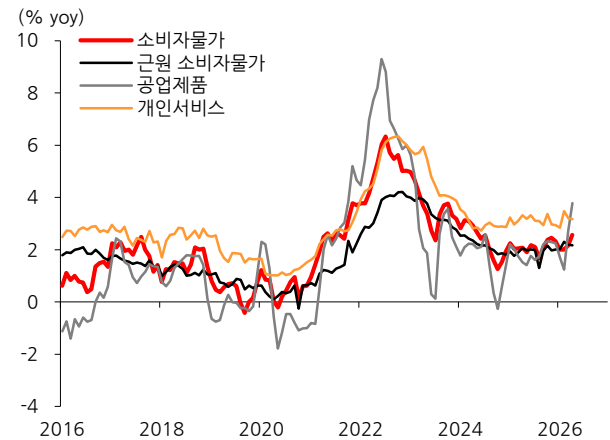
생산자물가 상승 경계	<p>하반기 가장 경계해야 할 리스크는 수입물가와 생산자물가 상승 압력이 강해지는 것이다. 한국은 연료 수입의존도가 높아 유가 상승 충격이 취약한 편인데, 소비자물가 상승 폭은 우려만큼 크지 않다. 석유 최고가격제, 원유 재고 확보 등이 국제유가 급등 부담을 덜어주고 있기 때문이다[그림64]. 국제유가 대비 국내 석유제품 가격 상승 폭이 적다는 것은 유가 상승의 직접효과가 제한되고 있다는 의미다.</p>
수입물가 상승 부담 여전	<p>문제는 연료 이외 물가 부담이 커질 수 있다는 점이다. 2025년에는 원/달러 환율이 4.3% 상승(=원화 약세)했지만, 원재료 수입물가가 6.3% 하락하면서 연간 수입물가도 소폭 낮아졌다(-0.4%). 반면, 올해 들어 수입물가는 13.3% 급등했다. 환율이 상승(+3.3%)한 데다, 원재료와 중간재 물가 상승도 가팔라졌기 때문이다[그림66,67]. 원화 약세에 수입품 가격 상승이 더해지면, 수입물가는 강해진다. 하반기 원/달러 환율과 원자재 가격이 탄력적으로 하락하지 않는 이상, 수입물가 추가 상승은 불가피하다.</p>
비용 증가 리스크 잠재	<p>원재료 및 중간재 수입의존도가 적지 않다는 점을 감안하면, 수입물가 상승은 생산자물가로 확산될 수 있다. 기업들의 비용이 늘어난다는 의미다. 이미 생산자물가와 국내공급물가(=국내 출하와 수입상품) 상승세가 강해지고 있다[그림68]. 물론, 기업들은 비용 일부를 판매가격에 전가하고 있다. 총산출물가(=국내 출하와 수출상품)도 오르고 있기 때문이다. 다만, 이는 상당부분 반도체 영향일 가능성이 높다. <u>생산자물가 상승이 지속되면, 기업들의 비용 부담이 전반적으로 커질 수밖에 없다.</u></p>

[그림64] 석유 최고가격제는 국내 연료 가격 상승을 제한



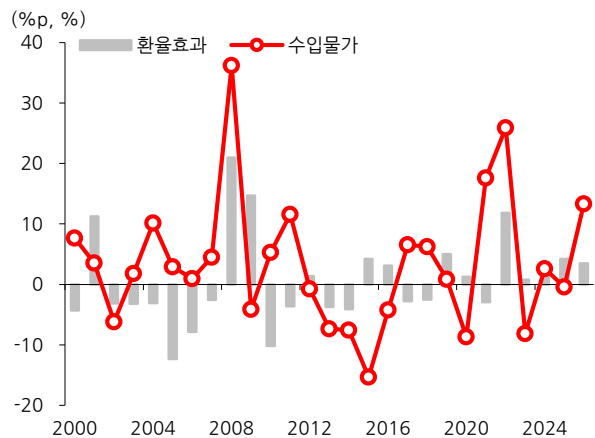
자료: 한국석유공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 석유류 이외 물가는 완만하게 상승 중



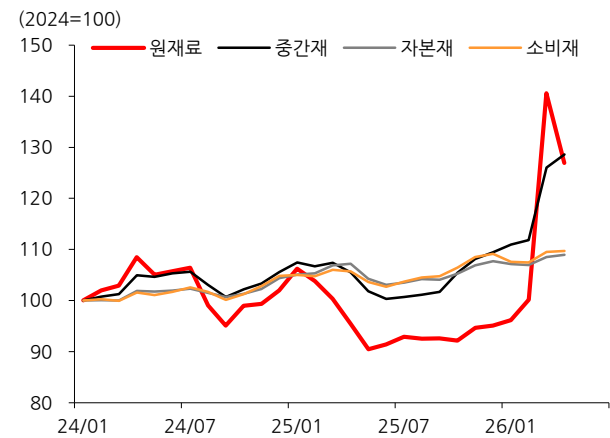
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 올해는 환율과 상품가격 모두 수입물가 상승 압력



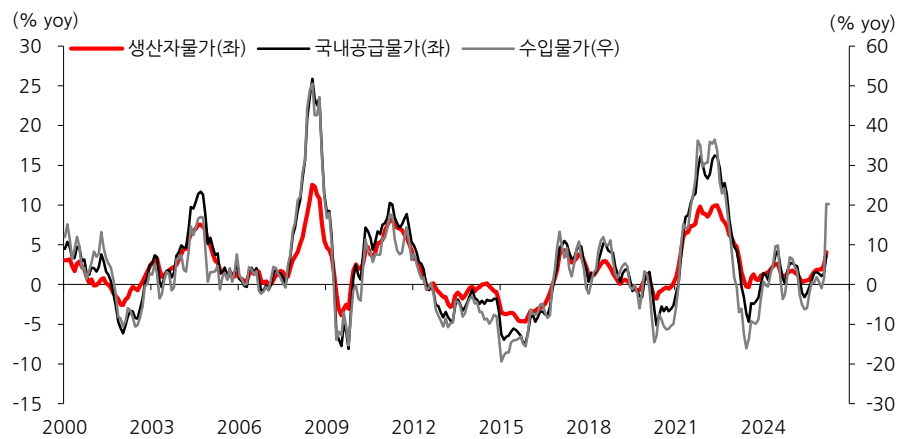
주: 환율효과는 원화표시 수입물가와 계약표시통화 수입물가 변동률 격차
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 원재료 및 중간재 수입물가 상승세 강화



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 수입물가 상승세 강화에 따른 기업들의 비용 부담 가중은 잠재 리스크



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

(7) 원/달러 환율, 비포장도로 내리막길

원/달러 환율
1,400~1,500원

원/달러 환율 밴드는 1,400~1,500원을 전망한다. 미국-이란 전쟁에 따른 지정학적 우려가 완화되는 가운데, 반도체 수출 호조와 통화정책 등 대내 환경도 전반적으로 양호하게 유지될 가능성이 높다.

개선되는 대외 환경
양호한 대내 환경

첫째, 글로벌 교역 환경이 개선되고 국내 수출 모멘텀이 긍정적으로 유지될 전망이다. 글로벌 교역이 회복 국면에 진입하고 있고, 반도체를 중심으로 한 수출 강세가 이어지며 양호한 대내 펀더멘털도 유지되고 있다[그림70,71]. 이러한 수출 환경과 무역수지 개선은 시차를 두고 원화 강세 재료로 반영될 수 있다.

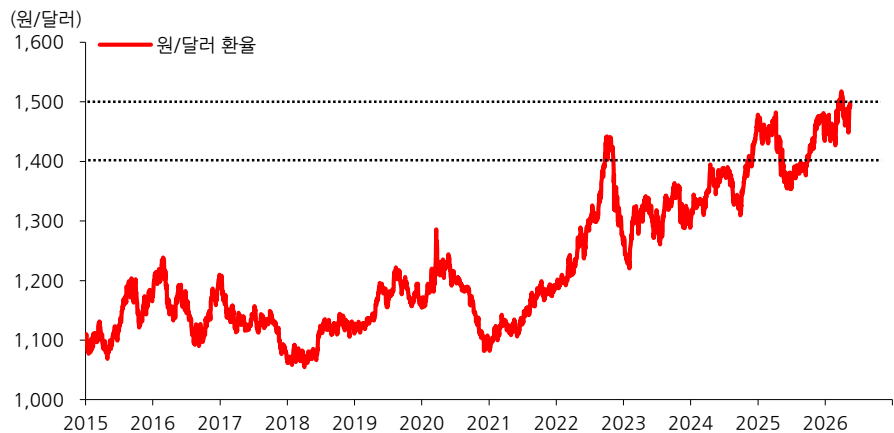
둘째, 한-미 금리 격차 축소도 환율 하락 요인으로 작용할 전망이다. 당분간 물가 불확실성에 따라 연준의 기준금리 인하가 쉽지 않은 상황이지만, 한국은행의 금리 인상으로 연말 한-미 금리 격차가 -0.75%p까지 축소될 것으로 본다. 시장의 달러화 강세 베팅이 약해지는 흐름 속에서, 국내 자산의 기대수익률이 높아지고 원/달러 헤지 부담이 완화된다면 원화 가치의 점진적인 회복을 기대해 볼 수 있다[그림72~74].

변동성은 유의

다만, 하반기 원화 변동성 확대 리스크에는 유의해야 한다. 정부의 원화 국제화 로드맵과 MSCI 선진국 지수 편입 추진의 일환으로 외환시장 24시간 개방이 본격화되면, 현물 환 거래량이 재차 확대될 가능성이 높다[그림75].

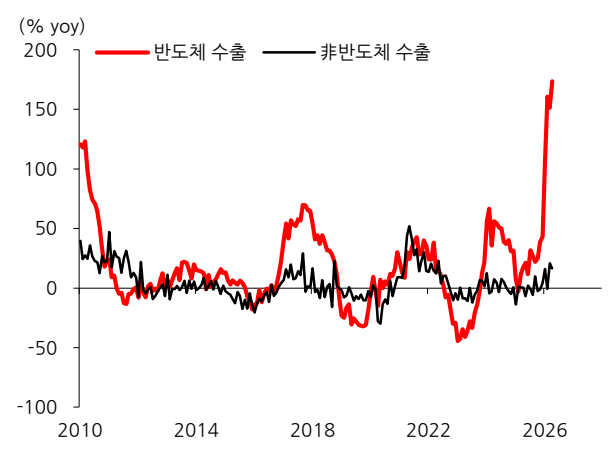
정규장 대비 상대적으로 유동성이 적은 야간장에 주요국의 정치·경제적 이벤트가 발생하거나 역외 투기 세력이 유입될 경우, 많지 않은 거래량만으로도 쏠림 현상이 나타나 환율이 급등락할 위험이 상존한다. 새로운 외환시장 환경 하에서의 변동성에 유의하되, 환율 급등락 시 앞서 제시한 밴드 상하단을 참고해 달러 매수/매도 기회로 삼는 등 유연한 대응이 필요하다.

[그림69] 원/달러 환율: 1,400~1,500 원 전망



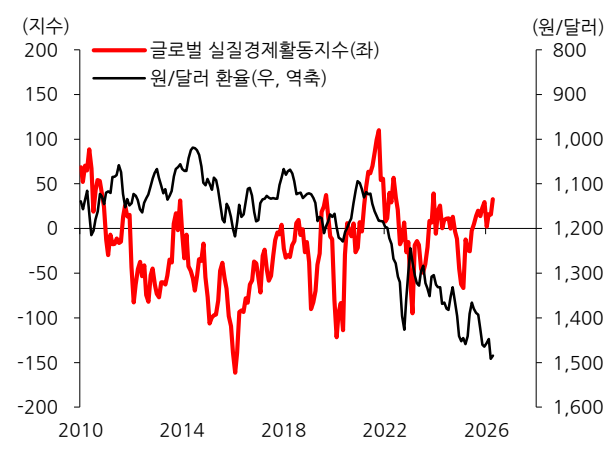
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 반도체 중심으로 수출 강세 이어지는 가운데



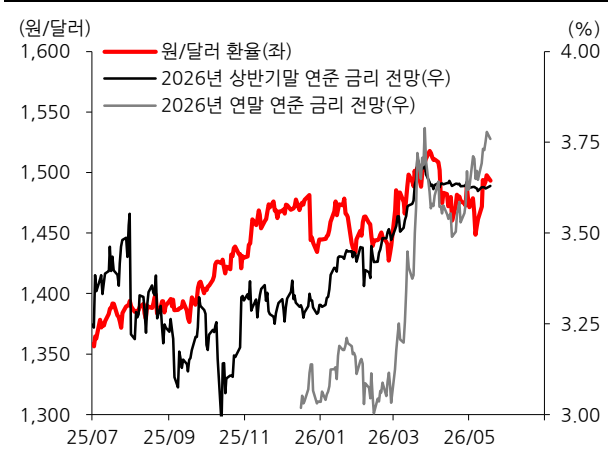
자료: 관세청, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 글로벌 교역도 점차 회복 중



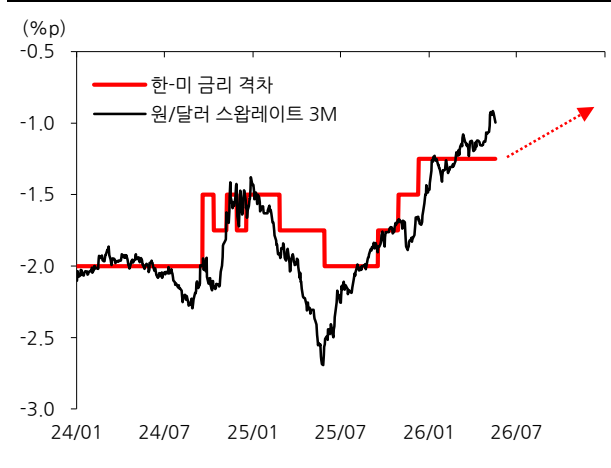
자료: FRB of Dallas, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 연준 금리 인하가 쉽지 않지만



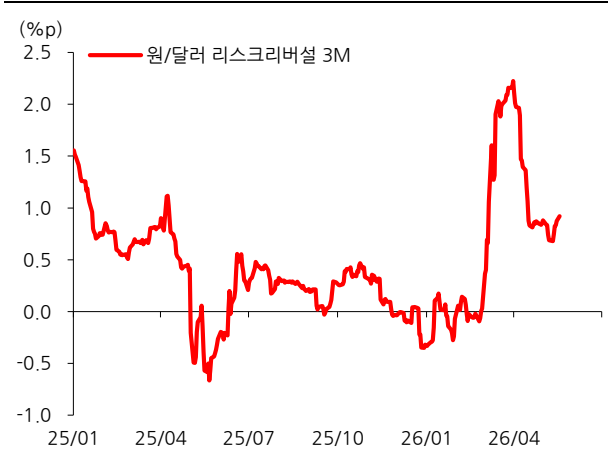
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 한-미 금리 격차는 축소될 전망 (연말 -0.75%p)



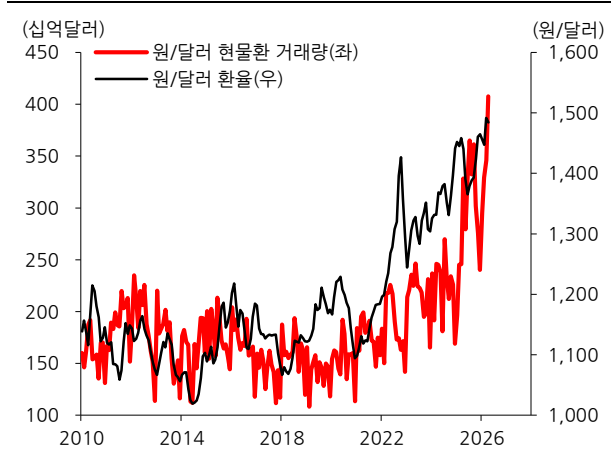
자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 달러 강세 베팅은 다소 약해졌음



주: 델타 25 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 하반기 현물환 거래량 재차 확대 가능성



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 미국, 구관이 명관

(1) 연준의 근거 있는 자신감

여유 있는 연준

연준은 물가 상승에 금리 인상으로 대응해야 할 필요성이 적다. 기대인플레이션 안정, 높은 실질금리, 에너지 순수출국 지위 등이 연료 가격 상승 부담을 덜어주는 요인이다 [그림77,78]. 기대인플레이션과 근원 물가가 강해지거나(금리 인상, 고용이 급격하게 위축되면(금리 인하) 정책대응을 고려해야 하는데, 둘 다 가능성이 높진 않다. 연준은 하반기 기준금리를 유지하면서 물가와 고용 흐름을 지켜볼 것으로 예상한다.

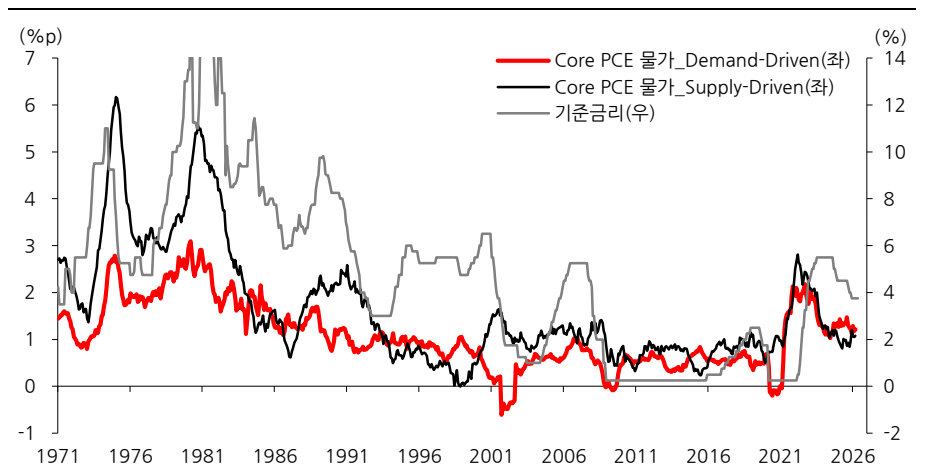
유가보다 기대인플레 중요

연준 정책 결정은 유가보다는 기대인플레이션과 근원 물가에 달려있다. 유가 상승 같은 공급 충격에 대한 연준 대응은 상황에 따라 달랐다[그림76]. 기대인플레이션이 높아지면 금리 인상으로 대응했고(1979, 2022년), 반대로 수요 위축이 두드러지면 완화 기조로 선회했다(1975, 1990, 2001년). 공급 충격을 일시적인 요인으로 판단했기 때문이다.

금리 인상 허들 높음

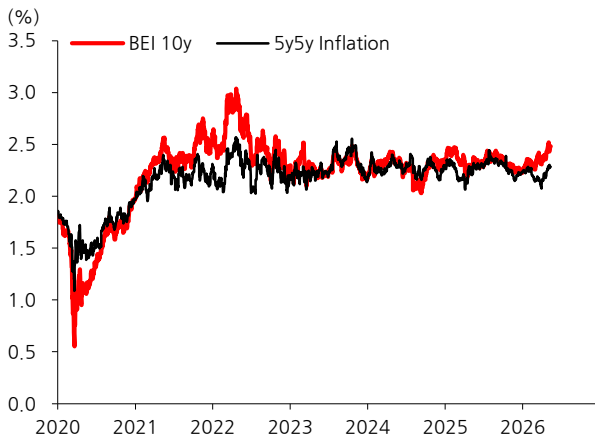
Headline CPI는 하반기에도 3%를 상회할 전망이지만, Core PCE 물가가 지속적으로 전월대비 0.4% 이상 상승해야 실질금리가 마이너스(-)로 돌아선다[그림79,80]. 지난해 Core PCE 물가는 전월대비 평균 0.24% 상승했다(1/4분기 평균 +0.36%). 0.4%를 넘어서는 상승은 에너지 이외 물가가 전반적으로 강해져야 한다. 고용 둔화와 실질소득 정체 등을 감안하면, 가능성이 높지 않다.

[그림76] 연준이 공급 측면 물가 상승 압력에 항상 긴축으로 대응했던 것은 아님



자료: FRB of San Francisco, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 장기 기대인플레이션 대체로 안정



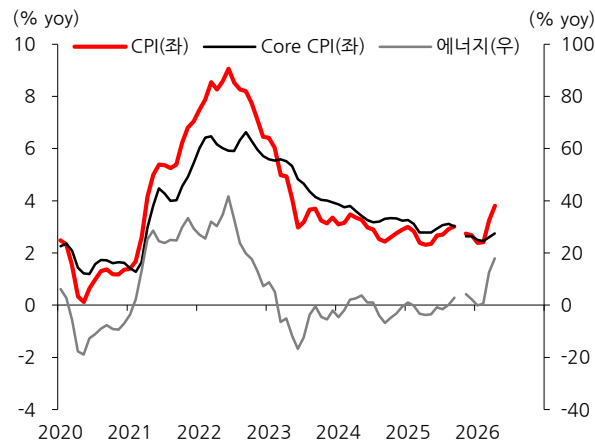
주: 5y5y inflation은 5년 이후부터 5년 간의 기대인플레이션(Inflation Swap Forward 5Y5Y)
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 과거 공급 충격 당시와 달리 기대물가 상승 폭 크지 않음



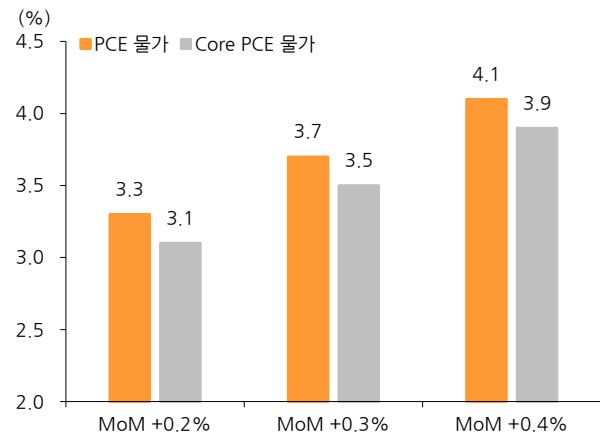
자료: University of Michigan, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] Headline CPI는 에너지 가격 상승을 반영해 4% 근접



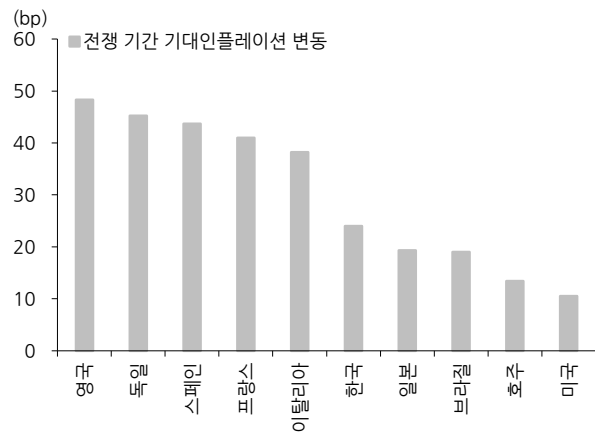
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 물가 월평균 0.3% 올라도 실질금리는 플러스



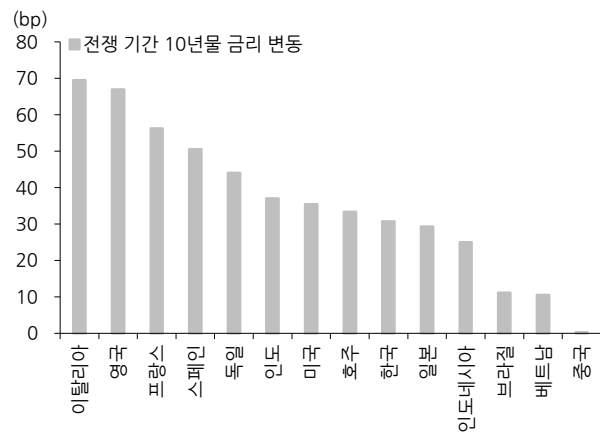
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 미국 기대인플레이션 상승 폭 제한



주: 전쟁 발발 이후부터 휴전 직전까지의 변동
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 전쟁 충격이 미국 장기금리에 미치는 영향 제한



주: 전쟁 발발 이후부터 휴전 직전까지의 변동
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

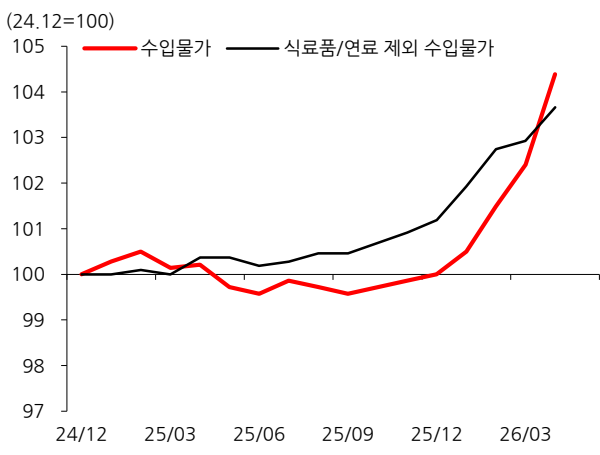
(2) 관세 영향 후반부

관세 충격 분산 관세는 물가 상승 요인이지만, 경기 및 통화정책의 변수가 될 것 같진 않다. 지난해 근원 수입물가는 0.8% 올랐는데, 4/4분기 상승률이 0.9%로 더 강했고, 올해 들어서는 2.7% 급등했다[그림83]. 온전히 관세 영향이라고 할 수는 없지만, 상호관세 발효 후 충격을 꾸준히 반영 중인 것으로 봐야 한다. 다만, 수출기업으로의 관세 분산, 제한적인 마진 축소 부담, 가격 인상을 감내할 만한 구매력이 관세 충격을 상쇄하고 있다.

수출기업 일부 부담 첫째, 수출기업이 관세 일부를 부담하고 있다. 미국의 국가별 수입물가를 보면, 지난해 對중국, EU, 멕시코 수입물가가 하락했다[그림85]. 이들은 미국 수입에서 절반 정도를 차지한다. 수출기업들이 미국 시장 점유율을 유지하기 위해 수입업자 비용을 일부 부담한 것이다. 미국 내수 규모가 크기 때문에 가능한 시나리오다. 수입국가 다변화도 부담을 덜어주는 요인이다. 지난해 미국 기업들은 관세 인상에 대응해 수입국 전환에 적극 나선 바 있다[그림86].

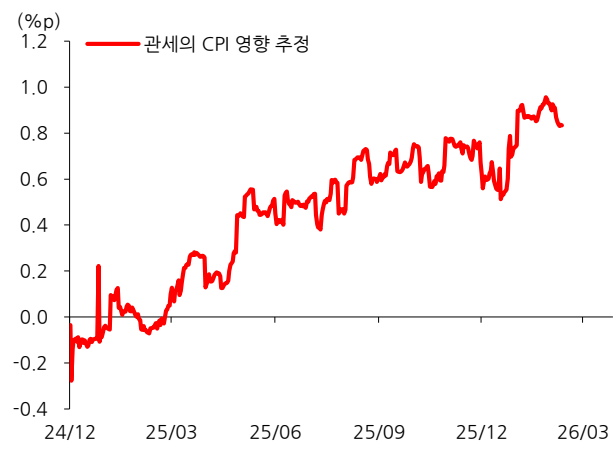
이미 가격에 상당부분 반영 둘째, 기업들이 이미 대응하고 있다. 수입물가, 중간재 생산자물가, 그리고 최종재 생산자물가가 강해졌다는 것은 관세 때문에 비용이 증가했음을 시사한다[그림87]. 비용이 늘면, 기업들은 마진 축소 또는 판매가격 인상에 나서야 한다. 올해 들어 가격을 인상했다는 응답이 늘고 있는데, 이는 가격을 올려도 물건이 잘 팔린다는 의미이기도 하다[그림88]. 구매력이 일정수준 유지되면서 기업들이 마진을 줄여 관세 부담을 흡수하지 않아도 되는 상황인 것이다[그림89,90].

[그림83] 수입물가 상승세 강화



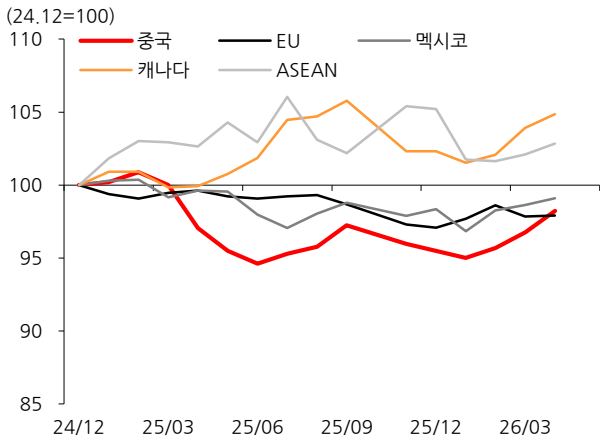
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 관세가 소비자물가를 약 1.0%p 끌어올린 것으로 추정



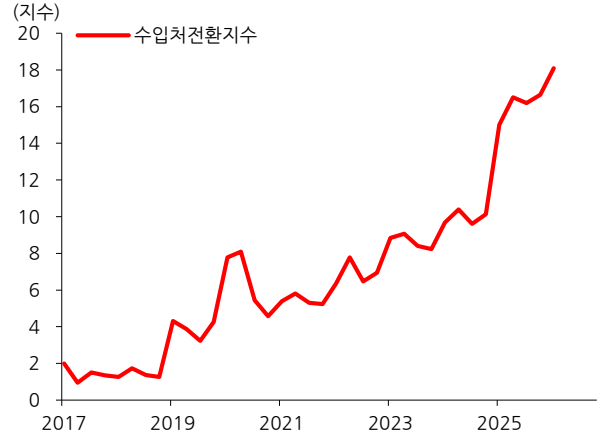
주: Cumulative Impact on all-items CPI
 자료: HBS Pricing Lab, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 중국, 유럽, 멕시코 등 수출기업이 관세 일부 부담



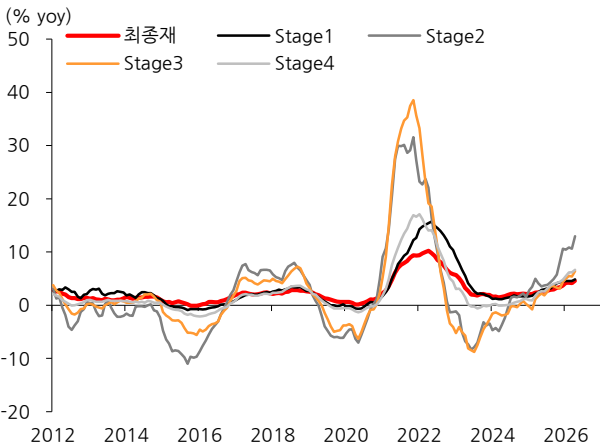
주: 미국 수입물가
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 트럼프 2기 들어 수입국 다변화 적극적으로 진행



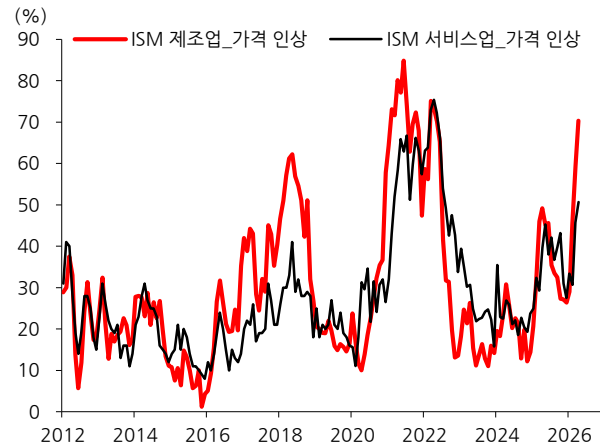
주: 미국 10대 수입국 대상 수입비중이 기준시점인 2017년과 달라진 정도를 지수화
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 중간재 PPI 상승은 시차를 두고 최종재에 반영



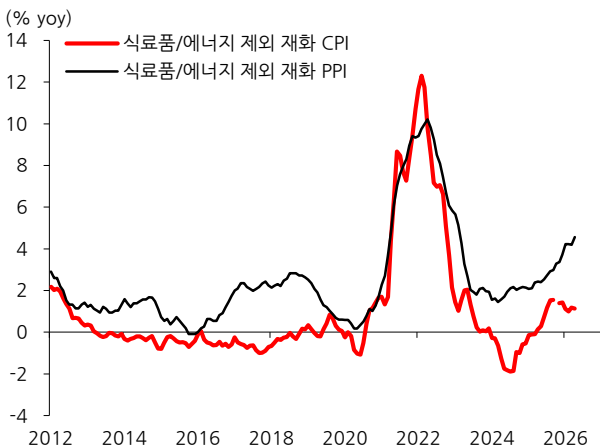
주: 식품/에너지 제외한 재화 PPI. Stage 1~4는 중간재를 가공단계별로 구분한 것
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 기업들은 판매가격 인상에 적극적



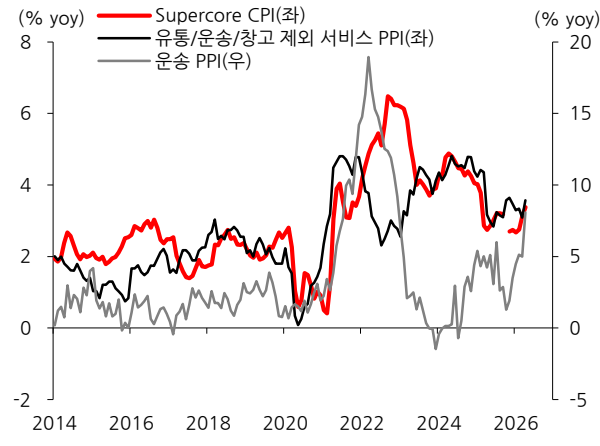
자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 가격 전가가 CPI에 반영되고 있음



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 운송 PPI 상승세 강화는 도소매업 마진 확대를 의미



자료: Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

(3) 소비는 중립, 투자는 확대

버티는 소비, 반등하는 투자

하반기 미국 소비는 버티고, 투자가 반등할 것으로 예상된다. 고용 둔화와 소득 정체를 감안하면, 소비 회복은 더딜 것이다. 실질소득은 2개월 연속 전월대비 감소 중이고, 개인소비지출 또한 2개 분기 연속 증가세가 둔화되고 있다. 소비의 성장기여도가 낮아질 수밖에 없다.

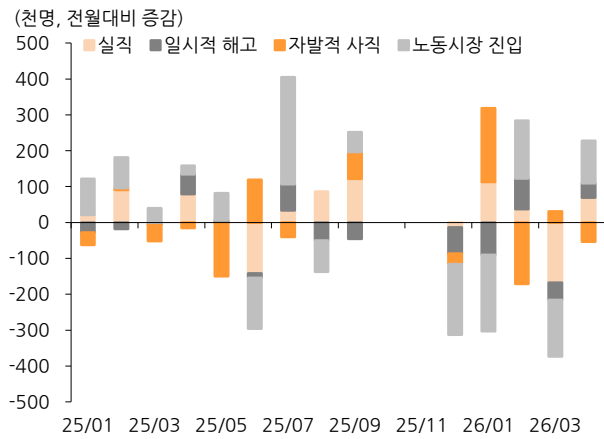
자연스러운 고용 둔화

소비 둔화가 침체를 의미하는 것은 아니다. 실질소득은 정체돼 있지만, 가계 자산은 늘고 있다[그림93,94]. 최근 6개월 비농업부문 고용은 월평균 5.5만 명 증가했다. 연준이 추정한 breakeven(=실업률이 유지되는 고용 수준)을 벗어나지 않는다. 노동시장 초과 수요 해소 국면에서의 고용 둔화는 자연스러운 것이기 때문에 이를 침체 조짐으로 보기는 어렵다. 고용 증가 폭보다는 비자발적인 실업(해고, 계약만료에 따른 실직)이나 구직 단념자 급증을 경기 위축 시그널로 봐야 한다[그림91,92].

AI 이외 제조업 수요도 회복

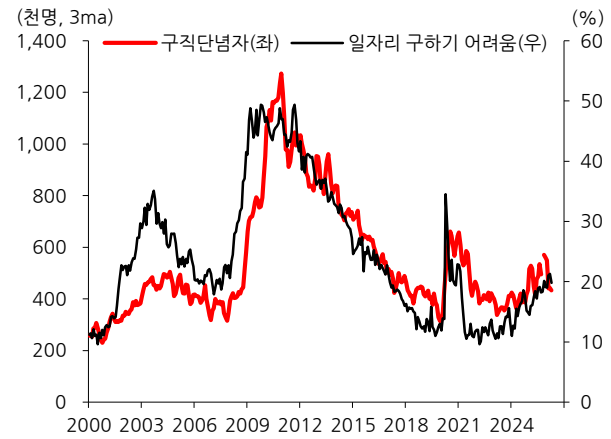
제조업 반등은 AI 부문에 국한된 것이 아니다. 제조업 출하 증가율이 재고 증가율을 상회하고, 소재와 IT 이외 산업재 주문 증가세도 강해지고 있다[그림95,96]. 불확실성이 완화되면, 기업들은 더 적극적으로 투자에 나설 수 있다. 물론, 관세 수입 감소와 예상치 못한 전쟁 비용은 재정 악화 요인이다. 다만, 미국 명목성장률은 코로나 이전보다 높고, P와 Q 모두 당초 예상보다 강해질 전망이다[그림97]. 명목성장률이 부채 증가율보다 높거나, 금리가 성장과 물가 대비 상대적으로 낮으면 부채 부담은 완화된다.

[그림91] 비자발적인 실업이 급증하지 않고 있고



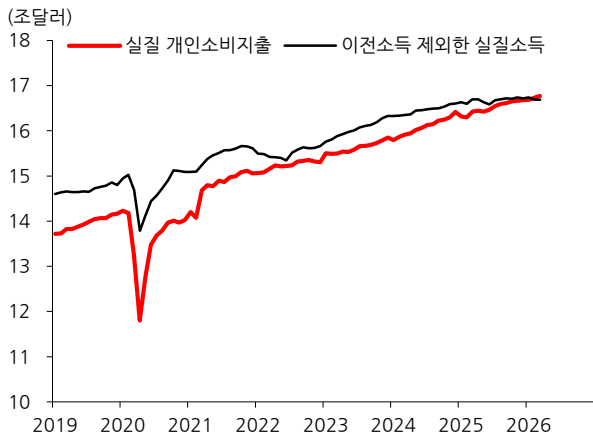
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 노동수요의 급격한 위축 조짐도 찾기 어려움



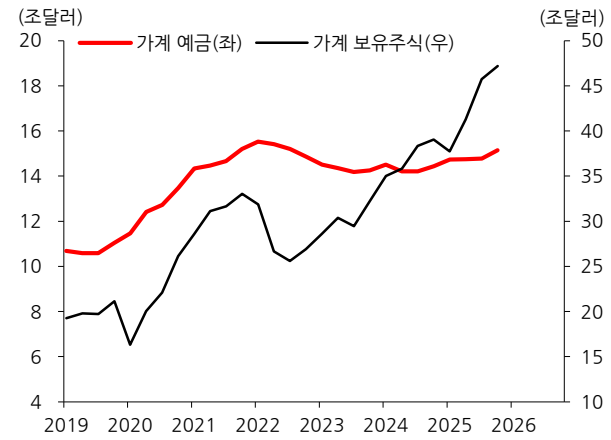
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, The Conference Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 소비 완만한 증가, 실질소득은 정체



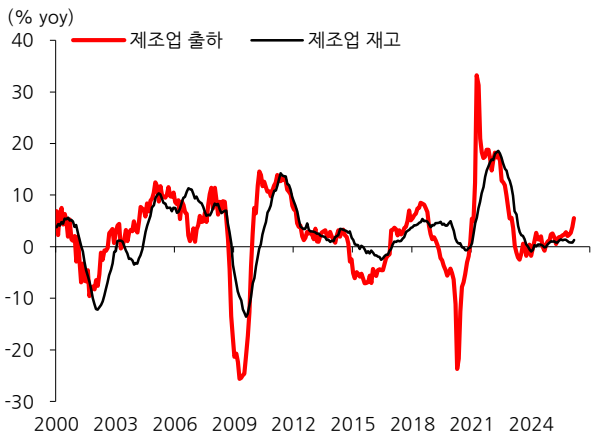
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 가계 구매력이 약화됐다고 보기는 어려움



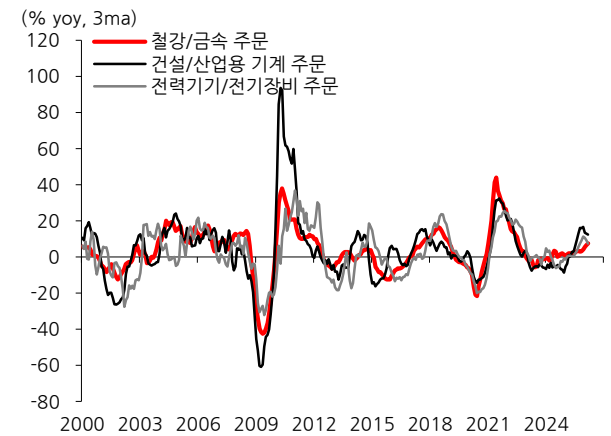
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 제조업 출하 증가율이 재고 증가율을 상회



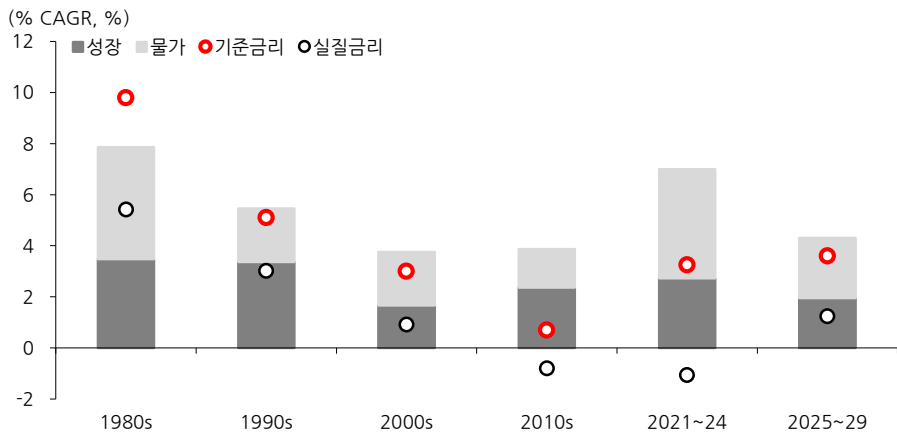
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] IT 이외 품목 수요도 확대



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 성장과 물가예상보다 강해지면 실질금리 하락



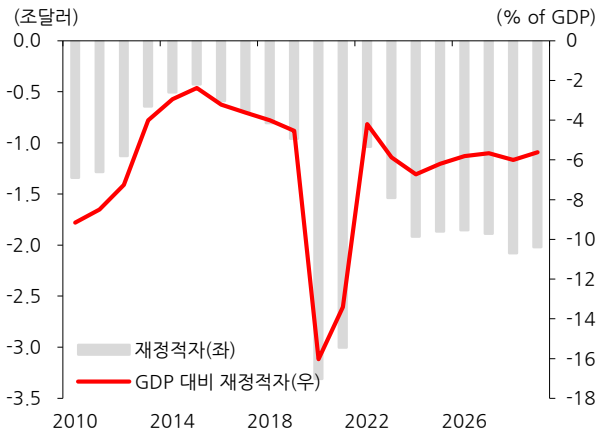
주: 성장은 실질 GDP, 물가는 PCE 물가, 실질금리는 기준금리-PCE 물가. 2026년 이후는 연준과 CBO 전망

자료: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office, Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

(4) 예정된 세수 감소, 예상치 못한 지출 증가

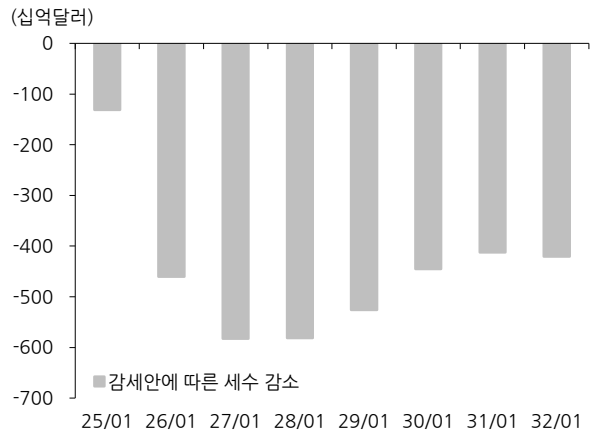
미국 재정 부담 확대	<p>그럼에도 불구하고 미국의 재정 부담은 예상보다 커질 것 같다. 지난해 발의된 감세안으로 이번 회계연도 세수가 감소하는 상황에서, 예상보다 지출도 더 늘어날 전망이다. 미국 경제가 감내할 수 없는 수준은 아니지만, 재정 건전성 우려가 커지면서 다음 회계연도 예산안 통과나 국가 신용등급 전망 유지 등에 난항이 발생할 수 있다. 더욱이 하반기 중간선거를 앞두고 있어, 행정부가 당장 재정적자 감축에 집중할 가능성도 낮아 보인다.</p>
예정된 세수 감소	<p>세입 측면에서는 유의미한 증가를 기대하기 어렵다. 미국 의회예산처(CBO)는 이번 회계연도 재정적자를 1조 8,527억 달러(GDP 대비 5.8%)로 전망했으며, 여기에는 감세안(OBBBA) 시행에 따른 세입 감소분 약 4,600억 달러가 반영돼 있다[그림98,99]. 트럼프 행정부는 이러한 세수 공백을 관세 수입으로 상쇄할 수 있다고 주장해 왔으나, 최근 연방대법원이 상호관세에 대해 위법 판결을 내리면서 이마저도 불투명해졌다.</p> <p>필립 스와겔 CBO 국장에 따르면, 이번 연방대법원 판결로 향후 10년간 약 1조 1,000억 달러의 관세수입 감소가 발생할 수 있다. 이를 연간으로 환산하면 약 1,100억 달러(기존 관세수입 전망치의 26.3%)가 줄어드는 셈이다. 이는 연방정부 연간 총수입의 약 2%에 달하는 규모로, 결코 무시할 수 없는 수준이다.</p>
예상치 못한 추가 지출	<p>반면, 지출은 늘어날 전망이다. 주요 원인은 미국-이란 전쟁에 따른 국방비 증가다. 국방부는 4월 말 기준 이란 전쟁 관련 비용을 250억 달러로 추산했으나, 주요 싱크탱크들은 최소 720억 달러 이상이 소요될 것으로 보고 있다. 연간 관세수입 감소분과 추가 전쟁 비용(총 1,820억 달러)을 합산하면, 이번 회계연도 재정적자는 기존 전망치 대비 약 10% 더 늘어나게 된다. 이를 GDP 대비 재정적자 비율로 환산할 경우, 이번 회계연도에는 0.6%p, 다음 회계연도부터는 연평균 0.4%p 상승하는 효과다[그림101,102].</p> <p>물론 이러한 적자 규모는 코로나19 팬데믹 당시의 60~70% 수준이므로 미국이 전혀 감내하지 못할 정도는 아니다. 다만, 당초 2028회계연도에 도달할 것으로 예상했던 재정적자 수준에 단번에 다다르게 되는 만큼, 연방정부의 재정 운용에는 부담이 가중될 수밖에 없다. 재정 건전성에 대한 우려가 더해질 경우 다음 회계연도 예산안 처리나 국가 신용등급 전망 유지에 차질이 빚어질 수 있다. 리스크가 현실화된다면 달러화 약세 압력, 미국채 금리 상승, 유가증권 시장의 변동성 확대 가능성을 열어둬야 한다.</p>

[그림98] 미국 재정적자 확대 기초 지속



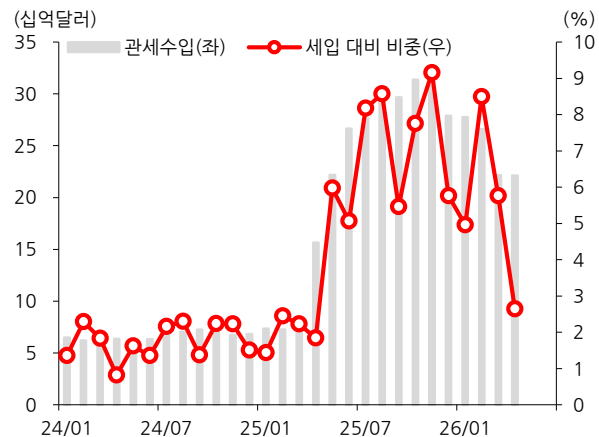
주: 회계연도 기준, 올해 2월 CBO 전망
 자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 올해 감세로 세수 약 4,600억 달러 감소 전망



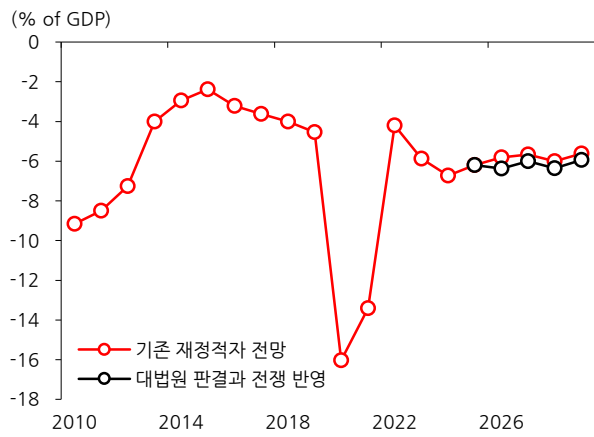
주: 회계연도 기준, 올해 2월 CBO 전망
 자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 관세수입도 점차 줄어들 것



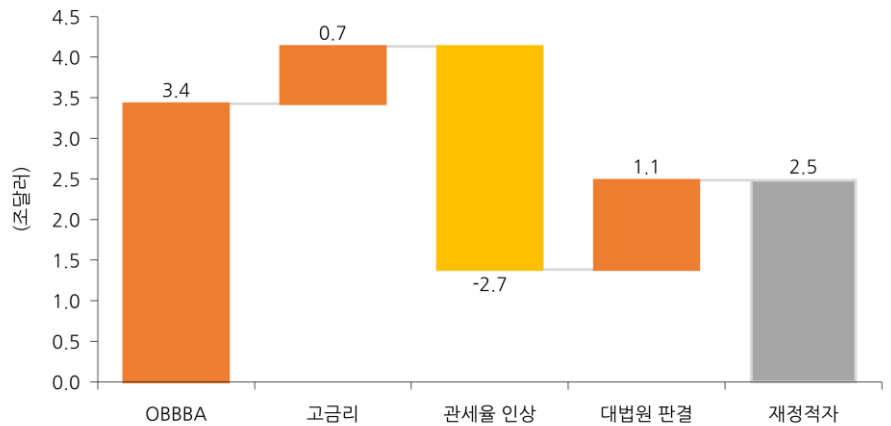
자료: U.S. Bureau of the Fiscal Service, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] GDP 대비 재정적자 비율 약 0.5%p 상승 예상



자료: Congressional Budget Office, Popular Information, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 미국 연방대법원의 상호관세 위법 판결로 1.1 조 달러 재정 부담 추정

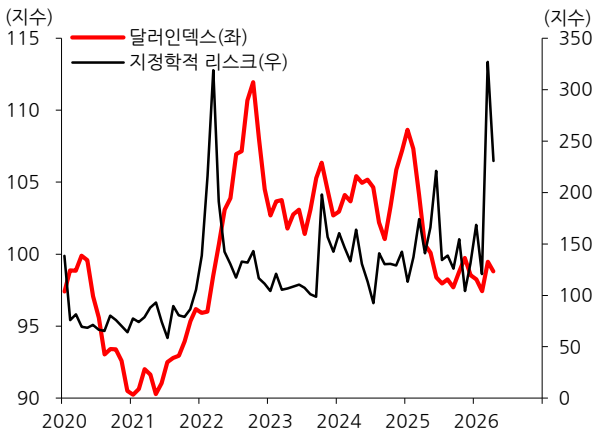


주: 향후 10년간 전망
 자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

(5) 전쟁 이후의 약달러

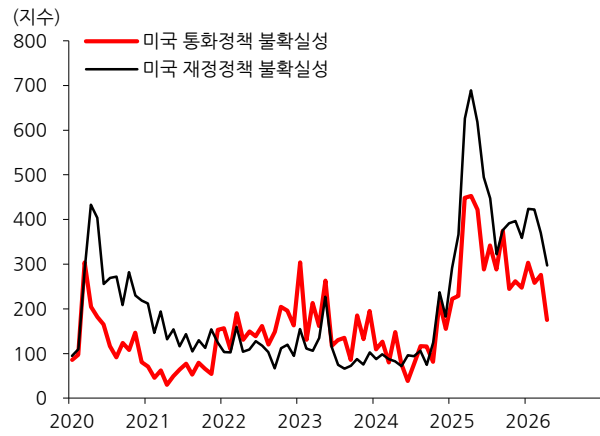
달러인덱스 94~100	달러인덱스 밴드는 94~100pt로 예상한다. 지정학적 우려 완화에 따른 안전자산 선호 심리 약화, 관세정책 불확실성 및 재정 우려 등이 반영되면서 약달러 압력이 우세할 전망이다. 다만, 미 연준이 단기간에 금리 인하에 나서기 쉽지 않은 환경이므로 달러화 가치의 급격한 하락 가능성은 제한적이다.
전쟁 부담 완화는 약달러 요인	중동 분쟁발 지정학적 리스크가 완화 국면에 접어들면서, 안전자산 선호 심리에 기반한 달러화 수요는 줄어들 것으로 예상된다. 이와 함께 미국의 막대한 재정적자와 정책 불확실성이 수면 위로 부각되며 하반기 달러화 약세 압력을 가중시킬 전망이다. 트럼프 행정부의 관세 및 재정정책 불확실성이 당분간 지속될 가능성이 높고, 누적되는 국가 부채와 재정 부담 또한 중기적인 달러 신뢰도를 낮추는 요인으로 작용하고 있다. 트럼프의 주요 정책에 대한 지지율 하락으로 정책 추진력 강화가 쉽지 않은 상황에서, 하반기에도 정책 불확실성이 이어진다면 달러화 가치는 높은 수준을 유지하기 어려울 것이다[그림104~106].
물가와 통화정책은 약달러 제한	다만, 인플레이션 부담과 통화정책 환경은 일방적인 달러화 약세를 제한할 전망이다. 당분간 유지될 고유가 국면과 경직적인 서비스 물가를 고려할 때, 연내 소비자물가 상승률은 3%대에 고착화될 가능성이 높다. 이에 따라 기대인플레이션도 단기간에 빠르게 하락하기는 쉽지 않다[그림107]. 물가 안정이 지연된다면 연준도 통화 완화 기조로 선회하기는 쉽지 않다. 다수의 연준 위원들이 물가가 목표치를 지속 상회할 경우 긴축 기조를 유지해야 한다는 입장을 보인 상황이다. 하반기에 금리 인하에 나설 가능성은 낮다. 단기에 미국 금리 전망치가 큰 폭으로 하향 조정되기 어렵다면, 달러화의 하단 역시 견고하게 지지될 것이다[그림108].

[그림103] 지정학적 리스크 완화와 달러 약세 예상



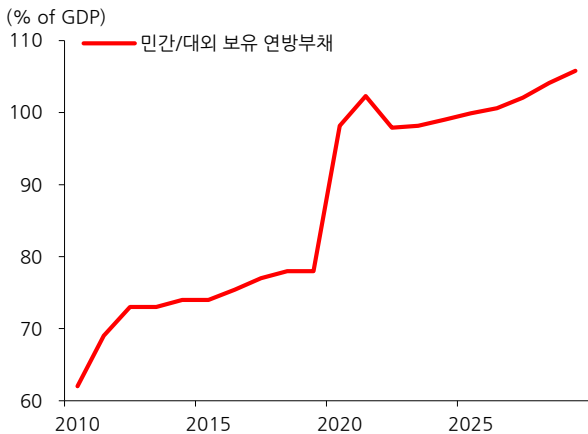
자료: Bloomberg, Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 단기 정책 불확실성은 남아 있을 가능성



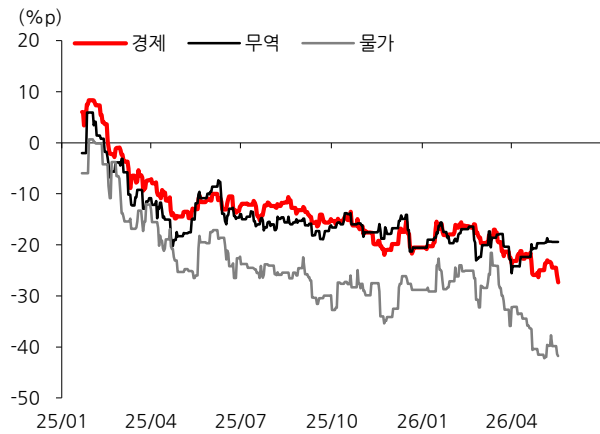
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 이어지는 재정 부담도 약달러 요인



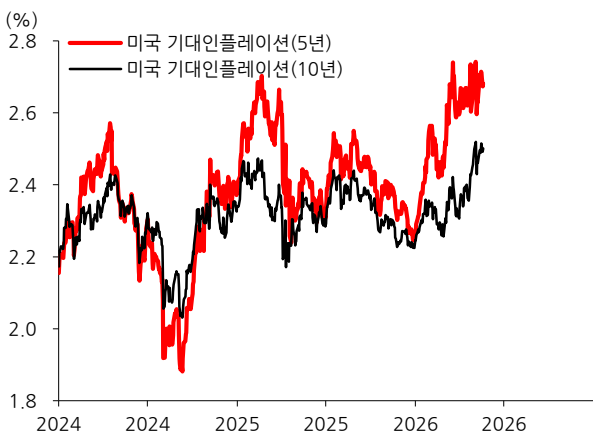
자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 트럼프 정책에 대한 순지지율도 계속 낮아지는 중



자료: Silver Bulletin, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 기대 인플레이션이 빠르게 안정되기 쉽지 않고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 금리 전망 또한 단기간에 낮아지기 어려움



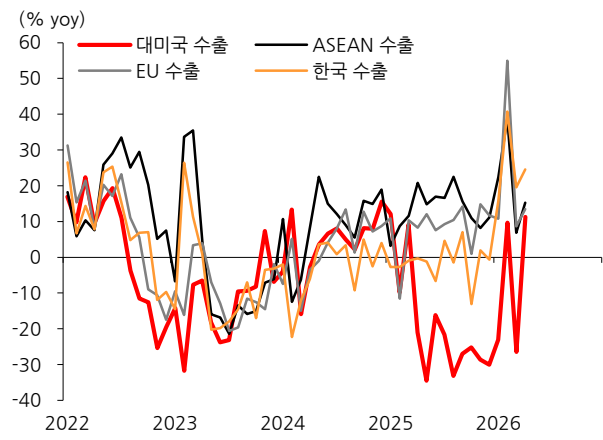
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

4. 중국, 장기전 모드

(1) 일취월장 수출

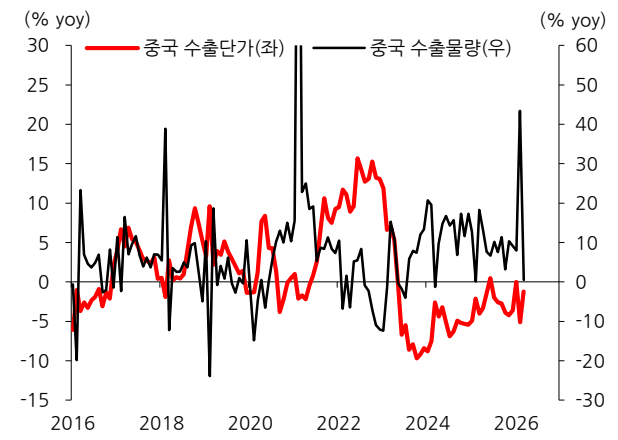
수출 양호해 내수에 정책 집중 가능	중국 수출 강세는 정책을 내수 강화에 집중할 수 있게 한다. 지난해 중국 전체 수출과 非미국 수출은 각각 5.5%, 9.8% 증가했다. 非미국 수출은 올해 들어서도 18.1% 늘면서 양호한 흐름을 이어가고 있다[그림109]. 작년 순수출의 성장기여도는 1.6%p였는데, 2000년 이후 지난해보다 기여도가 높았던 시기는 두 차례뿐이다(2006, 2021년). 관세 압박이 강해지는 국면에서도 수출은 양호했다[그림111].
밀어내기 수출 영향 적음	첨단제품 중심으로 수출이 강해졌다는 점이 긍정적이다. 석유제품, 철강, 화학 등 기존 주력제품 수출 비중이 줄고, 반도체, 전기차, 2차전지 등 첨단제품 수출 비중은 커졌다[그림112]. 수출단가 하락세 둔화와 가공수출 비중 축소를 감안하면, 단순한 밀어내기 수출 효과로 보기 어렵다. 낮은 가격만 앞세워서 얻은 수출실적이 아니라는 의미다. 수출의 질적인 측면이 개선됐다고 할 수 있다.
수출 펀더멘털 강화	수출의 성장기여도가 높아진 만큼 대외수요 부진에 취약해질 수 있지만, 과거와 달리 기술력을 토대로 한 수출이라는 점을 감안해야 한다. 그만큼 대외수요 변동 폭도 줄어들 것이다. 미국의 통상 압박도 더 강해질 것 같진 않다. 미국의 대중국 수입 비중이 크게 줄었지만, 일정수준 이상 중국을 대체하기는 쉽지 않다. 이번 정상회담에서 확인된 것처럼 트럼프 행정부는 극단적인 미-중 디커플링을 추구하기 보다는 대중국 수출을 늘리는 데 초점을 맞출 가능성이 높다.

[그림109] 미국 이외 지역 수요가 수출 강세를 주도



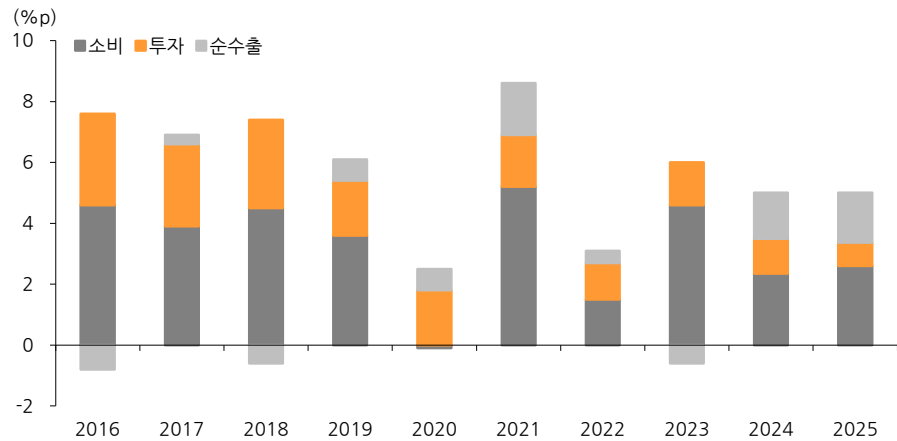
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 수출단가 하락세와 물량 증가세 둔화



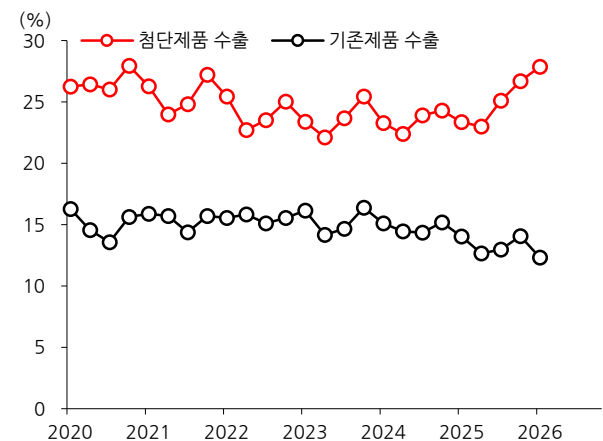
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 내수 회복 더딘 가운데 수출이 강해지면서 순수출 성장기여도 상승



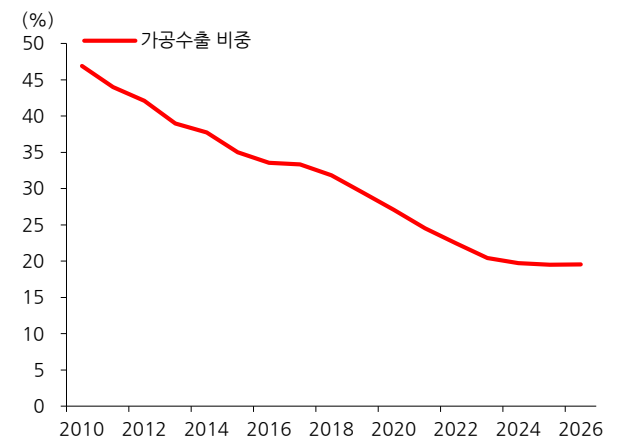
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 첨단제품 수출 비중 확대



주: 첨단제품은 반도체, 컴퓨터, 전기차, 2차전지. 기존제품은 석유제품, 철강, 화학, 가전 등
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 가공수출 비중 축소는 수출의 질적인 향상을 의미



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

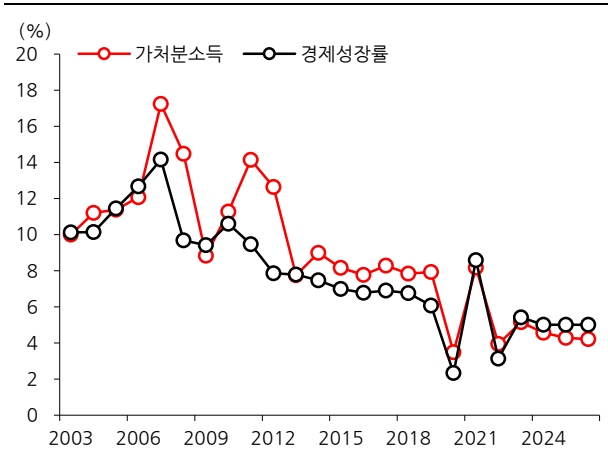
(2) 내수 강화라는 난제

내수 부진 지속 중국 수출이 성장을 주도하고 있지만, 내수는 여전히 약하다. 가처분소득 증가율은 경제성장률을 하회하고 있고, 가계저축도 줄고 있다[그림114,115]. 소득 증가세 둔화와 주택가격 하락은 소비 반등을 제한하는 요인이다. 소비 회복이 녹록지 않으니 수요 측면 물가 상승 압력도 미약하다[그림116~119].

과거에는 주로 단기 대응 그동안 정책당국은 내수 부진에 비교적 단기적인 관점으로 대응해왔다. 소비가 약해지면 부양책을 강화했고, 주택경기가 부진하면 자금을 투입했으며, 점유율 확보를 위한 기업 보조금 지급에 관대했다. 근본적인 문제 해결보다는 단기 성장을 우선시했던 것이다. 이러한 대응은 단기에 효과를 낼 수 있지만, 반복될수록 정책 효율이 떨어진다는 부작용이 있다. 물론, 대외 불확실성이 높는데 내수까지 급격하게 위축되면 충격이 커질 수 있어 불가피한 측면이 있었다.

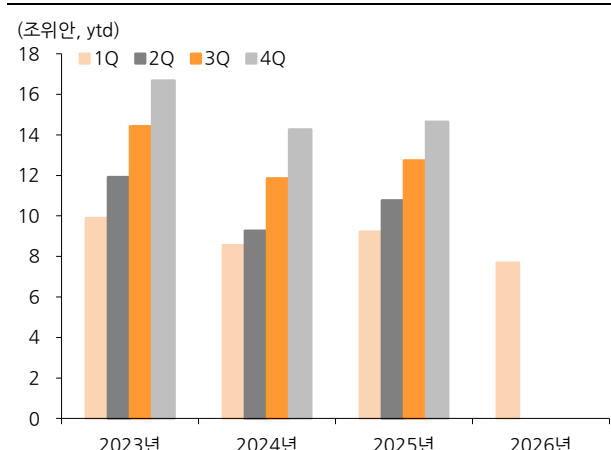
이제는 중장기 대응 가능 이제는 정책기조를 바꿀 수 있게 됐다. 수출이 질적으로 개선됐기 때문에 장기적인 관점에서 접근이 가능할 것이다. 앞으로는 첨단 제조업, 고부가가치 서비스업과 같은 중장기 성장동력 확보에 정책여력을 집중할 전망이다. 양호한 수출과 재정여력을 감안하면, 해당 스탠스는 상당기간 유지될 가능성이 높다. 소극적인 주택경기 부양, 전통 제조업 재고 부담 완화 등도 같은 맥락이다.

[그림114] 가처분소득 증가율이 경제성장률을 하회



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 가계저축 증가세 둔화



주: 가계저축 증감

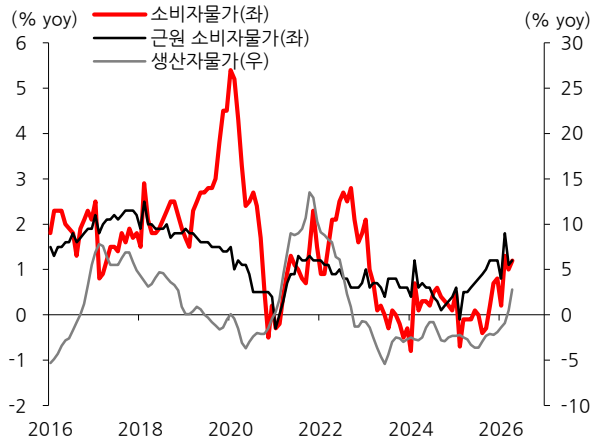
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 녹록지 않은 소비 회복



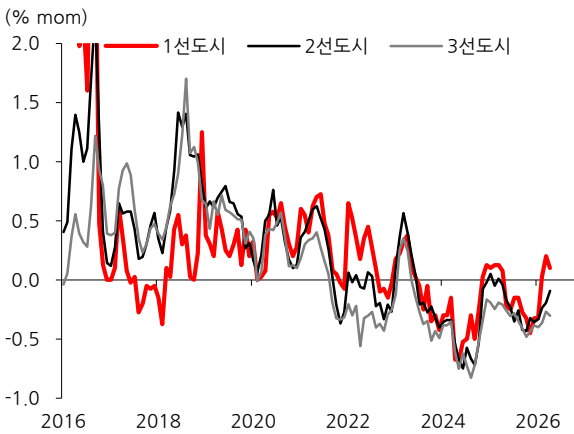
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 수요 측면 물가 상승 압력 완만하게 반등



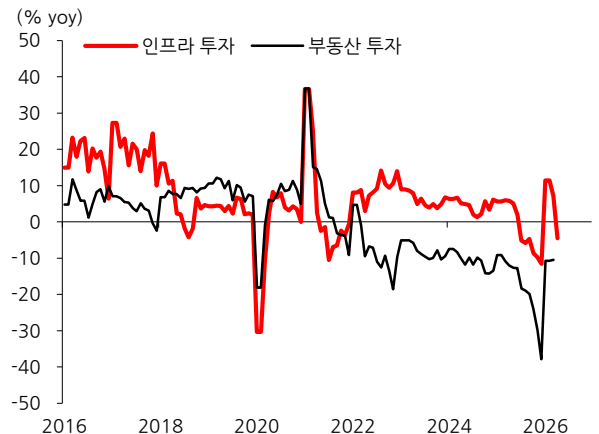
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 주택가격 하락세 지속



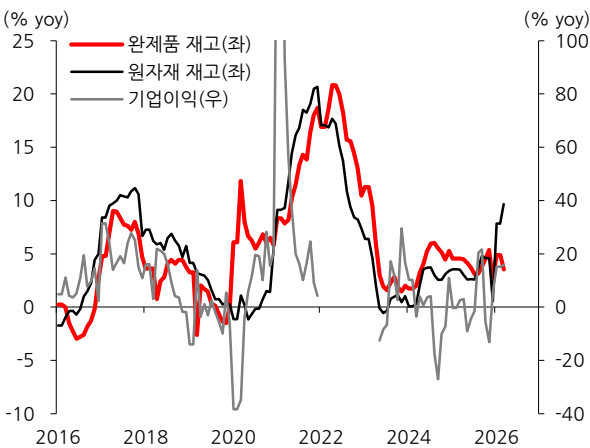
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 인프라 및 부동산 투자 부진



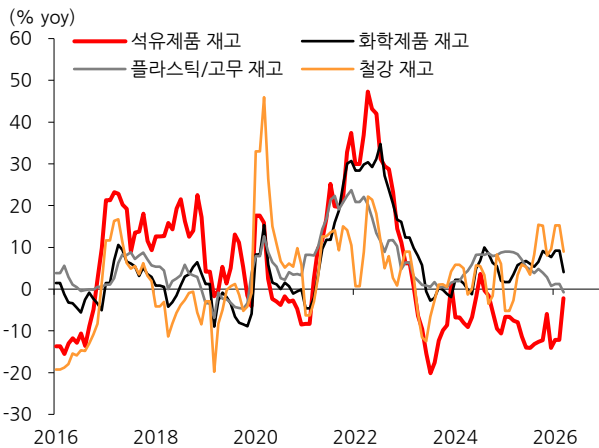
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 재고 및 기업이익 증가율 반등



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 주요 소재 재고 부담 크지 않음



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

(3) 선택과 집중 전략

정책강도는 유지
정책범위는 압축

올해 중국 광의의 재정적자는 GDP 대비 9.5%로 지난해(10.0%)에 이어 역대 최고수준을 유지할 전망이다[그림122]. 내수 강화는 단기 성장을 끌어올리는 것보다 난이도가 높아 선택과 집중이 필수다. 정책강도가 약해지는 것이 아니라 정책범위가 좁혀질 것으로 본다. 전반적인 경기 회복보다는 정책이 집중될 고부가가치 산업 중심으로 강해지는 흐름을 예상한다.

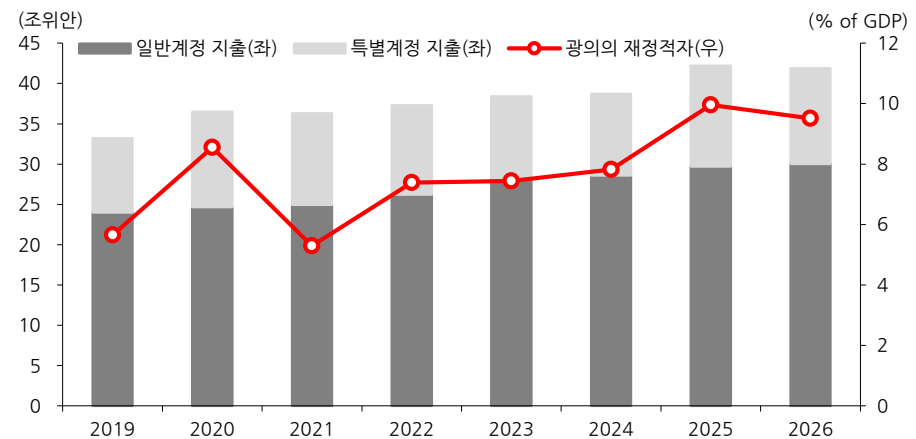
첨단 제조업과
고부가가치 서비스업

정책이 집중될 분야는 산업 비중 변화에서 힌트를 얻을 수 있다. 전통 제조업보다는 첨단 제조업, 제조업보다는 서비스업, 서비스업 중에서는 고부가가치 부문 비중이 커지고 있다[그림123,124]. 다시 말해 철강/화학보다 반도체/로봇, 부동산보다 금융/헬스케어에 정책여력을 집중하겠다는 것이다. 수출 세제 혜택 축소를 비롯해 과도한 가격 경쟁을 제한하는 반내권(反內卷)이 대표적이다. 철강, 석유제품 등 주요 소재 수급 불균형이 개선되고 있고, 2차전지와 태양광 수출단가는 반등하고 있다[그림125~128].

글로벌 제조업에도
우호적

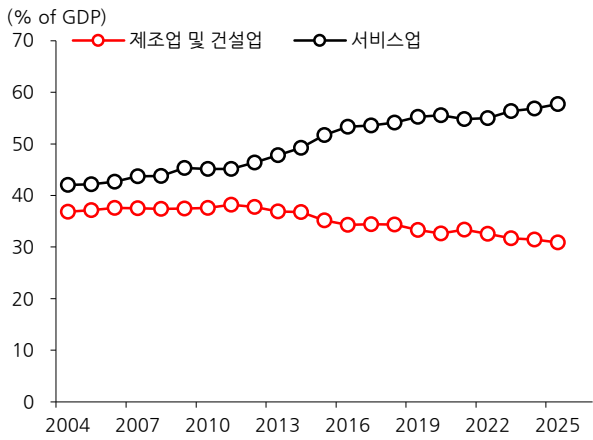
이는 글로벌 제조업에도 우호적이다. 선진국 수요 회복과 중국 공급과잉 완화 전망은 한국, 그리고 시클리컬 강세를 예상하는 근거다. 다만, 한국 입장에서 보면, 전통 제조업(철강, 화학)은 최악의 국면을 통과한 것으로 볼 수 있지만, 첨단 제조업(전기차, 2차전지) 경쟁이 녹록지 않을 것이라는 해석도 가능하다.

[그림122] 중국도 재정을 적극 활용하고 있음



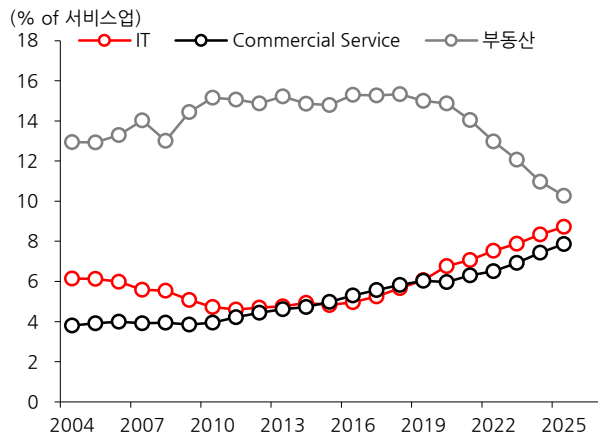
주: 광의의 재정수지는 일반계정에 기금계정을 포함한 것으로 통합재정수지와 유사. 2026년은 전망
자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 첨단 제조업과 서비스업 강화 도모



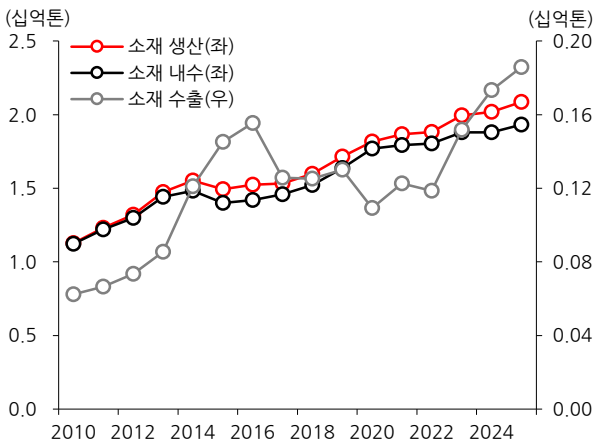
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 고부가가치 서비스업 기반 확대 유도



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

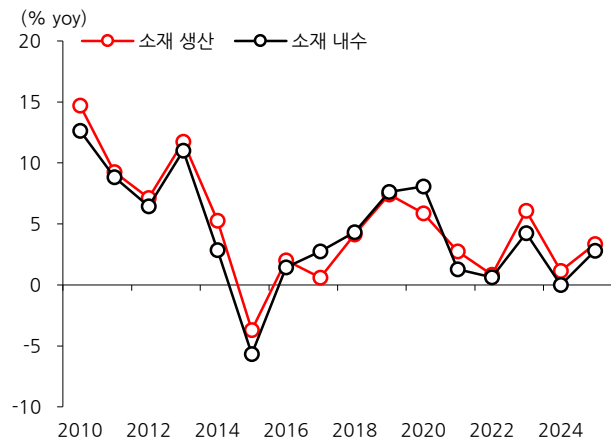
[그림125] 전통 제조업 공급과잉 완화 전망



주: 철강, 석유제품, 합성수지, 합성섬유 물량 기준

자료: NBS, GAoC, China National Chemical Economic and Technical Development Centre, 한화투자증권 리서치센터

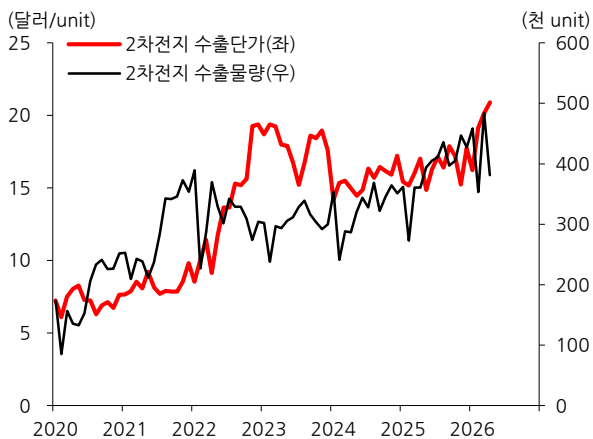
[그림126] 소재 생산과 내수 격차 축소



주: 철강, 석유제품, 합성수지, 합성섬유 물량 기준

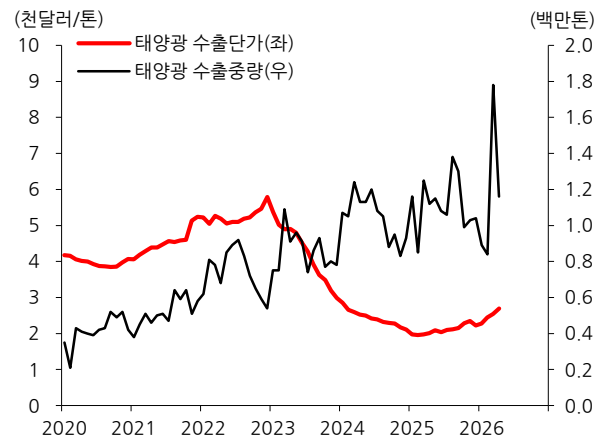
자료: NBS, GAoC, China National Chemical Economic and Technical Development Centre, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 2차전지 수출단가 하락 제한



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 태양광 수출단가 저점 통과

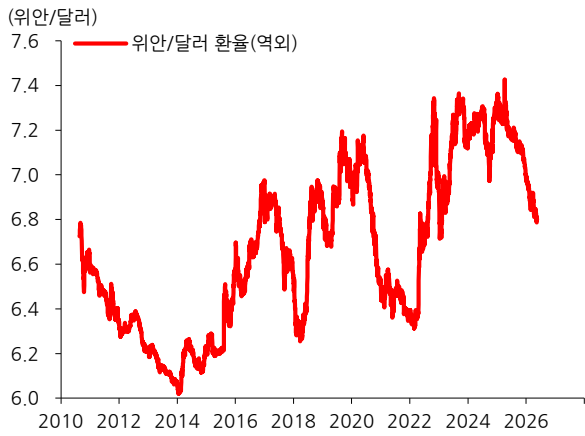


자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

(4) 위안화, 펀더멘털 vs. 당국 경계

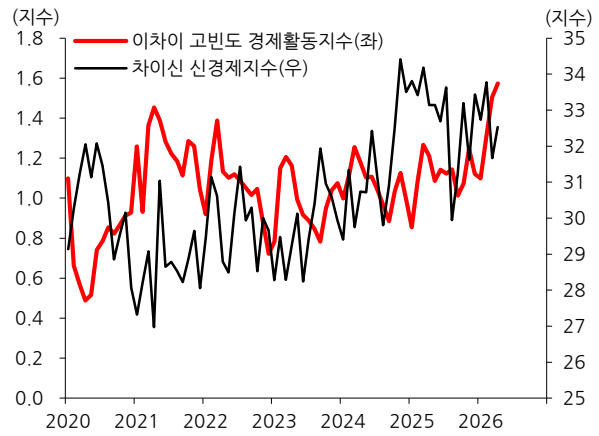
<p>위안화 환율 6.60~6.90위안</p>	<p>위안/달러 환율 밴드는 6.60~6.90위안 수준을 예상한다. 위안화는 올해 들어 달러당 7 위안 선을 하회하며 견조한 흐름이 유지됐다. 하반기에도 대내외 강세 재료가 유지되며 전반적인 강세 기조를 이어갈 가능성이 높다. 특히 중기적인 달러화 약세 압력과 경기 연착륙, 그리고 정책 기대감이 맞물리며 위안화 가치를 지지할 전망이다.</p>
<p>이어지는 위안화 강세 재료</p>	<p>하반기에도 위안화 강세를 지지하는 펀더멘털 및 수급 재료가 이어질 전망이다. 제조업 PMI와 함께 수출이 완만하게 개선되고 있다. 4월 무역수지가 848억 달러 흑자를 기록하는 등 흑자 폭이 점차 확대되고 있는 점도 긍정적이다[그림130~132]. 미-중 갈등에도 불구하고 중국 시장에 외국인 증권자금이 지속 유입되며 자본 순유입 기조가 이어지고 있는 점도 위안화 가치를 끌어올리는 동력으로 작용하고 있다[그림133].</p>
<p>외환당국은 하반기에도 강세 변동성 주시할 것</p>	<p>중국 인민은행은 하반기에도 위안화의 과도한 강세 변동성을 주시할 것으로 예상된다. 대외 여건 변화로 위안화 강세 흐름이 지속되고 있으나, 미국 중심의 글로벌 무역 장벽 리스크에 대응하기 위해 수출 경쟁력 유지와 환율 안정을 최우선 과제로 삼고 있다. 따라서 위안화가 펀더멘털을 벗어나 가파른 강세를 보일 경우, 고시환율 조정이나 역외 유동성 관리 등 당국의 직간접적인 시장 개입과 미세조정을 염두에 둬야 한다. 특히 환율이 2023년 이후 저점 수준인 6.7위안을 크게 하회한다면, 당국이 명확한 정책 신호를 통해 속도 조절에 나설 가능성이 높다.</p>

[그림129] 위안화강세 압력 지속



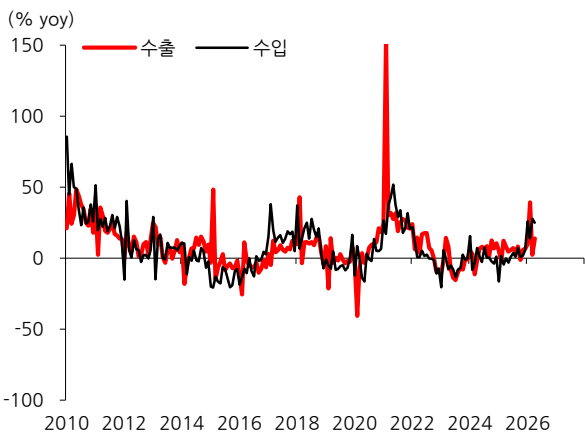
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 중국 실물경제 펀더멘털 양호



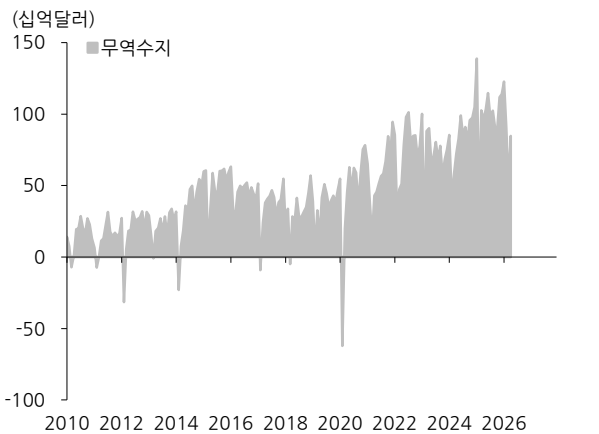
자료: Yicai Research Institute, Caixin Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 수출이 완만하게 개선되고 있고



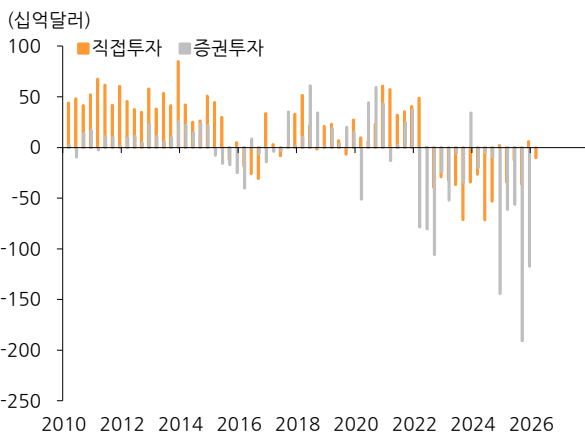
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림132] 무역수지 흑자 폭도 점차 확대



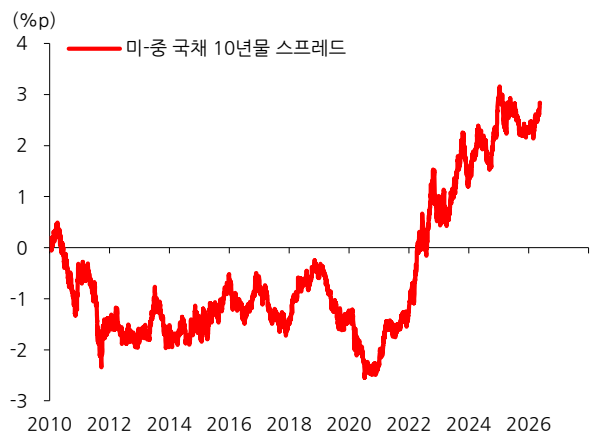
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 중국으로 자본 순유입



자료: State Administration of Foreign Exchange, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] 미-중 금리 스프레드 확대



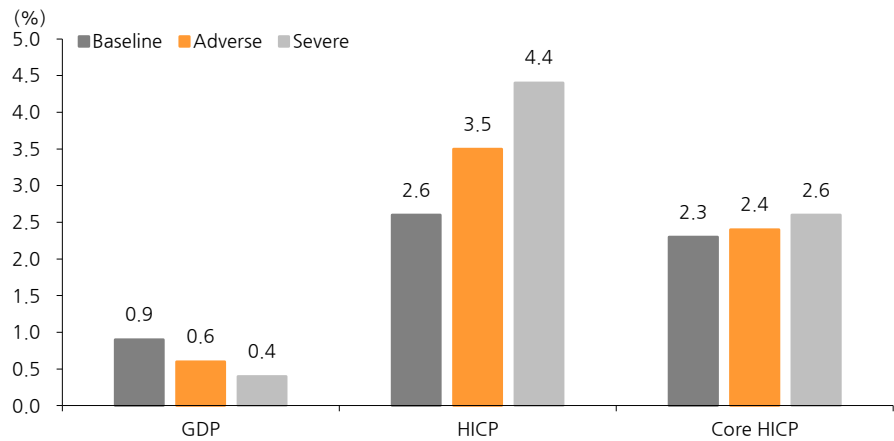
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

5. 유로존, 불운의 아이콘

(1) 전쟁 최대 피해자

- 전쟁 충격이 큰 유로존** 전쟁의 실질적인 충격이 가장 큰 지역이 유로존인 것 같다. 중동 에너지 의존도가 높은 데다, 운송용 연료 소비 비중이 커서 소비자물가 상승이 가파르다. 3~4월 Headline HICP는 전월대비 1% 넘게 상승했고, Core HICP 또한 각각 전월대비 0.8%, 0.9% 오르면서 물가 부담을 반영했다[그림136,137]. 한국, 일본 등 여타 주요국과 달리 물가 부담을 완화하기 위한 정책대응도 미약하다.
- 경기 하방 압력 우위** ECB도 성장률 전망은 하향 조정한 반면, 물가 전망은 상향 조정했다[그림135]. 에너지 공급 차질이 하반기까지 지속되는 시나리오 하에서 올해 성장률과 물가를 각각 0.5%, 4.0% 내외로 제시했다(adverse 및 severe case). 전쟁 충격으로 스태그플레이션에 직면할 가능성까지 열어둔 것이다. 물가 상승에 대응해 하반기 금리 인상을 단행할 가능성이 높다는 점도 성장에는 부담이다.
- 1% 성장 어려움** 따라서 당초 기대했던 1%대 성장은 현실적으로 어려워 보인다. 전쟁 이전 1.2%였던 올해 성장률 컨센서스(bloomberg)도 0.8%로 하락했다[그림139]. 최근에는 실물지표와 서베이 지표의 동반 부진이 나타나고 있다. 산업생산 3개월 연속 마이너스 성장, 소매판매 증가율 하락, 경제심리지수 하락 등은 경기 하방 리스크가 높아지고 있음을 시사한다 [그림140,141].

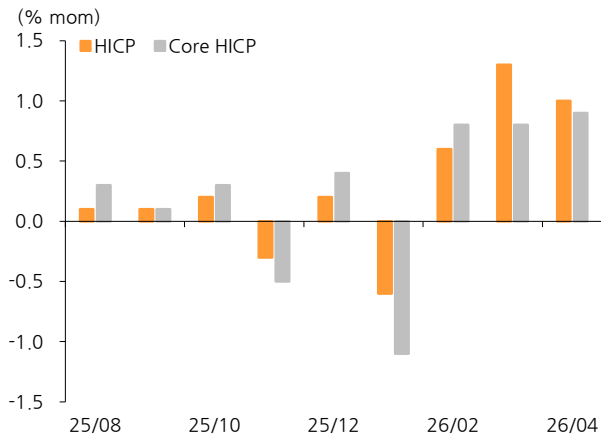
[그림135] ECB, 올해 성장 전망은 하향, 물가 전망은 상향 조정



주: 각각 에너지 공급 차질이 1) 2Q(유가 \$90), 2) 3Q(유가 \$119), 3) 4Q(유가 \$145)까지 지속되는 시나리오

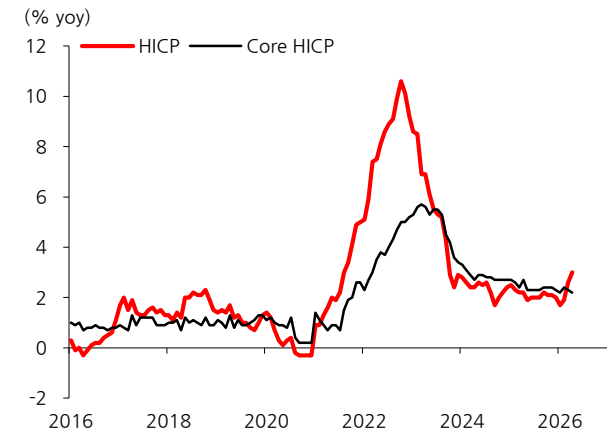
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림136] 유로존, 여타 주요국 대비 물가 상승 압력 강함



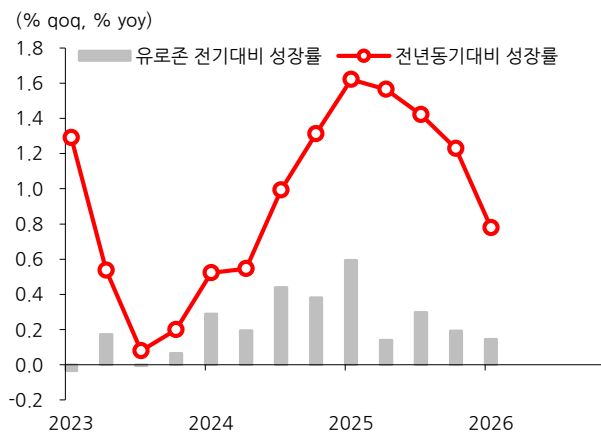
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 소비자물가 상승률 4% 근접 가능성



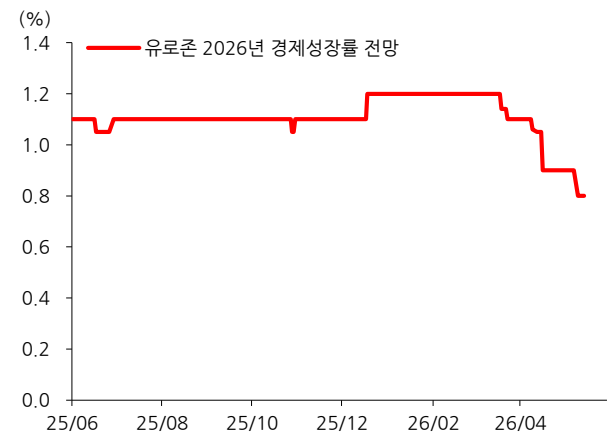
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 유로존 성장 둔화 지속



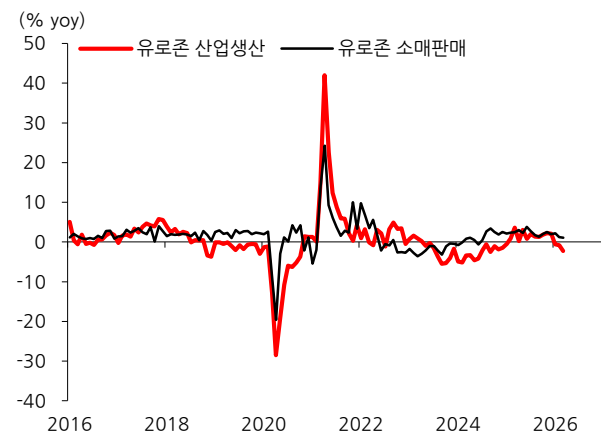
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 유로존 성장률 컨센서스 하향 조정



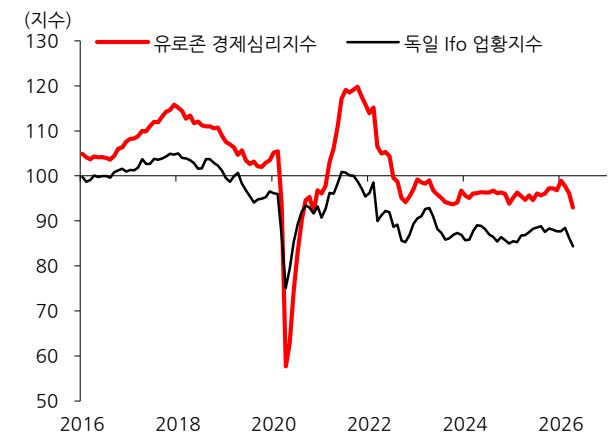
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림140] 대내외 수요 전반적으로 둔화



자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림141] 서베이지표도 부진



자료: European Commission, Ifo Institute, 한화투자증권 리서치센터

(2) 믿을 것은 독일뿐

독일의 확장재정 기대

유로존의 거의 유일한 상방 리스크는 독일 경기 반등이다. 독일은 유로존 GDP의 30% 정도를 차지한다. 지난해 0.2% 성장에 그쳤던 독일 회복 수준이 유로존 경기 흐름을 주도할 수 있다는 의미다. **독일 성장 전망의 핵심은 재정지출 확대다.** 올해 총예산(특별기금 포함)은 지난해 지출보다 935억 유로 늘어난 6,310억 유로다(17.4% 증가). 계획대로 지출이 증가하면, GDP 대비 재정적자 비율은 3.9%로 높아진다. 코로나와 금융위기와 비교할 만한 수준이다.

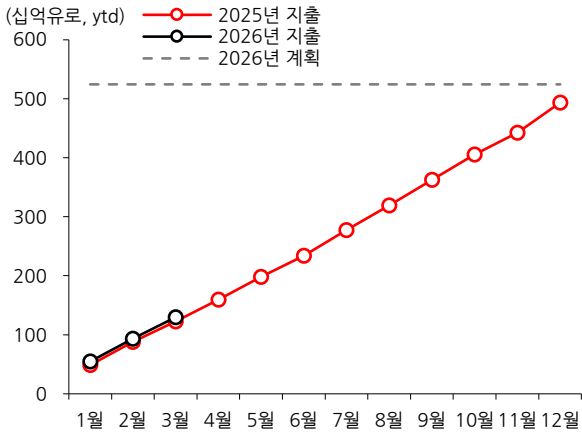
지출 확대의 기대와 우려

재정정책에 있어서는 기대와 우려가 공존한다. 1/4분기 예산 집행률이 양호하다는 점은 긍정적이지만, 지난해 지출이 목표를 하회했다는 점이 우려로 남아있다. 지난 분기 지출은 약 1,300억 유로로 전년동기대비 5.8% 늘었다(핵심예산 기준). 올해 예산(5,245억 유로) 대비 집행률은 24.8%로 지출이 순조롭게 진행되고 있다[그림142]. 다만, 작년에도 초기 예산 집행은 양호했으나 이후 집행률이 하락했기 때문에 향후 흐름을 지켜봐야 한다[그림143].

아직 민간 수요 회복 더딤

지출이 늘었지만, 아직 탄력적인 경기 회복 조짐을 확인하기는 어렵다. 2개 분기 연속 경제성장률은 0.5%에 머물러 있고, 제조업 PMI 또한 전쟁 여파로 주요국 대비 부진하다[그림144]. 실물지표를 보면, 산업생산, 소매판매, 수출 전반적으로 회복이 더디다. 재정자극을 제외하면, 민간 수요 반등은 녹록지 않다[그림146,147].

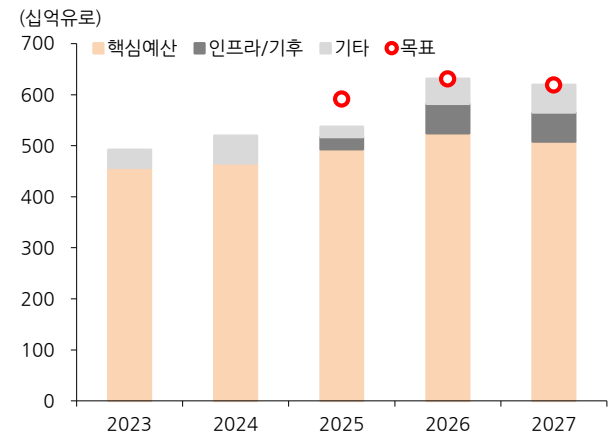
[그림142] 1/4 분기 독일 핵심예산 집행률 양호하지만



주: 핵심예산 기준

자료: Federal Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

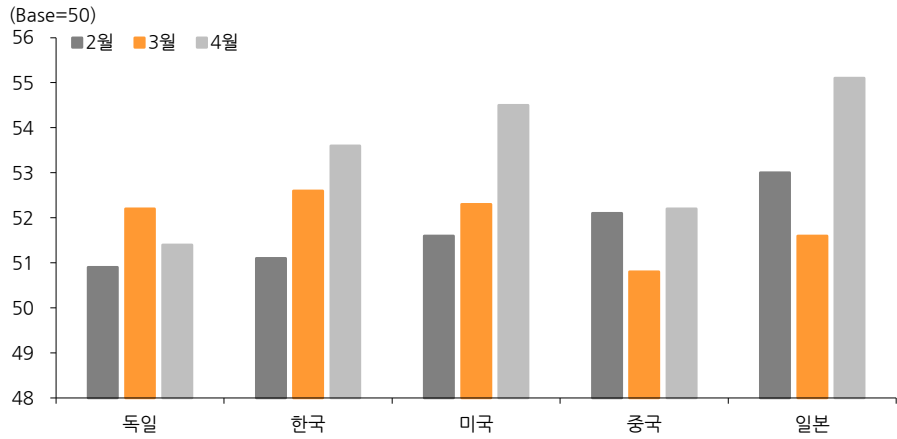
[그림143] 지난해 실제 지출이 목표를 하회한 바 있음



주: 2026~27년은 예상

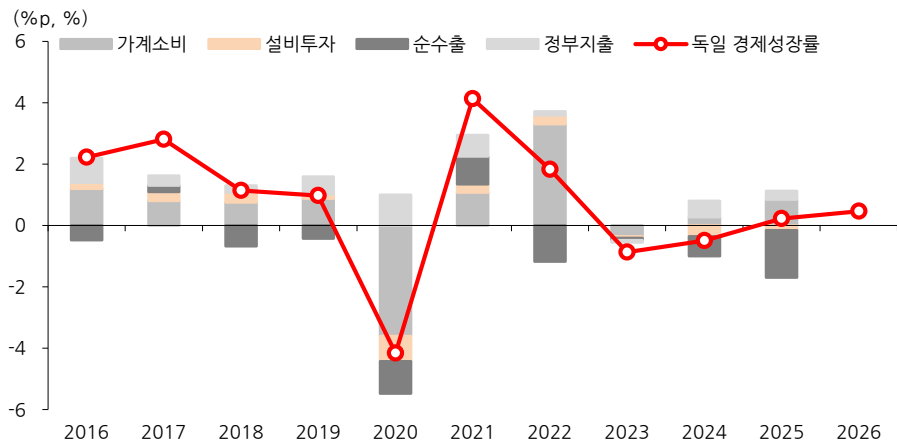
자료: Federal Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림144] 독일 제조업 경기 상대적으로 부진



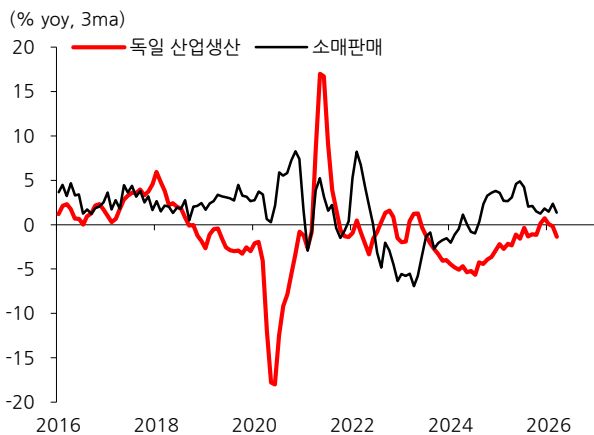
주: 제조업 PMI
 자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[그림145] 독일, 내수와 수출 전반적으로 약함



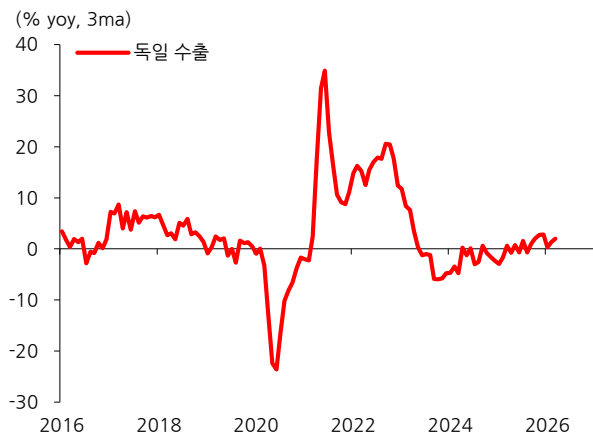
주: 2026년은 1/4분기 성장률
 자료: Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

[그림146] 올해 들어서도 더딘 실물경기 회복



자료: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

[그림147] 대외수요 반등도 녹록지 않음

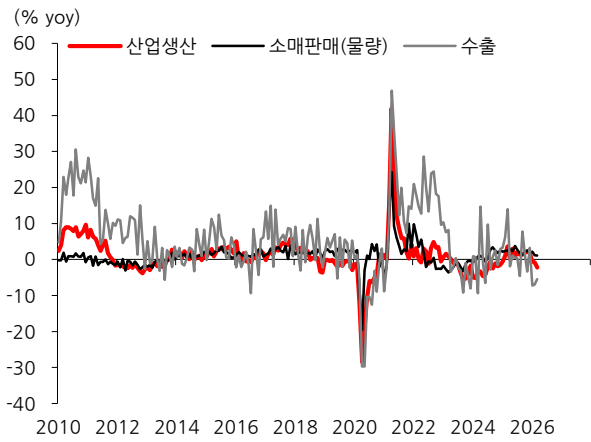


자료: Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

(3) 유로화, 통화정책 주도 강세

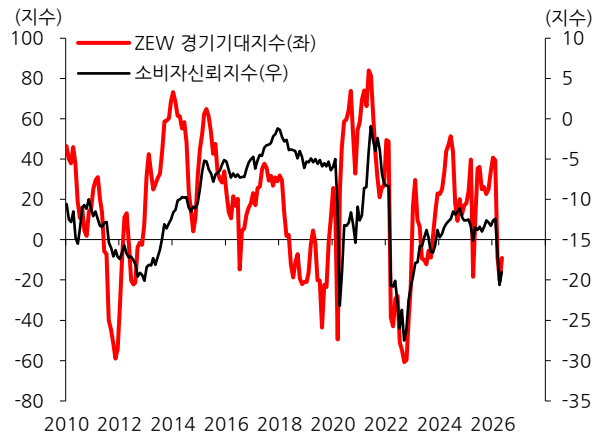
달러/유로 환율 1.16~1.21달러	달러/유로 환율 밴드는 1.16~1.21달러를 전망한다. 완만한 달러화 약세 기조 속에서 유럽중앙은행(ECB)의 정책금리 인상 선회를 반영해 유로화가 상대적인 강세를 보일 가능성이 높다. 다만, 유로존 경기가 탄력적으로 회복되기 쉽지 않아 유로화 강세 압력이 기대 이상으로 강하게 나타나지는 않을 것이다.
금리 인상이 강세 요인	하반기 유로화 강세를 견인하는 핵심 동력은 통화정책이다. 중동 전쟁 여파와 에너지 가격 변동성을 반영해 ECB가 물가 전망치를 상향 조정한 가운데, 양호한 가계 대출 수요와 견조한 노동시장이 뒷받침되면서 정책금리 인상 기대감이 유로화 가치를 지지할 전망이다. 물가 안정을 최우선으로 하는 ECB의 긴축 기조가 부각될 경우, 시장 내 추가 인상 기대가 더해지며 유로화 매수 심리가 확산될 수 있다. 아울러 독일 등을 중심으로 추진되는 대규모 인프라 투자와 확장적 재정정책 기조 역시 유로화 자산에 대한 수요를 확대시키는 긍정적 요인으로 작용할 수 있다.
더딘 경기 회복은 유로화 강세 제한	다만, 더딘 경기 회복과 대외 불확실성은 유로화 강세를 제한하는 요인이다. 실물지표 둔화에 따른 경기 불확실성이 확대되고 있으며, 전쟁 여파 우려로 경제 주체들의 심리지표 또한 악화되고 있다[그림 148, 149]. ECB도 물가 전망과는 대조적으로 올해 성장 전망을 하향 조정했다. 이에 시장 내 유로화 강세 베팅도 크게 약해진 상태다[그림 151, 153]. 결과적으로 미국과 유럽 간의 성장 격차가 좁혀지지 않을 가능성이 높기 때문에 유로화의 일방적인 강세를 기대하기는 어렵다.

[그림148] 유로존 실물지표 부담이 확대되고 있고



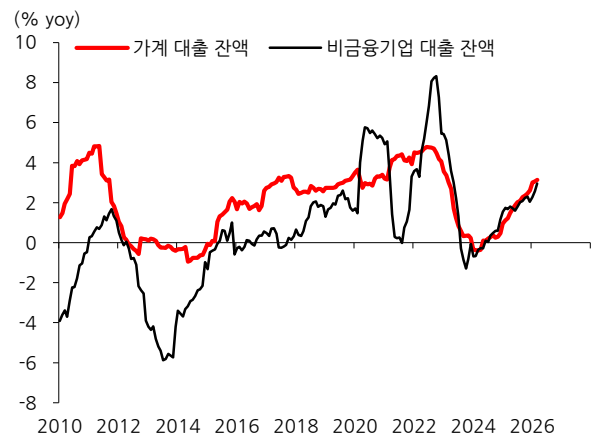
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림149] 전쟁 여파로 심리지표들도 악화



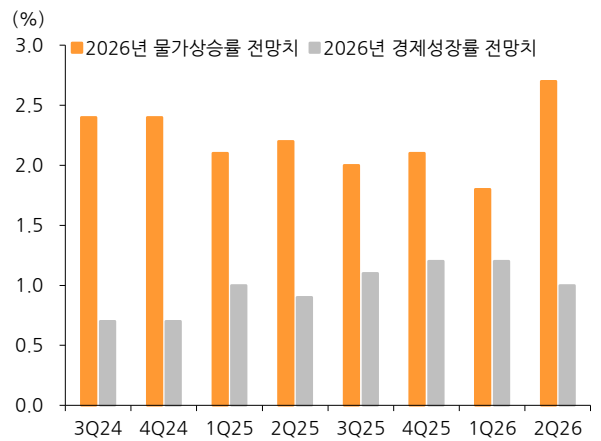
자료: Leibniz Centre for EER, European Commission, 한화투자증권 리서치센터

[그림150] 가계 대출 수요는 양호



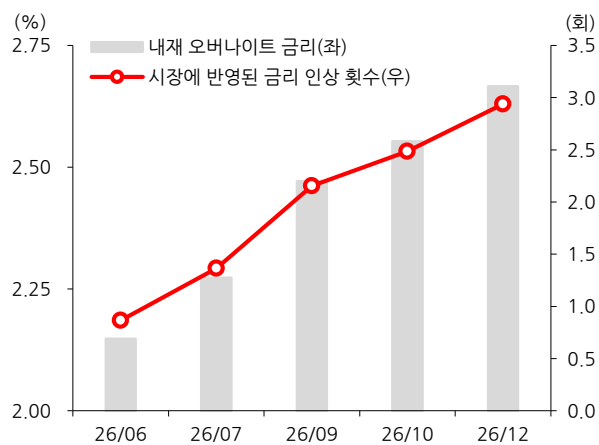
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림151] 물가 전망 상향 vs. 경기 전망 하향



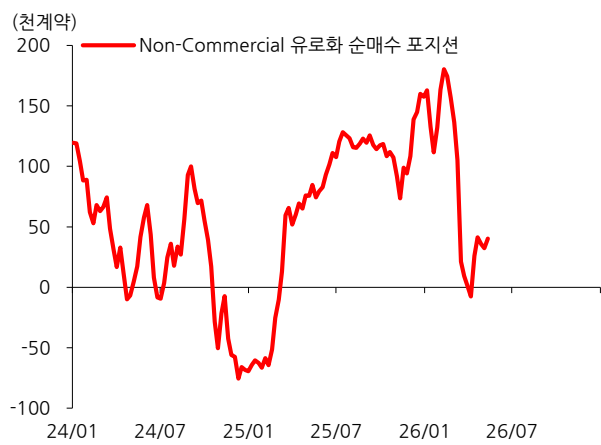
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림152] ECB 정책금리 인상 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림153] 유로화 강세 베팅 크게 악화



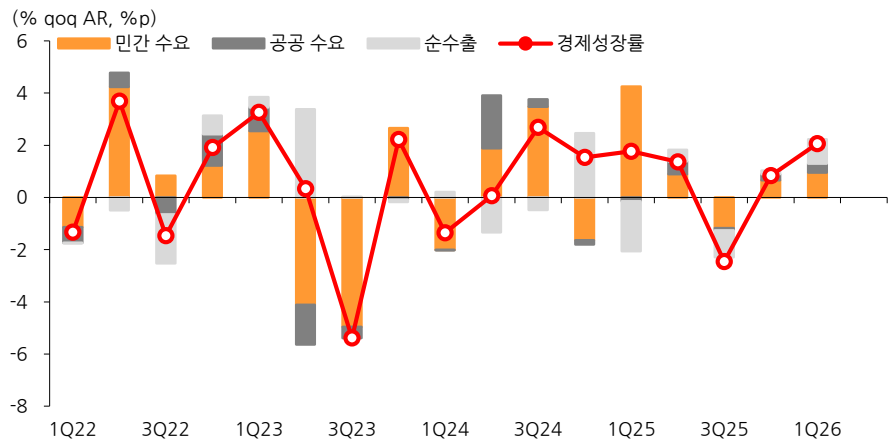
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

6. 일본, 다시 한번 제조업

(1) 상저하고

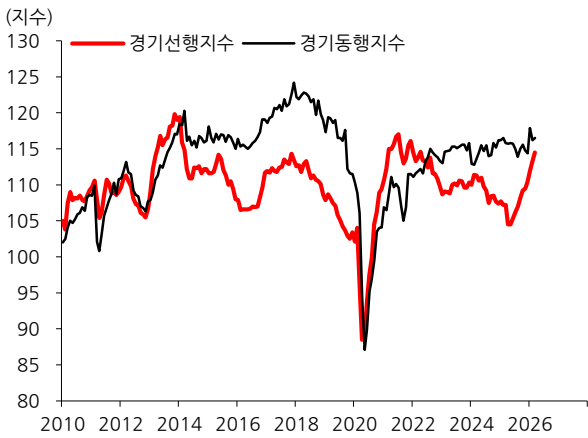
- 완만한 상저하고** 일본 경제는 완만한 상저하고를 예상한다. 중동 전쟁 여파가 반영되는 2/4분기 성장은 다소 약하겠지만, 하반기 제조업 업황이 개선되며 경기가 회복될 가능성이 높다. 반면, 내수는 고유가 충격이 이어지며 경기 상방을 제한할 전망이다.
- 제조업이 성장 주도** 하반기 성장은 제조업이 이끌 것이다. 중동 전쟁 국면에서도 대형 제조업체들의 업황 전망은 크게 악화되지 않았으며, 광공업생산과 수출 역시 증가 흐름을 유지하고 있다. 4월 공작기계 수주(+45.1%) 또한 2022년 1월 이후 전년동월대비 가장 큰 폭으로 늘며 양호한 수요를 시사했다[그림156~158]. 내각부에 따르면 이번 회계연도 소프트웨어 제외 제조업 설비투자도 2.5%가량 늘어날 전망이기 때문에 업황 부담은 보다 완화될 가능성이 높다.
- 내수 회복은 쉽지 않음** 하지만 내수 회복은 쉽지 않을 것으로 예상한다. 지난해 가계 실질 가처분소득이 전년 대비 0.4% 감소한 가운데, 중동 전쟁 이후 실질 소비지출 감소 폭이 커졌고 소비심리도 악화됐다[그림160]. 당분간 고유가 충격이 더해질 것으로 보인다. 전쟁이 끝나더라도 국제유가 안정이 쉽지 않다는 점을 감안하면 내수 개선에는 다소 시간이 필요할 것이다. 내각에서도 유가 대책을 내놓고 있으나, 정유업체에 부담을 전가하는 방식의 임시 방편이라는 평가가 많은 편이라 내수 충격 경감 효과는 크지 않아 보인다. 결국 제조업 중심의 성장 흐름이 예상되나, 더딘 내수 회복이 일부 성장 부담으로 작용할 전망이다.

[그림154] 제조업 중심의 성장 vs. 내수 부담



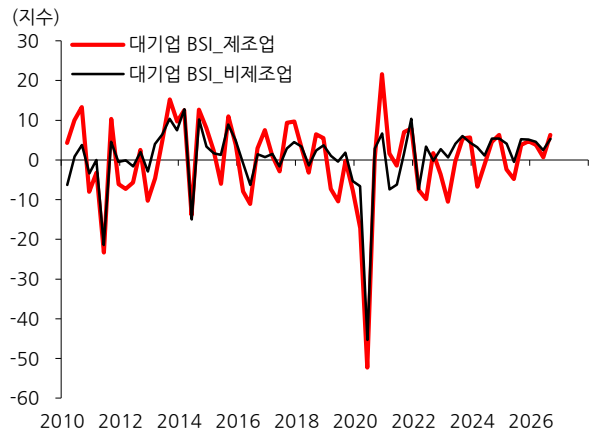
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림155] 일본 경기선행지수 반등



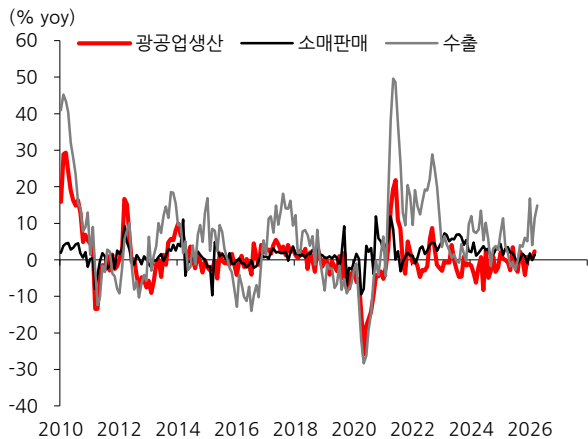
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림156] 대기업 업황 전망도 점진적으로 개선



자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림157] 양호한 생산과 수출 vs. 소매판매 둔화



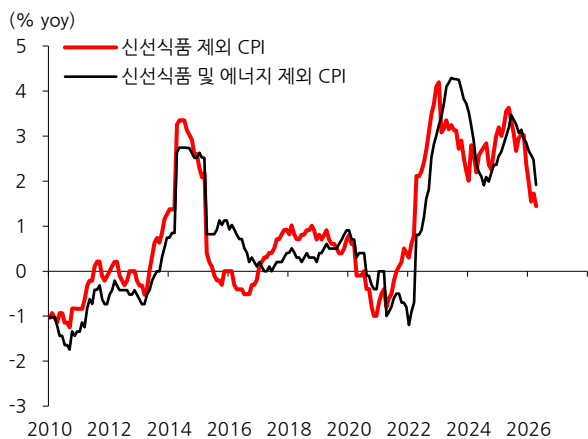
자료: METI, Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림158] 국내외 공작기계 수요 회복



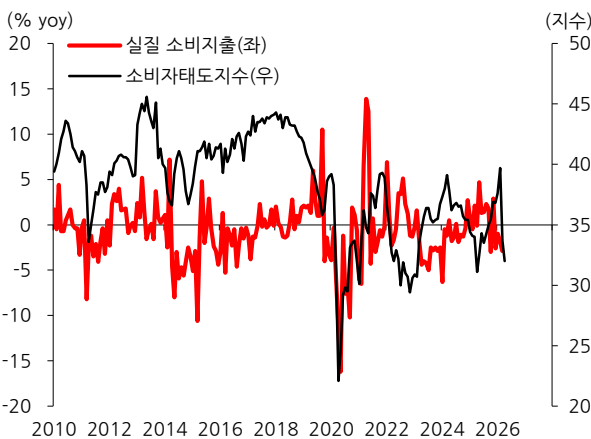
자료: Japan Machine Tool Builders' Association, 한화투자증권 리서치센터

[그림159] 전쟁 여파로 물가 부담이 재차 더해지며



자료: Statistical Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림160] 내수 회복 지연될 가능성

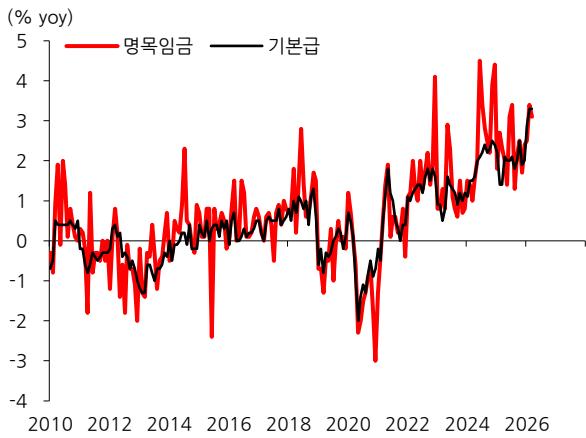


자료: Statistical Bureau, ESRI, 한화투자증권 리서치센터

(2) 엔화, 박스권 강세

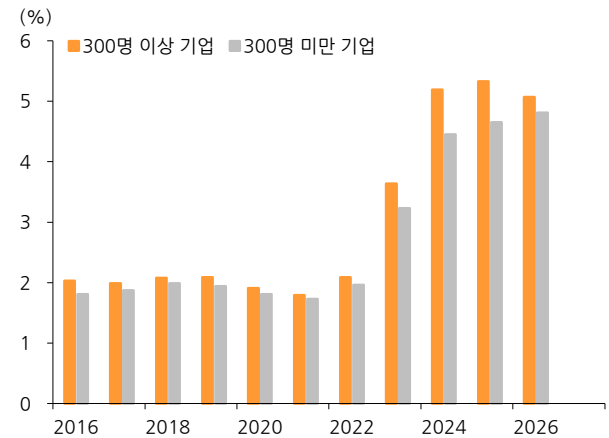
<p>엔/달러 환율 152~160엔</p>	<p>엔/달러 환율은 152~160엔 수준에서 완만하게 하락할 전망이다. 일본은행(BOJ)의 기준금리 인상 기조에 따른 미-일 금리 격차 축소가 엔화 강세 압력으로 작용할 가능성이 높다. 다만, 확장적 재정 정책과 내수 부진 관련 우려가 이어질 것으로 예상되기 때문에 엔화 강세 폭이 크게 확대되기는 어렵다.</p>
<p>통화정책이 거의 유일한 강세 재료</p>	<p>통화정책 정상화 기조가 엔화 강세를 이끌 전망이다. 일본은행은 최근 물가상승률 전망치를 상향 조정했고, 일부 심의위원들은 조기 금리 인상 의견을 제시했다. 명목임금이 오르고 있고, 중소기업을 중심으로 임금 여건이 개선되고 있다는 점 또한 금리 인상에 대한 부담을 완화시키고 있다[그림161,162]. 물가 불확실성이 확대됐지만 경기 둔화 우려가 강하지 않다면, 연내 기준금리를 최대 2회 인상할 것으로 예상된다. 만약 시장 내 엔화 약세 베팅이 강해진 상황에서 하반기에 연준이 예상보다 완화적인, 일본은행이 긴축적인 스탠스를 취할 경우, 엔 캐리 트레이드 청산이 나타날 가능성도 열어둬야 한다.</p>
<p>재정 불확실성과 내수 우려가 엔화 강세 제한</p>	<p>재정 불확실성과 내수 둔화 우려는 엔화의 추가 강세를 제한하는 요인이다. 다카이치 내각의 대규모 경제 부양책으로 향후 재정 부담이 급격히 악화되지는 않더라도, 추가경정예산 편성과 막대한 국채 발행에 대한 시장의 경계감은 여전하다[그림164]. 또한 고유가와 엔저에 따른 수입물가 상승이 내수 경제에 미치는 우려도 엔화 가치에 압박을 가하고 있다. 이러한 불안 요인들 때문에 시장의 엔화 약세 베팅이 지속되고 있다고 본다. 하반기에도 엔화가 일방적인 강세로 이어지기는 쉽지 않다.</p>

[그림161] 일본 명목임금이 오르고 있고



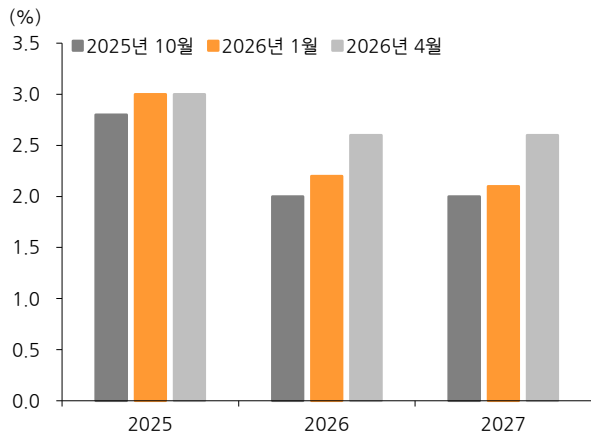
자료: Ministry of Health, Labour and Welfare, 한화투자증권 리서치센터

[그림162] 올해 임금도 중소기업 중심으로 개선 예상



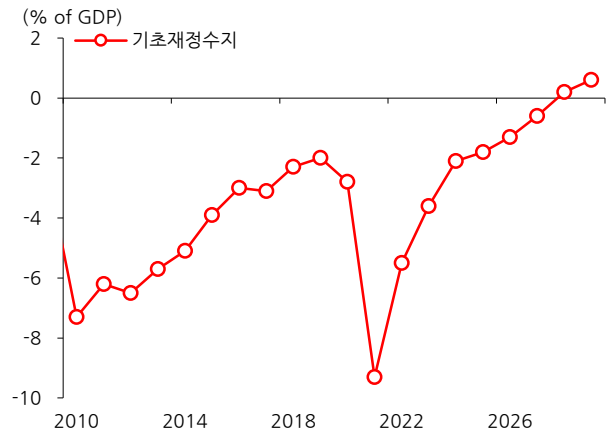
자료: Japanese Trade Union Confederation, 한화투자증권 리서치센터

[그림163] 근원 물가상승률 전망치 상향 조정



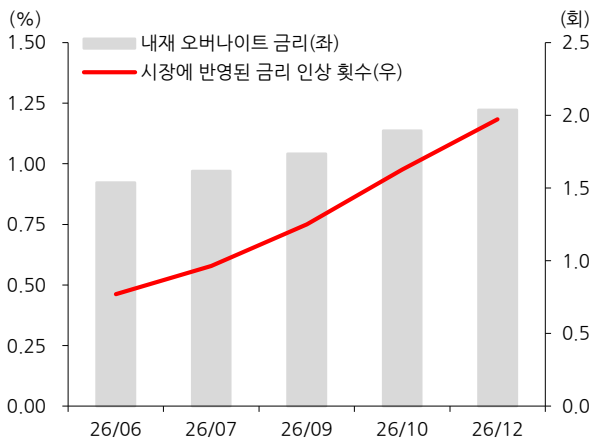
주: 회계연도 기준
자료: Bank of Japan, 한화투자증권 리서치센터

[그림164] 재정 부담이 더욱 강해지는 방향성은 아님



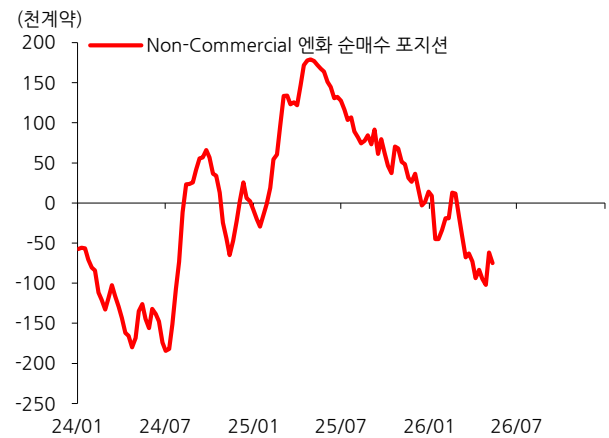
주: 회계연도 기준. 올해 1월 내각부 전망
자료: Cabinet Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림165] 연내 기준금리 최대 2 회 인상 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림166] 엔화 약세 베팅 확대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry

Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
