

# Even하지 않은 25년



DS투자증권 리서치센터 | 투자전략팀

양해정 투자전략

02.709.2651

hjang@ds-sec.co.kr

김준영 경제

02.709.2652

elvis.kim@ds-sec.co.kr

2024.10.30

# Executive Summary



## Part1 경제\_Even하게 성장하지 않는 글로벌 경제

- 미국은 실질 소득 개선 및 정부의 재정에 힘입어 내년에도 2%대 성장률이 예상된다. 코로나 이후 온쇼어링에 적극적으로 나서며 자국 내 첨단산업 생산 확대, 수출입 다각화에 따른 인플레이션 압력 약화, 자본과 기술 혁신을 바탕으로 한 생산성 개선 등은 미국 예외주의에 더욱 힘을 실어줄 것으로 보인다.
- 내년 한국 성장은 내수 주도로 진행될 것으로 보인다. 실질 소득 개선에 따른 소비 성장을 기대할 수 있다. 순수출과 건설 투자의 부진은 하방 리스크 요인이다. 부동산 및 가계 부채 증가로 인해 한국의 금리 인하 속도는 빠르지 않을 것으로 보인다. 이에 따라 내년 한국 경제는 상방보다 하방이 더 크다고 판단한다.
- 중국의 내수는 빠르게 회복하기 힘들다고 판단한다. 자산가격 인플레이션이 없다면 소비부양책도 일회성에 그칠 것으로 보인다. 더딘 내수 회복으로 중국의 디플레이션 수출은 내년에 지속될 것으로 보이며 이는 글로벌 전반의 재화 물가를 낮추는데 크게 기여할 것으로 보인다.

## Part2 전략\_격변하는 자산시장:인플레이션에 금리 인하가 더해진다

- 예상지수는 3,000pt를 제시한다. 12개월 예상 PBR 기준 1배 정도다. 경로는 비슷하나 금리 인하 효과가 더해지면서 더 높은 수준에서 움직일 것으로 예상된다.
- 인플레이션 효과로 높아진 명목가치에 금리 인하 효과가 자산가격에 반영되기 시작하고 있다. 금리에 민감한 부동산이 움직이고 성장가치를 보는 주식은 금리 인하로 성장이 확인되면 움직일 것으로 본다. 기저효과 영향이 사라지는 경기 사이클은 정상화되면서 금리 인하로 성장할 것이다. 성장가치가 반영될 때 주식은 확장성이 더 크다.
- 중앙은행의 힘이 확대되면서 유동성은 증가할 것으로 예상된다. 중앙은행은 인플레이션과 금융안정에 더해 성장까지 힘을 싣고 있다. 원하는 성장이 부족한 중국도 유동성에 보탬이 될 것이다.
- 금리에 민감한 업종인 헬스케어/바이오 업종, 경기 사이클이 정상화되면서 성장이 확인될 IT, 산업재 등도 유망하다. 투자 사이클에서 인프라 관련 업종도 유망하다.

# Con- tents

## [경제] Even하게 성장하지 않는 글로벌 경제 04

### Even하게 성장하지 않는 글로벌 경제 05

코로나 이전으로 돌아가는 중  
Even하지 않았던 경제 지표  
AI 주도의 제조업 강화  
코로나 이전의 물가로 돌아가는 중  
이전자출과 임금의 조합  
중국, 디플레 탈출이 관건  
한국, 하방 리스크를 잘 피해야

### 좋은 경제 지표에도 인하는 계속될 것 45

경제 지표가 강해도 금리 인하 기조에는 초록불  
지속하기 힘든 QT

## [전략] 격변하는 자산시장: 인플레이션에 금리 인하가 더해진다 51

### 인플레이션에 더해지는 금리 인하 52

익숙한 패턴의 시장 경로  
금리 인하시기 부동산과 주식  
경기 사이클의 정상화  
리스크 요인 : 미국의 선거

### 확대된 중앙은행 역할 64

성장에 힘을 싣는 중앙은행  
중국도 움직인다

### 대응전략: 금리 인하와 경기 회복의 조합 69

이익은 우상향  
매수영역의 삼성전자  
유동성 확대와 경기 회복의 조합

# 경제

## Even하게 성장하지 않는 글로벌 경제



김준영 경제

02.709.2652

elvis.kim@ds-sec.co.kr

2024.10.30

## Even하게 성장하지 않는 글로벌 경제

### 코로나 이전으로 돌아가는 중

#### 차별화되는 성장 모멘텀

물가보다는 성장, 앞으로는  
각기 다른 경로를 보일 것

인플레이션으로 고생하던 글로벌 경제는 이제 성장에 힘을 쓸 차례다. 다수 국가들은 금리 인하에 적극적으로 나서며 경기 부양에 힘을 쓰고 있다. 내년은 물가 상방 리스크 여부를 살피며 금리 인하에 적극적으로 나서는 시기가 될 것으로 보인다. 그러나 모두가 행복한 세미-골디락스를 즐길 수는 없을 것으로 보인다. 코로나 이후 대부분의 국가는 높은 성장률과 높은 물가 상승률을 공유했다. 이제는 국가마다 경로가 달라질 것으로 보인다.

연준의 인하는 신흥국 부담  
을 줄여줌

연준의 금리 인하는 신흥국의 금리 인하 부담을 줄여주면서 성장을 도모할 수 있는 환경을 만들어주고 있다. 연준의 금리 인하 시점에 맞춰 금리 인하를 단행한 동남아의 태국과 인도네시아는 인플레이션도 잡고 내수도 강화하고 있다. 이 두 국가는 금리 인하 시점이 늦었던 만큼 통화 가치도 잘 방어하고 있다. 브라질의 경우 선제적 금리 인하를 단행했으나 성장이 강해 인플레이션 재발 우려로 금리를 다시 올리기도 했다.

유럽과 캐나다의 물가는  
빠르게 식는 중

유럽과 캐나다에서는 빠르게 물가가 잡히고 있다. 너무 뜨겁지 않은 수요가 오히려 인플레이션을 빠르게 정상화시켰다. 주요국 중 미국만큼 소비를 잘하고 있는 나라도 없다. ECB는 24년 10월 인하 가능성을 사실상 배제한 것과 다름없었다. 하지만 물가 하락세가 거침 없자 예상과 다르게 인하를 단행했다. 물가 상승률이 1.7%를 기록했고 최근 3개월간 물가 상승률은 0%에 가까웠다. 2011년 이후 첫 연속 인하였다. ECB와 캐나다의 물가가 빠르게 안정되고 있는데 코로나 이후 물가의 균형이 얼마나 높아졌는지를 이 지역들의 물가 경로와 사례를 보면서 가늠할 수 있을 것으로 보인다.

AI 혁신을 기반으로 한  
미국의 생산성 개선은  
지속될 것

미국의 양호한 성장은 계속될 것으로 보이며 유럽의 저성장 탈출은 당장 불가피해 보인다. 중국은 디플레이 탈출 여부에 따라 성장 전망 경로가 크게 바뀔 것으로 보인다. 한국은 내수 반등 강도에 따라 성장률이 결정될 것으로 보이는데 실질임금 상승에 따른 내수 회복을 기대해볼 만하나 건설 투자와 수출의 둔화가 발목을 잡을 것으로 보인다.

**다만 유럽의 저성장 기조는 지속될 것** 유럽의 탄력적 회복은 힘들 것으로 보인다. 내년 상반기보다 하반기 들어가면서 임금 상승률이 뒷받침되지 않는다면 올해 하반기부터 회복되던 소비의 성장세가 주춤할 가능성이 커 보인다. 다만 미적지근한 수요에서 비롯된 낮은 물가는 ECB의 금리 인하 여력을 키우고 있다. 완화적 통화정책으로 경기 둔화에 대응할 것으로 보인다.

**한국은 내수 중심 성장** 한국은 내수에 의존한 성장이 예상된다. 물가 안정, 임금 개선, 내구재 소비 사이클 도래 등으로 소비 주도 성장을 할 것으로 보인다. 하지만 동시에 금리 인하에 적극적으로 나서기 힘든 위치에 있어 하방 리스크가 상존한다. 가계 부채 증가세가 큰 부담으로 작용하고 있다. 게다가 수출 및 건설 투자 둔화는 성장률을 낮추는 요인으로 작용할 것이다.

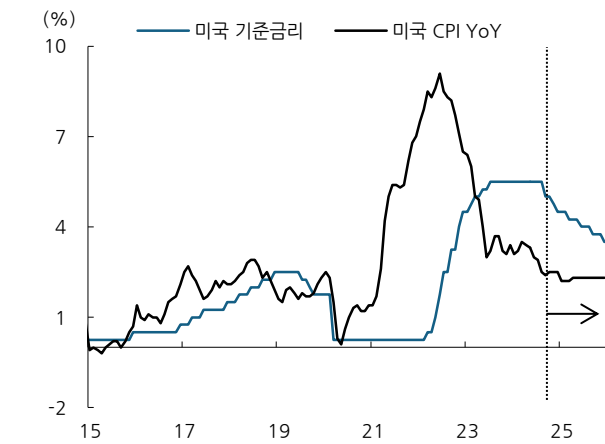
**디플레이 탈출이 시급한 중국** 중국은 디플레이 탈출이 핵심 관건이다. 부동산 경기가 빠르게 반등하기는 힘든 상황으로 보인다. 중국의 단기 모멘텀은 크지 않다고 판단한다. 재정정책으로 내수 회복이 일회성 이벤트로 끝나지 않으려면 적절한 인플레이션을 유발해야 한다. 낮은 금리에도 대출 수요가 낮은 배경은 자산가격의 하락에 있다. 소비뿐만 아니라 자산가격 반등이 향후 경제 성장에 있어 중요하다.

표1 국내외 경제 전망표

		2024 년					2025 년				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
경제성장률 (% YoY)	한국	3.3	2.3	1.5	2.1	2.3	1.4	1.9	2.3	2.2	1.9
	미국	2.9	3.0	2.7	2.4	2.7	2.5	2.3	2.0	2.1	2.2
	중국	5.3	4.7	4.6	4.9	4.9	4.2	4.7	4.6	4.5	4.5
	EU	0.5	0.6	0.8	1.0	0.7	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1
환율 (평균)	원/달러	1,329	1,371	1,354	1,350	1,351	1,320	1,300	1,300	1,290	1,302
	달러/유로	1.09	1.08	1.10	1.10	1.09	1.11	1.12	1.13	1.13	1.13
	위안/달러	7.19	7.24	7.16	7.08	7.16	7.10	7.08	7.03	7.00	7.05
	엔/달러	149	156	149	149	151	141	140	137	135	135
기준금리 (기말)	한국	3.5	3.5	3.5	3.3	3.3	3.0	2.8	2.5	2.5	2.5
	미국	5.5	5.5	5.0	4.5	4.5	4.3	4.0	3.8	3.5	3.5

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

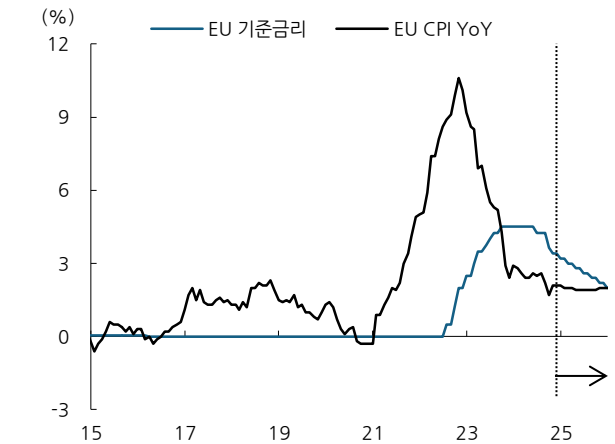
그림1 미국 CPI &amp; Fed 기준금리 경로



자료: Bloomberg, BLS, FRB, DS투자증권 리서치센터

주: 물가 경로는 Bloomberg 컨센서스

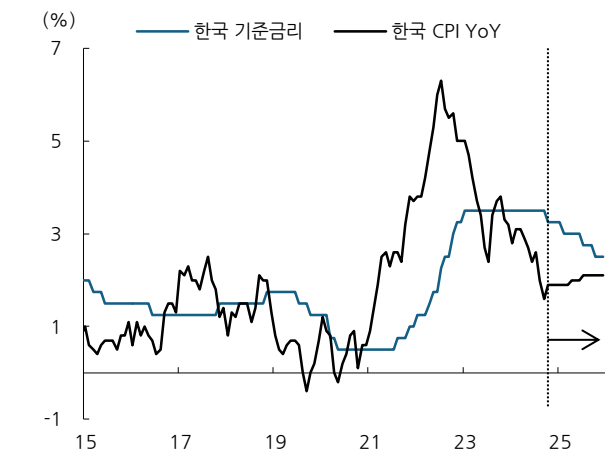
그림2 EU CPI &amp; ECB 기준금리 경로



자료: Bloomberg, Eurostat, ECB, DS투자증권 리서치센터

주: 물가 경로는 Bloomberg 컨센서스

그림3 한국 CPI &amp; 한국은행 기준금리 경로



자료: Bloomberg, 통계청, 한국은행, DS투자증권 리서치센터

주: 물가 경로는 Bloomberg 컨센서스

그림4 캐나다 CPI 및 기준금리 경로



자료: Bloomberg, STCA, 캐나다은행, DS투자증권 리서치센터

그림5 신흥국 물가는 이미 낮았음에도



자료: 태국상무부, 태국은행, DS투자증권 리서치센터

그림6 연준의 인하 이후 본격적 인하 시작



자료: BPS, 인도네시아은행, DS투자증권 리서치센터



## 재정은 적당히, 이제 통화정책이 더욱 중요

### 재정의 부작용, 이자비용을 줄여야 함

어떤 국가가 되었던 절대적인 재정정책 강도를 줄이기는 힘들다. 하지만 명목 성장률보다는 재정 부채 증가율을 낮은 수준으로 유지해야 한다. 재정 부채에는 정부가 조달한 자금과 향후 꼬리표처럼 따라올 이자비용이 포함되어 계산된다. 이자 비용이 늘어날수록 재정의 효율은 떨어진다. 결국 2010년대의 금융억압과 유사한 환경이 필요하다. 이를 위해선 이자비용을 줄여야 한다. 명목 성장률보다 낮은 이자비용, 즉 채권 금리가 필요하다.

### 재정 정책에 대한 절대적인 규모는 줄여들기 힘들

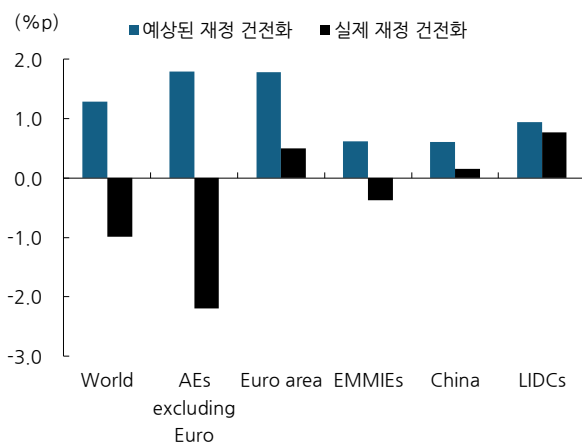
선진국의 재정에 대한 의존도는 계속될 것이다. 미국도 마찬가지다. 유럽 국가와 유사한 모습으로 바뀌어가고 있다. 미국 정부지출 중 이전지출 등 복지정책 성격의 지출인 의무지출 비중이 점점 많아지고 있다. 그렇다고 재정에 의존한 성장의 명목 GDP 부양을 기대하기는 힘들다. 코로나 이전의 성장률로 돌아가는 과정에 있다.

### 금리 인하를 통한 금융억압으로 부채를 줄여야 함

금융억압은 적절한 인플레이션과 인플레이션보다 낮은 금리에서 온다. 핵심은 금리다. 물가를 자극하지 않는 한 최대한 빠르게 금리를 내리는 것이 경기 부양적 효과를 차치하고 국가 재정을 위해서도 좋다. 선진국 재정수지는 흑자로 돌아설 것으로 보인다. 신흥국의 경우 높은 물가와 금리 속에 재정정책을 크게 활용하지 못했다. 오히려 소폭 낮아진 달러 가치와 금리 속에서 재정 활용 여력은 더 클 것으로 전망되고 있다.

재정 확장 여력을 확보한다는 점에서도 의의가 있다. 더 쓸 수 있는 카드를 남겨놓아야 한다. 반면 통화정책은 아직 물가를 감안하면 여유가 있다. 지금 금리 인하는 완화적인 영역으로의 이동이라기보다 중립으로 돌아가는 경로에 있다고 해석하는 것이 합리적이다.

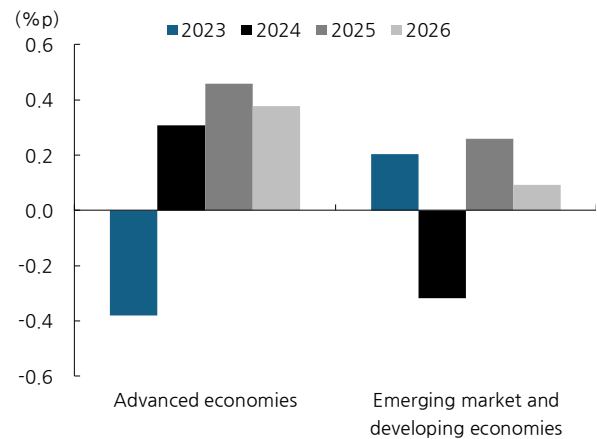
그림7 막상 재정 긴축의 고킴을 느꼈던 선진국



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

주: 24년 기초재정수지 - 22년 기초재정수지

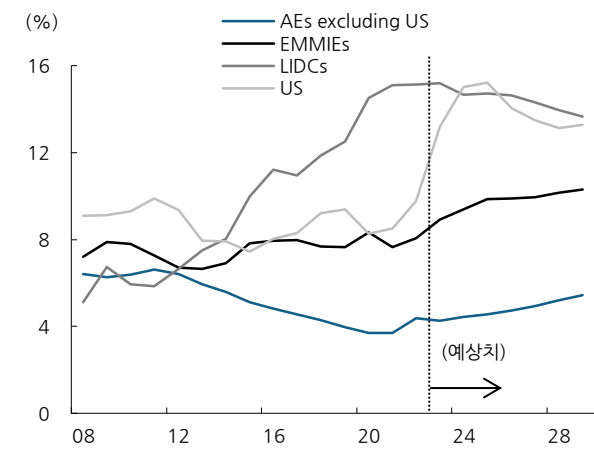
그림8 향후 재정 수지는 흑자 기록할 것을 전망



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

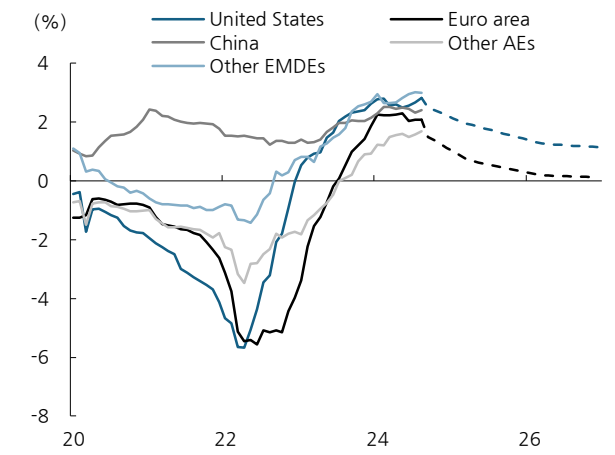


그림9 정부 수입 대비 이자지출의 비중



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

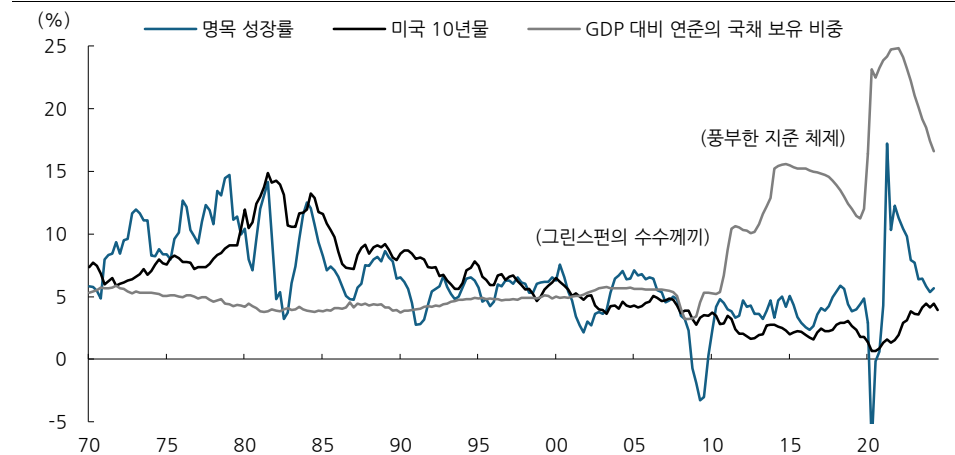
그림10 실질 기준금리 추이



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

주: 점선은 IMF 전망치

그림11 금융억압은 금리가 명목성장보다 낮을 때



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## Even하지 않았던 경제 지표

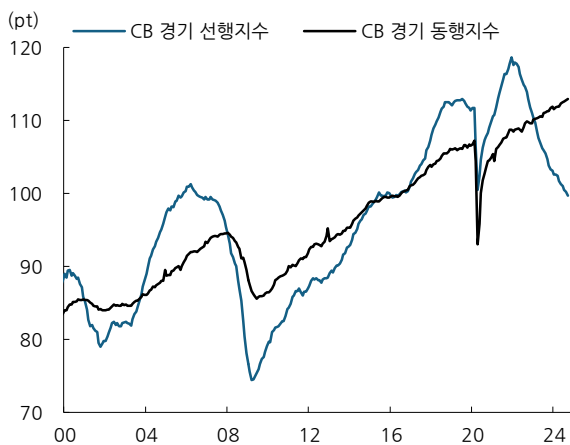
### 유난히 엇갈리는 데이터들

#### 좋은 것과 나쁜 것의 공존

이번 경제 사이클(코로나 이후 금리 인상부터 인하까지)에서 위험 시그널을 주는 데이터와 양호한 성장을 보이는 데이터, 좋았다 망가졌던 심리 데이터 등 각기 다른 방향을 가리키는 혼란스러운 국면이었다. 장단기 역전, PMI 둔화, 고용, 연체율 등은 부정적인 알람을 울렸지만 소매판매나 개인소비지출, 크레딧 스프레드와 같은 데이터는 경기 침체라는 단어가 무색하게 만들었다.

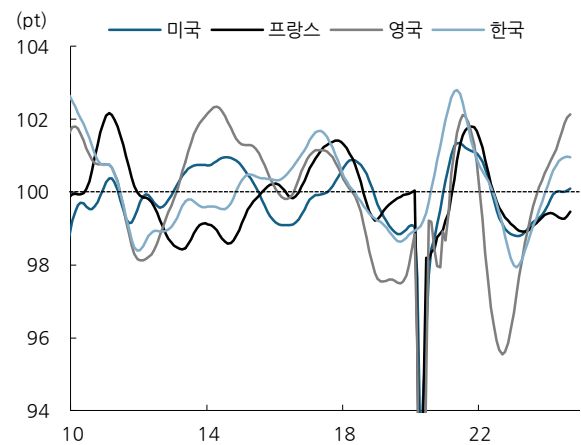
컨퍼런스 보드 경기 선행지수의 둔화는 연준의 금리 인상이 시작된 이후 지속되었다. 이례적으로 동행지수와는 전혀 다른 방향을 가리키고 있다. 반면 OECD 선행지표는 23년부터 반등하여 상승 추이를 유지하고 있다. 매크로 데이터들이 투자자들을 헛갈리게 하는 상황이 지속되고 있다.

그림12 CB 경기 선행지표 & 동행지표



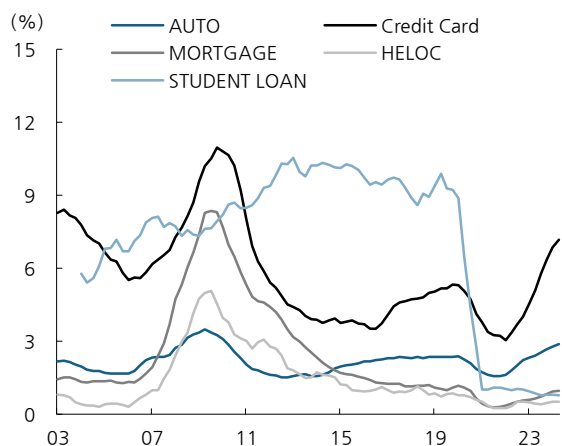
자료: Conference Board, DS투자증권 리서치센터

그림13 반등하는 주요국 OECD 선행지표



자료: OECD, DS투자증권 리서치센터

그림14 신용카드 90일 이상 연체전환비율은 금융위기 이후 최대



자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

그림15 코로나 이전보다 낮은 파산 건수



자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

## 장단기 역전, 더 많이 올려야 했기에 오작동했던 침체 시그널

장단기 역전과 해소는 침체 시그널인가?

장기 금리와 단기 금리의 역전은 일반적으로 침체 시그널로 해석되는 경향이 있다. 22년 4월 장단기 금리는 역전되었고 시장에서 일제히 역사적 통계를 바탕으로 평균적으로 침체가 오기까지 걸리는 시간을 계산했다. 장단기 역전의 기간이 너무 길었던 나머지 이번엔 역전이 해소되고 난 이후 침체 가능성을 우려하고 있다.

기준금리 인상이 간축적인 파급효과를 주는데 표면적인 효과가 크지 않았다. 소비와 고용시장은 큰 부침을 겪지 않고 물가는 7부 능선을 넘어 잡혀가고 있다. 80년대 이후 처음으로 9%에 육박하는 물가 상승률을 경험했다. 치솟는 물가만큼 기준금리를 빠르게 올려야 했다. 기준금리를 빠르게 일시적으로 높였다가 내리는 행위는 자연스레 장단기 역전을 불러일으킨다. 침체와 무관하다. 물가를 잡기 위해 빠르게 올렸다가 빠르게 내리는 과정에서 발생하는 부산물이다.

높은 실질 기준금리 유지는 장단기 역전 기간을 늘림

비록 물가가 빠르게 높은 수준을 기록하고 난 뒤 안정되었더라도 2차, 3차 인플레이션을 걱정하며 적절히 높은 수준의 실질 기준금리의 필요성은 공감할 수 있다. 이 부분은 장단기 역전이 오랜 기간 지속되었던 배경을 설명한다. 이토록 오랜 기간 단기 금리가 높은 수준에 붙잡혀 있었던 이유이다.

코로나발 물가는 빠르게 잡혔고 이는 장단기 역전 해소로 이어짐

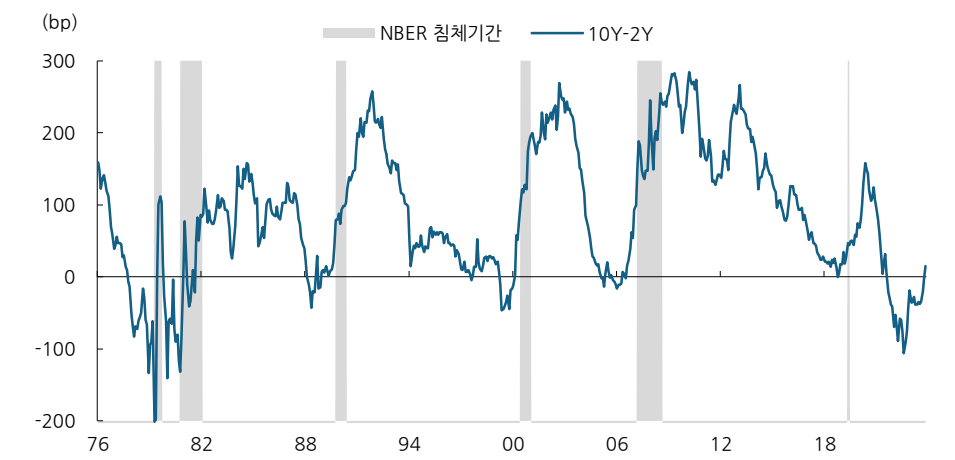
코로나 위기의 성격으로 물가가 빠르게 잡히고 있다. 물가가 빠르게 잡히는 만큼 금리 인하가 빠르게 본격적으로 시작되었다. 돌이켜보면 시장의 장단기 역전은 일시적 인플레이션과 인플레이션 고착화를 막기 위한 빠른 금리 인상을 반영한 것이다. 물가를 빠르게 잡을 수 있고 간축 강도를 줄여나가는 과정에서 침체가 없다면 장단기 역전 및 해소는 침체와 무관할 수 있다. 이러한 시그널을 보고 침체를 걱정하기보다 실물 경제 데이터를 종합적으로 해석하는 것이 더욱 중요하다고 판단된다. 코로나발 인플레이션의 특성을 고려해야 한다.

기준금리 이외 연준의 자산 매입분을 고려해야

게다가 연준의 비전통적 통화정책의 잔재(늘어난 연준의 총자산)는 여전히 남아있다. 이를 감안해서 기준금리를 바라보아야 할 것이다. 하루아침에 매입했던 채권을 줄이기 힘들다면 똑같은 수준의 간축 강도를 위해서는 연준의 총자산 규모만큼 더 높은 기준금리를 요할 것이다.

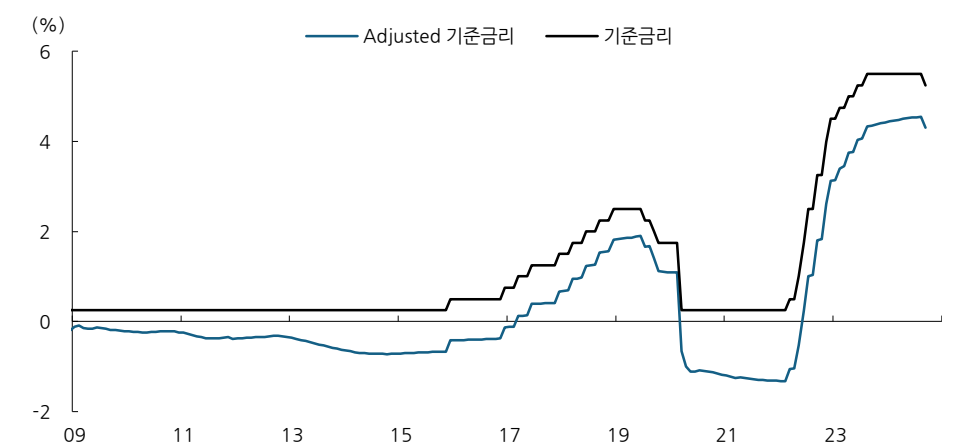
25년 경기 침체 가능성이 낮게 예상되는 가운데 장단기 역전 해소가 항상 침체를 불러일으키진 않는 것으로 보인다.

그림16 장단기 역전은 침체를 시사?



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림17 상대적으로 더 많이 올려야 하는 기준금리, 여기서 비로써 장단기 역전 심화



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 크레딧 시장, 하이일드 스프레드 축소의 배경

하이일드 스프레드는 꾸준히 좁혀져 왔음

경기가 더도 없이 좋을 것처럼 보이는 지표 중 하나는 하이일드 스프레드다. 하이일드 스프레드는 이미 역사적 저점에 근접해있다. 스프레드가 300bp 이내로 좁혀진 적은 드문 케이스다. 2007년 금융위기 직전 이후 가장 낮은 수준이다. 경기에 대한 불확실성은 어느 때보다 컸음에도 스프레드가 크게 벌어지지 않고 좁혀지기만 했다.

경제 팽창 속도를 따라가지 못한 회사채 시장

절대적으로 높은 이자 수입을 위한 갈망이 스프레드를 강하게 눌렀다고 볼 수 있다. 어떤 이유에서든 회사채 수요가 많았다. 늘어난 유동성과 크레딧 시장을 감안하면 수요가 더 빠르게 늘어났다. 경기를 반영하는 것이 당연하지만 돌이켜보면 경기 상황보다 거시적인 수급이 방향을 좌우할 때가 많다.

초과저축이 미국 장기금리를 높였던 경험

유사한 사례는 그린스펀의 수수께끼로 일컫는 2004~06년 채권 강세장이다. 제시되는 핵심 근거는 글로벌 저축 과잉으로 지적된다. 기준금리를 350bp 이상 인상하는데도 장기물 금리는 크게 오르지 않았던 경험에 있다. 경제 규모가 커진 만큼 크레딧 시장이 커지지 못하면서 공급 부족의 결과가 전반적인 스프레드를 높였던 것으로 해석할 수 있다.

이번 사이클에서 하이일드 스프레드는 경기 펀더멘탈을 제대로 보여주는 데이터가 아니었다.

그림18 GDP 대비 미국 전체 채권 및 대출의 규모는 오히려 줄어들



자료: Ice Data Indices, DS투자증권 리서치센터

그림19 GDP 대비 미국 전체 채권 및 대출의 규모는 오히려 줄어들

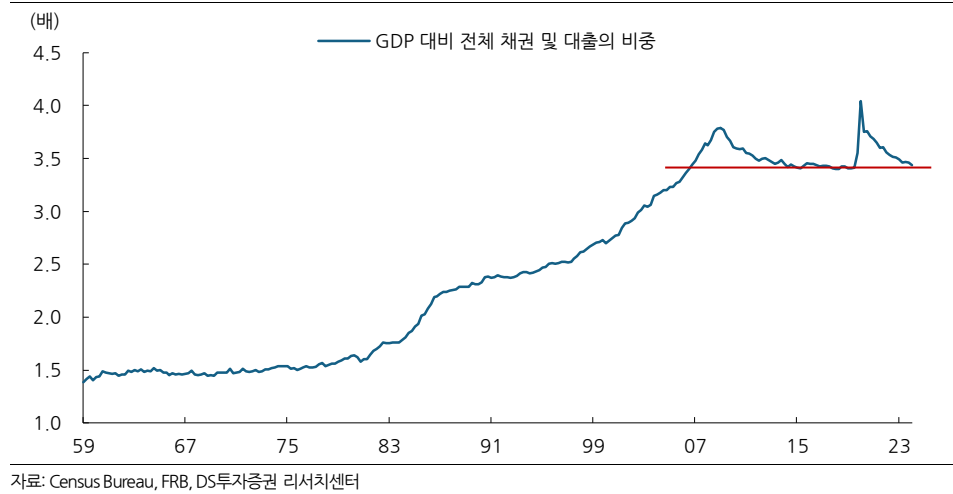


그림20 채권(Fixed income) 시장 추이

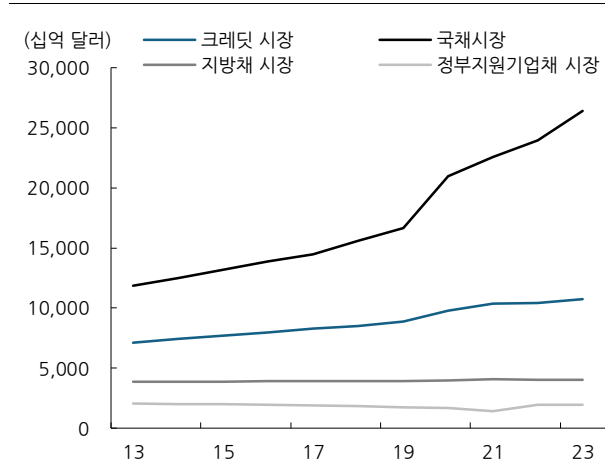


그림21 GDP 대비 크레딧 시장의 규모는 줄어들었음

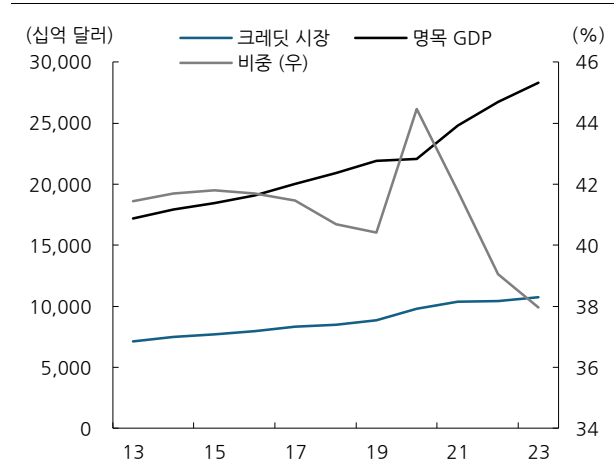


그림22 그린스펀의 수수께끼 (2004~06년)

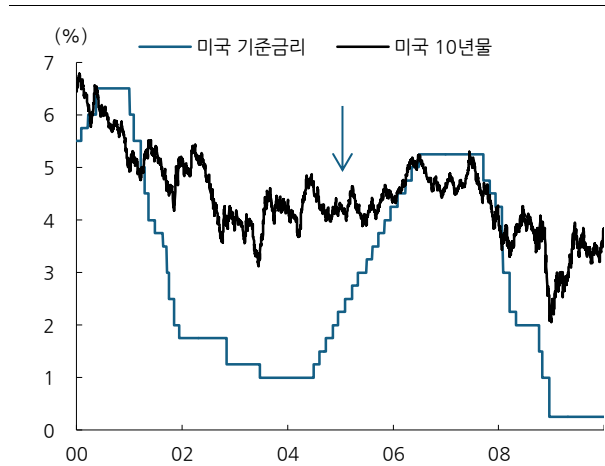
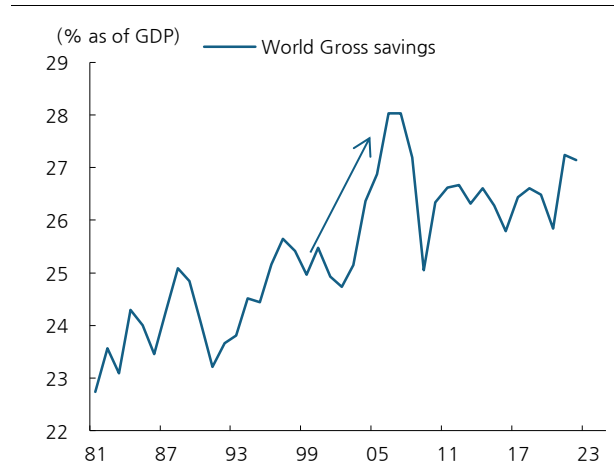


그림23 저축이 늘어나며 채권 가격 지지



## 제조업 PMI가 설명하지 않는 경기

선진국 산업생산은 역성장  
중

다수의 경기 선행지표는 제조업 관련 데이터가 높은 빈도로 포함되어 있다. 그만큼 제조업이 전체 경기를 대표한다. 하지만 시간이 지날수록 정확도가 떨어지는 데이터가 될 가능성이 높다. 미국을 포함한 선진국의 산업생산은 수년간 비슷한 수준이거나 역성장 중이다. 경제 전반을 살펴봤을 때 선진국은 재화를 생산해서 소비하거나 수출하기보다 저렴한 신흥국의 재화를 소비하고 있다.

선진국, 재화 소비 및 생산  
모두 감소 중

미국 안에서만 봐도 고용과 소비에서 모두 제조업의 비중은 꾸준히 감소하고 있다. 코로나가 없었다면 전체 소비 중 재화의 비중은 더 줄어들었을 가능성도 높다. 도시화, 기술발전, 소득수준 개선 등의 다양한 이유로 서비스 소비가 더 빠르게 늘어나고 있는 추세다. 미국 산업생산은 2010년대 고점 수준인데 이마저도 제조업 이외 유틸리티 생산으로 현재 수준을 유지하고 있다. 제조업 산업생산만 살펴보면 2010년대 하단 수준이다. 유사하게 유럽, 일본, 영국 등의 기타 선진국에서도 산업생산은 우하향하고 있다.

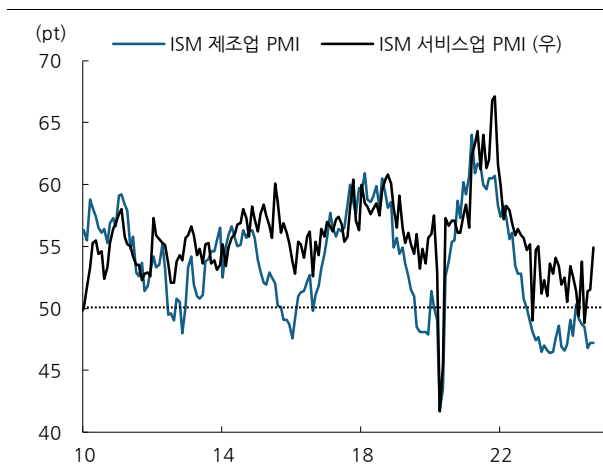
재화 가격의 디플레 압력은  
신흥국 생산 유인

게다가 재화 물가는 서비스 대비 꾸준히 하락해오고 있다. 코로나 이후 잠시 재화 가격이 병목현상 및 이연 수요 등으로 추세를 이탈했을 뿐이다. 재화 가격은 기술개발, 저임금 노동력 활용 등으로 꾸준히 하락해왔다. 생산단가가 높은 선진국에서 생산하기 힘들다. 기존의 트렌드가 지속된다면 제조업 경기 데이터는 일부 산업에 의해 영향을 받거나 둔화 압력이 지속될 것이다.

선진국 제조업 데이터는  
경기 전반을 설명하기 힘든  
경우가 많음

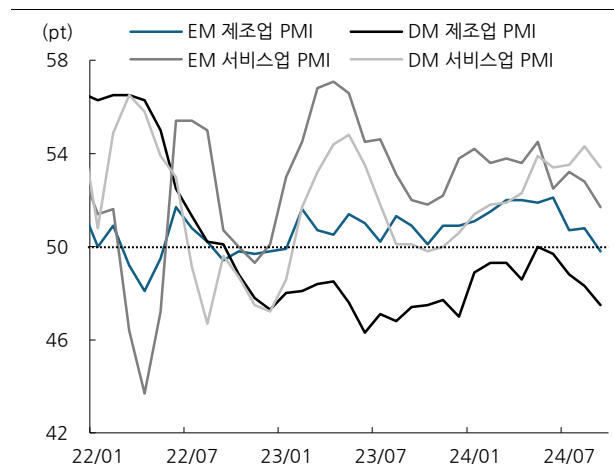
국가별로 자국 내에 생산하는 품목과 주력 산업을 고려하여 생각해야 할 수도 있다. 특히 선진국과 신흥국의 제조업 경기 차별화가 코로나 이후 사이클에서 뚜렷해졌다. 반면 서비스 산업 경기는 모두 양호하다. 따라서 제조업 데이터에만 의존하여 선진국 경제를 판단하기에는 무리가 있다는 판단이다.

그림24 상반되는 서비스와 제조업 PMI 추이



자료: ISM, DS투자증권 리서치센터

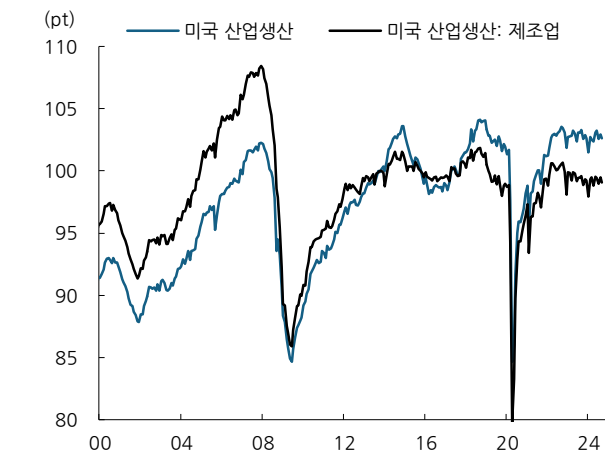
그림25 신흥국 제조업 경기는 확장국면



자료: S&P Global, DS투자증권 리서치센터

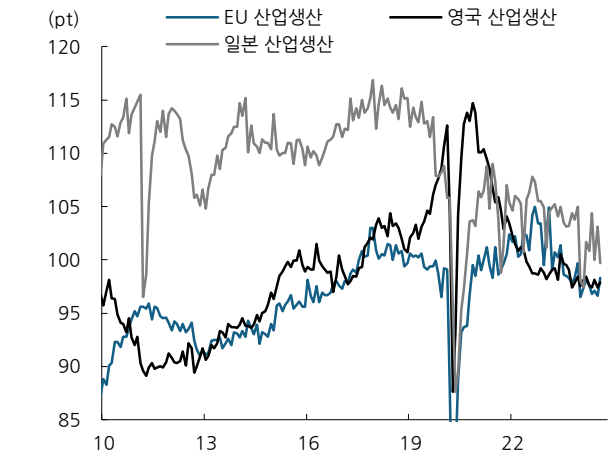


그림26 비중이 큰 제조업은 전체 산업생산보다 낮은 수준



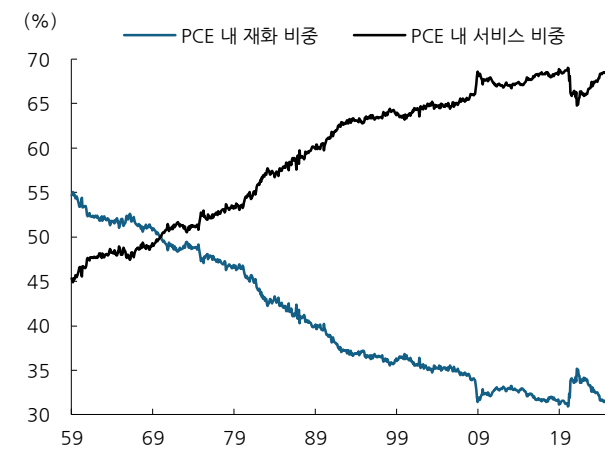
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림27 선진국의 뚜렷한 산업생산 감소 추이



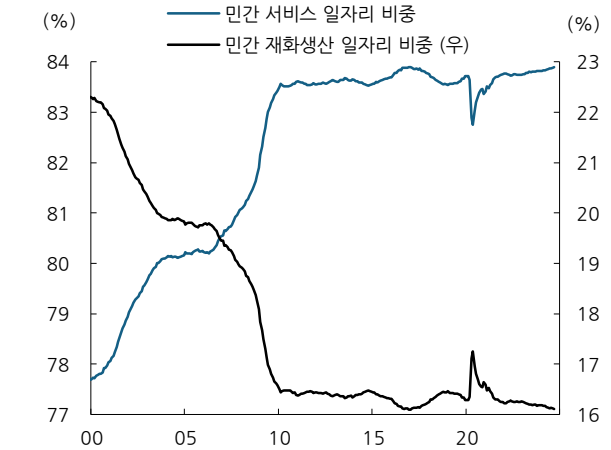
자료: Eurostat, ONS, METI, DS투자증권 리서치센터

그림28 재화 소비 비중은 재차 줄어드는 중



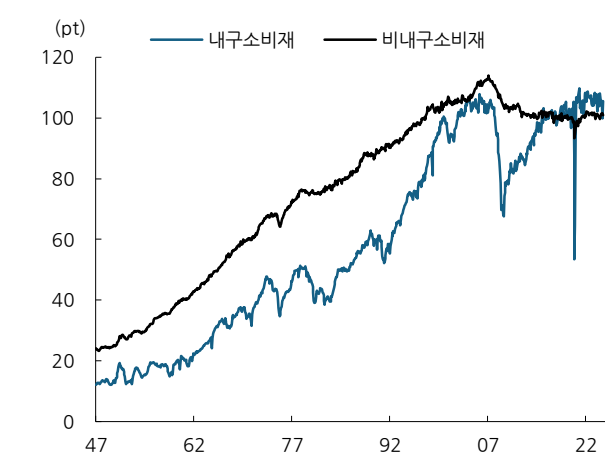
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림29 제조업 일자리 비중은 계속 줄어드는 추이



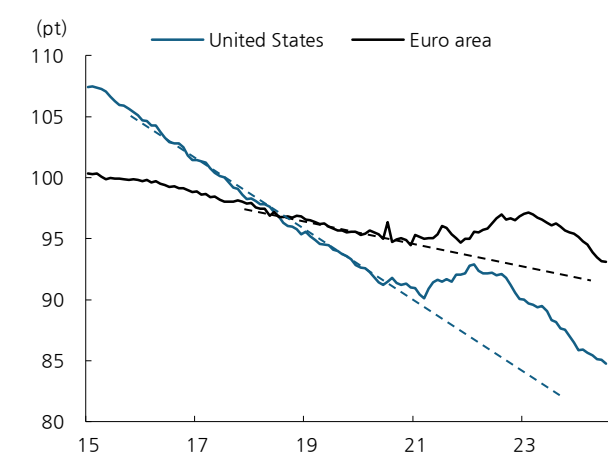
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림30 미국 내 재화 생산은 제자리 걸음



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림31 근원 서비스 물가 대비 근원 재화 물가



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

## 실업률 상승에 속지 않아야 함

실업률 상승에 시장은 침체 우려

코로나 이후 헤드라인 데이터 중 시장의 우려를 키웠던 데이터는 실업률이다. 역사적으로 실업률 상승은 침체로 이어졌다. 경기가 크게 망가지지 않는 이상 실업률은 상승한 적이 없다는 뜻이다. 과거 연착륙에 성공했던 95년과 19년 금리 인하 전후에도 실업률이 상승한 적은 없었다. 이번 사이클에서의 실업률 상승은 다소 다르다고 판단된다.

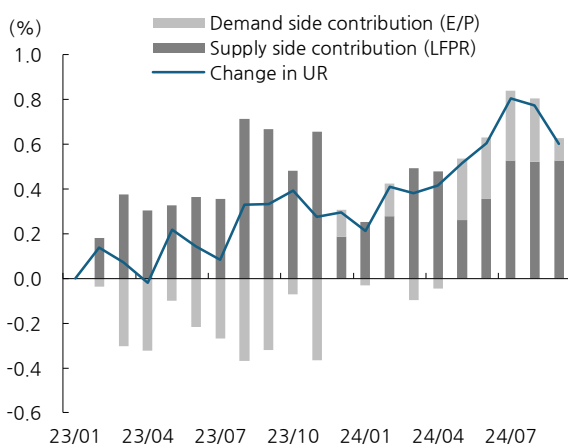
코로나 위기 이후 빠르게 회복한 소비와 고용 수요

코로나라는 위기 특성상 일시적으로 실업률이 평균 수준보다 빠르게 하락했다. 사람들은 이전소득을 바탕으로 고용시장으로의 복귀를 늦췄다. 이는 노동공급 부족으로 이어졌다. 반면 정부의 이전지출로 보전된 소득을 바탕으로 빠르게 소비와 고용 수요 모두 빠르게 회복했다. 이 과정에서 일시적으로 수요와 공급의 균형이 깨졌다.

고용시장 수급 불균형 해소 과정에서 발생한 실업률 상승

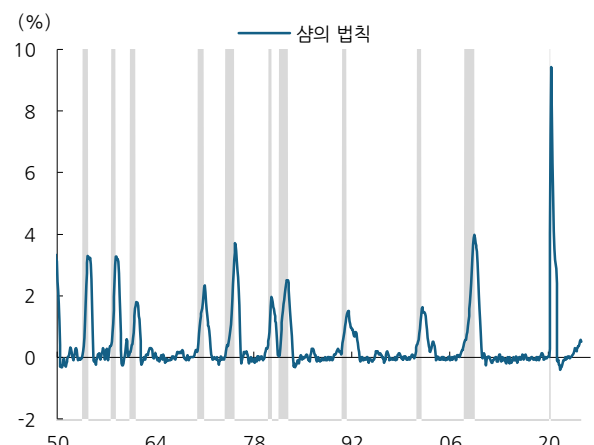
작년부터의 실업률 상승은 고용시장 정상화 과정의 결과로 봐야 한다. 경제활동참가율이 상승하는 과정에서 실업률이 상승했다. 실업률 상승 자체에 의미를 크게 부여하지 않아도 된다. 공급 회복이 실업률 상승의 절반 이상을 설명하고 있다. 기존의 침체 초입에서는 고용 수요 둔화가 실업률 상승을 이끌었다. 금리 인하와 양호한 성장 경로는 고용 수요를 지지해줄 것으로 보인다. 추가 수요 둔화폭이 크지 않다면 실업률 또한 5% 이상 상승하기는 힘들 것으로 보인다.

그림32 공급의 영향으로 상승한 실업률



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림33 삼의 법칙에 해당되기 전후로 침체는 항상 발생



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

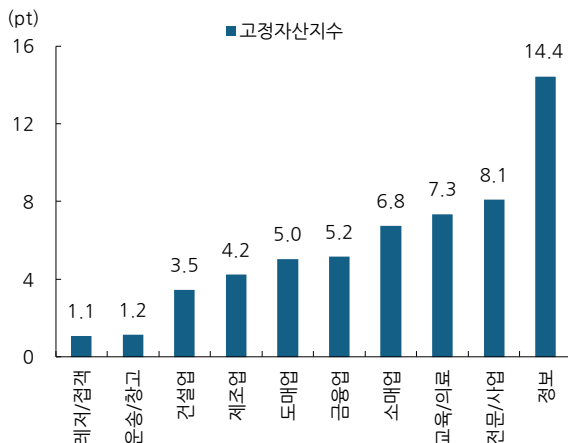
## AI 주도의 제조업 강화

### AI 투자 확대

코로나 이후 미국에서는 부가가치 창출 능력이 높은 IT 및 관련 산업 중심으로 고정 자산 투자가 빠르게 늘고 있다. 실질 제조업 건설 투자는 19년 4분기 대비 2배 이상 늘었다. 반면 실질 건설 투자는 약 10% 정도로 크게 늘지 않았다. IRA와 CHIPS 법안으로 주요 산업 관련 시설을 온쇼어링하는데 힘썼던 결과다.

자본 투입을 고부가가치 산업 중심으로 해왔고 아직도 현재진행형이다. 그리고 이를 바탕으로 고부가가치 재화는 점점 더 직접 만들고 있다. 첨단기술 산업생산은 전체 산업생산과는 현저히 다른 추이를 보이고 있다. 코로나 이후 반도체 및 통신장비 등 IT 산업생산은 기울기를 키웠다.

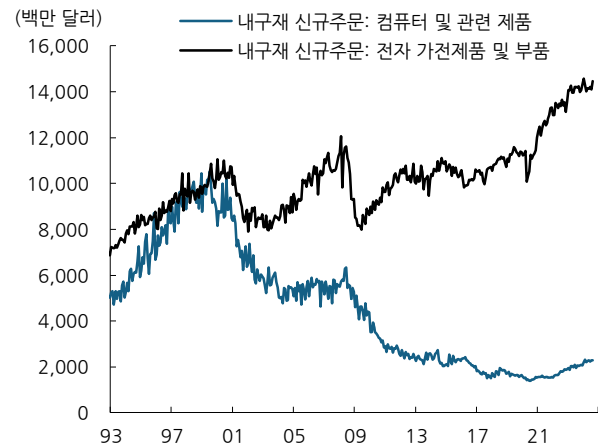
그림34 IT 중심 고정자산 투자 빠르게 늘어나는 중



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

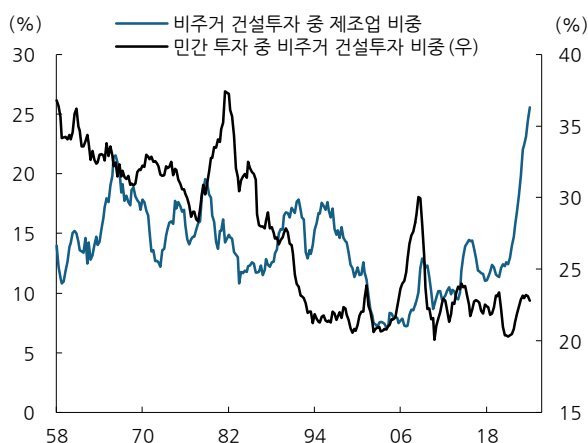
주: 19년 대비 23년 증감

그림35 코로나 이후 늘어나는 IT 내구재 신규주문



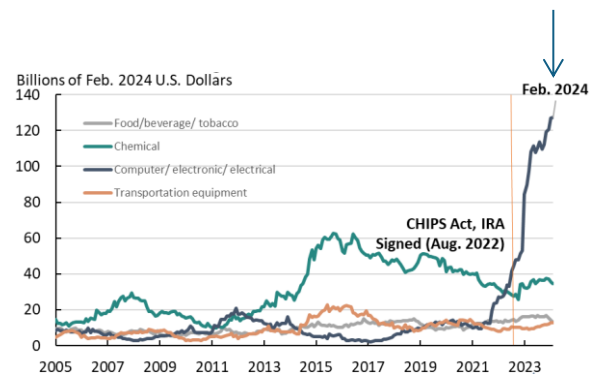
자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림36 건설 투자는 늘지 않았지만 제조업 건설 투자는 급증



자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림37 제조업 건설 투자 중에서도 IT 중심



자료: Joint Economic Committee 자료 재인용, DS투자증권 리서치센터

그림38 R&amp;D, 소프트웨어 투자 증가율은 코로나 이후 더 가파르게 상승 중

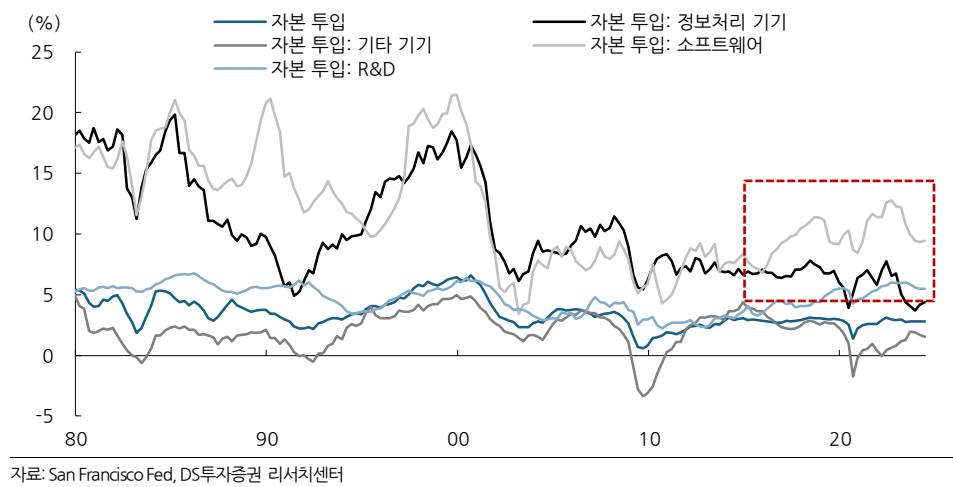


그림39 중요한건 미국이 직접 만든다

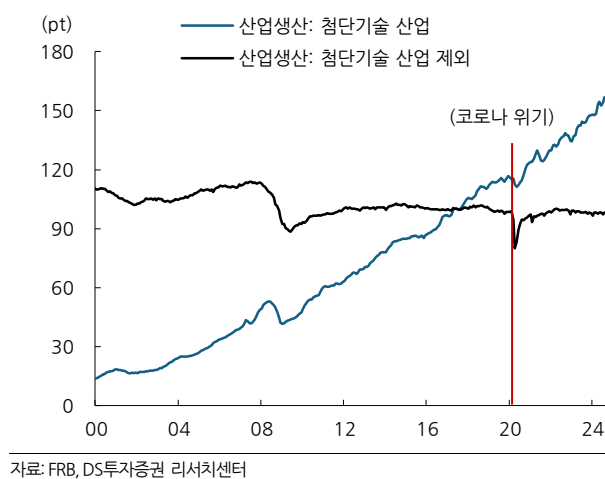


그림40 코로나 이후 온쇼어링의 결과

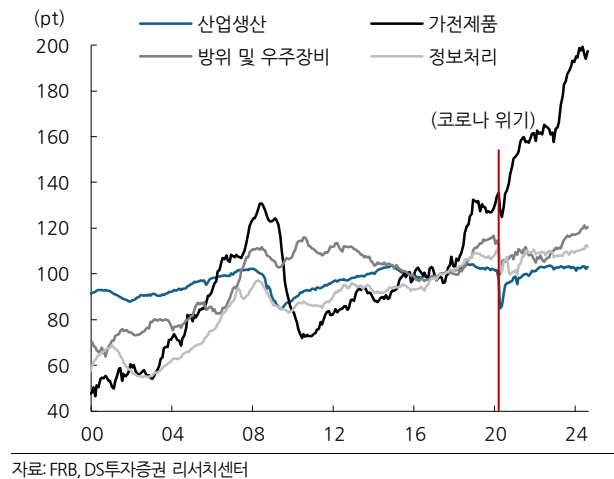


그림41 지속적으로 늘어나고 있는 R&amp;D 투자

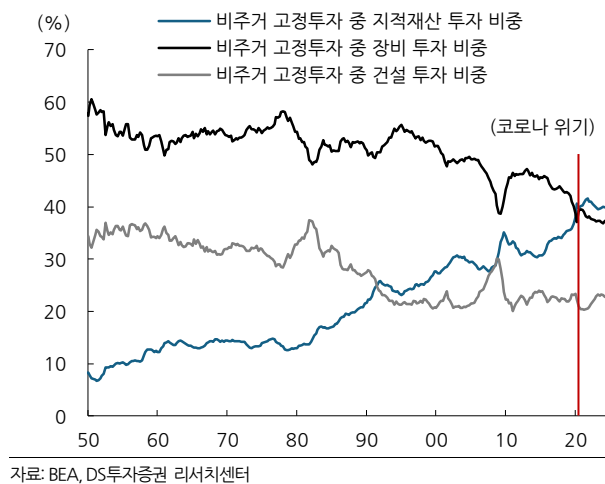
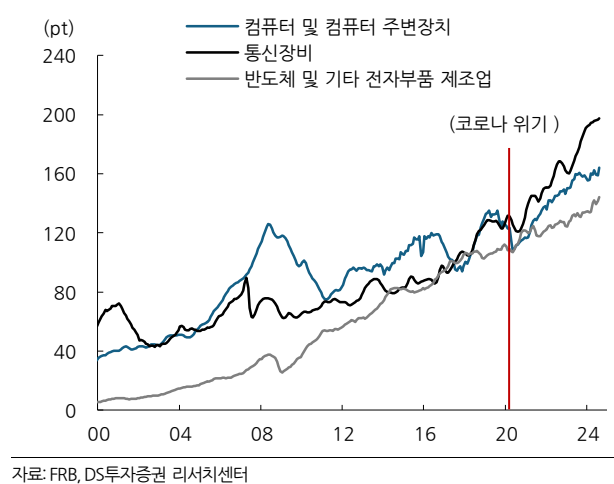


그림42 코로나 이후 더 가팔라진 IT 생산



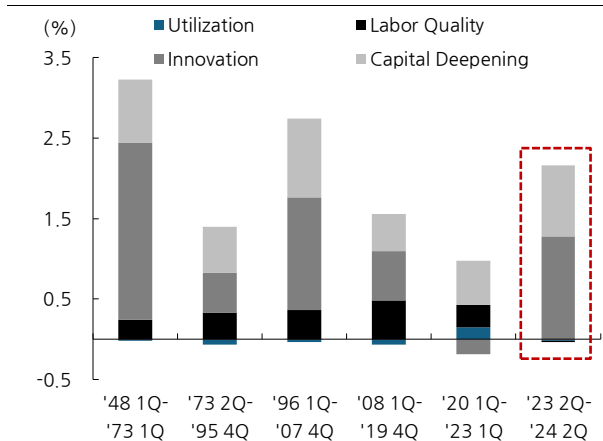
## 미국 생산성으로 이어지는 중

자본과 기술력으로 끌어올린 미국의 생산성

미국의 노동생산성은 그 어떤 지역보다 빠르게 상승하고 있다. 단위 노동당 산출은 미국이 독보적인 상승률과 절대적인 수준을 기록하고 있다. 신흥국의 경우 등락을 보이며 부침을 겪는 반면 미국은 꾸준히 우상향 추이를 매년 이어가고 있다. 금융위기 이후 미국 생산성 확대에는 기술 혁신, 노동력 질적 개선, 자본 투입이 고르게 기여했다. 코로나 이후로는 자본 투입 기여도가 컸다. 기술 혁신과 자본 투입의 효과로 생산성 성장 속도는 더욱 빨라졌다. 미국은 글로벌 주요국 중 R&D 투자 비용이 가장 많은 국가다.

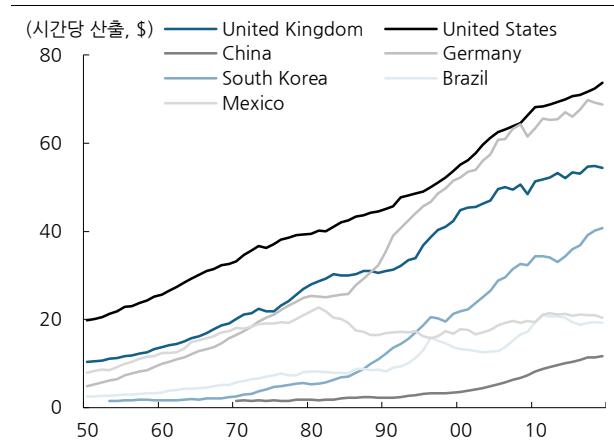
미국의 자본력과 AI 사이클 지속 및 반도체 등 핵심 산업 온쇼어링을 감안하면 앞으로도 생산성은 늘어날 것으로 보인다. 미국의 독보적인 지위는 주식시장에서도 반영되고 있다. 코로나 이후 단위 노동당 실질 산출의 비율이 멀티플과 유사하게 한 단계 레벨업하는 모습이다. 이는 고부가가치 제조업 확장 및 서비스업 비중 확대 요인으로 보인다.

그림43 자본 투입과 기술 발전이 만든 생산성



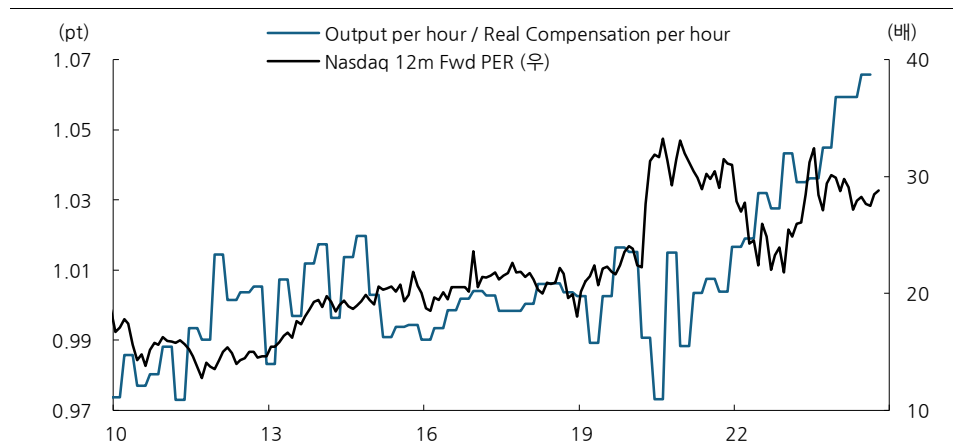
자료: San Francisco Fed, DS투자증권 리서치센터

그림44 국가별 시간당 산출 추이



자료: Penn World Table, DS투자증권 리서치센터

그림45 단위 임금 보상당 산출은 빠르게 늘어나는 중



자료: FRB, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 코로나 이전의 물가로 돌아가는 중

### 중국의 디플레 수출은 계속된다

중국의 글로벌 무역수지  
흑자 비중은 확대

코로나 이후 블록화 경제에 접어들며 중국 등 국가별 교류가 줄어드는 것이 인플레이션 요인으로 지목당하는 단골 손님이었다. 미국과의 교류는 줄어들었으나 글로벌 무역 시장에서 중국의 무역수지 흑자폭 혹은 전체 무역 거래량 중 중국의 비중은 오히려 확대되었다. 중국의 수출 다각화 전략이 효과를 보고 있으며 블록화는 글로벌 무역에 전혀 영향을 주지 못하고 있는 것으로 보인다.

내수 부진 + 생산 = 수출

중국의 내수는 부진한 상황에서 생산 및 수출에 열을 올려 성장률을 끌어올리려 하고 있다. 부진한 부동산 경기, 주식시장을 포함한 자산시장의 가격 하락과 맞물린 저축률 상승 등으로 내수 진작이 원활하게 이루어지지 못하고 있다. 중국의 산업생산은 꾸준히 늘어나고 있는데 내수 수요가 감당하지 못하는 부분은 적극적으로 수출되고 있는 것으로 보인다. 중국은 생산을 줄일 생각을 하지 않고 있다. 2차전지, 전기차, 태양광, 철강 등은 글로벌 수출 중 중국이 차지하는 비중이 빠르게 늘어나고 있는 주요 품목이다.

내수 회복 지연될수록  
디플레 수출은 계속될 것

중국의 공급 과잉을 해결하기 위해서는 내수 성장이 필요하다. 공급 증가 속도를 내수시장 성장 속도가 따라가지 못하면 수출에 힘을 쓸 수밖에 없다. 내수 부진 등에 따른 통화 약세는 수출 증가에 도움을 주고 있다. 그 결과 무역수지는 코로나 이후 꾸준히 높은 수준을 유지하고 있다. 내년 경기 성장이 순탄하진 않을 것으로 보이는 가운데 내수 회복이 다소 지연된다면 디플레 수출 강도는 지속될 것으로 보인다.

재화 디플레이션은 중국의  
디플레 수출에서 시작

코로나 이후에 솟았던 물가도 중국의 디플레 압력으로 안정되고 있다. 미국향 재화 가격에 주는 영향은 중국과의 교류가 줄어들어 제한적이라고 볼 수도 있다. 하지만 미국 이외 국가와의 교류를 더 빠르게 늘리고 있는 중국의 디플레 압력은 간접적으로 미국으로 이어질 것이다. 중국산 재화의 가격이 낮아지는 것은 유사한 재화와 그 재화를 만들기까지 투입되는 중간재 재화의 가격 하방 압력까지 이어지게 된다. 서비스와 달리 재화 물가는 상대적으로 국가간 동조화가 빠르다는 점 또한 미국 등 글로벌 재화 물가에 하방 압력이 지속될 가능성이 크다는 것을 시사한다.

그림46 중국의 교역은 내구재 물가를 누르는 역할을 해왔음

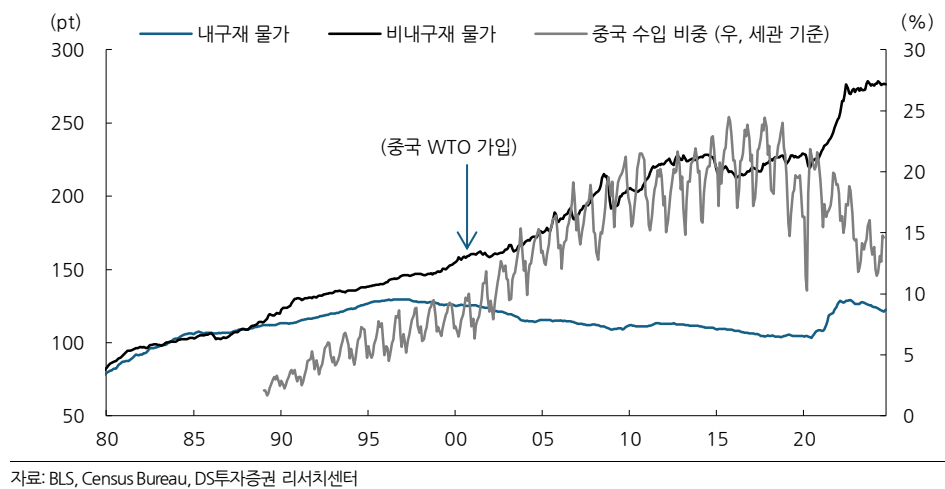


그림47 내수가 빠르게 회복하지 않으면 디플레 압력

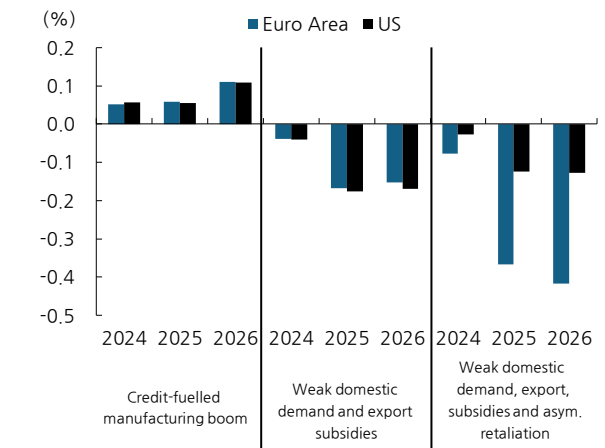


그림48 중국 수출 물가는 코로나 이전보다 더 낮아졌음



그림49 중국의 디플레는 미국 재화 가격을 높였음

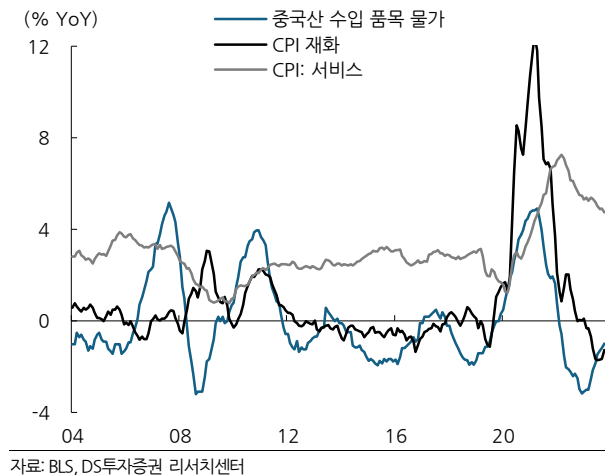


그림50 코로나 이후 중국의 디플레 압력은 커지는 중

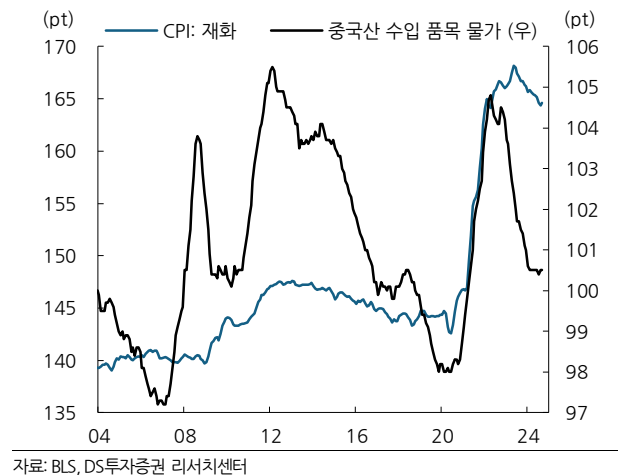
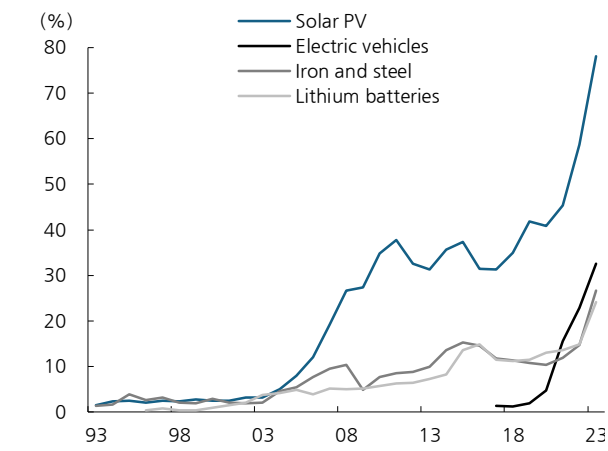




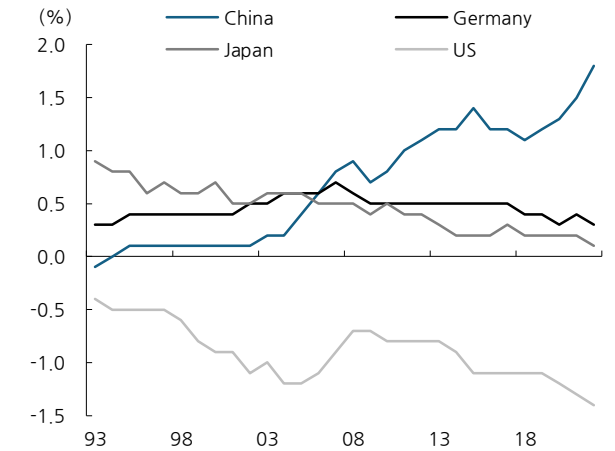
그림51 주요 품목 중 중국의 수출 비중



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

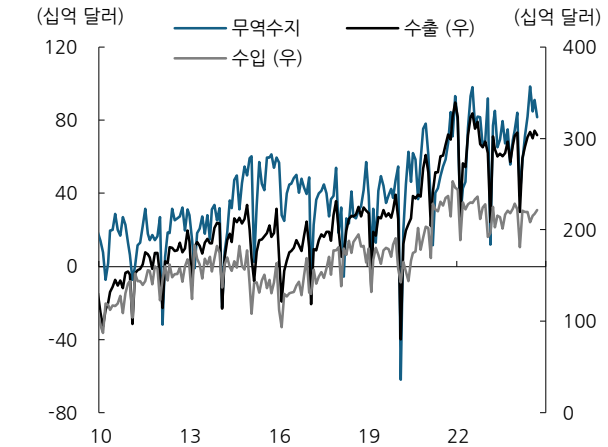
주: Electric Vehicles는 2017년부터, Lithium batteries는 1996년부터 데이터 유효

그림52 글로벌 GDP 대비 상품 수지 비중



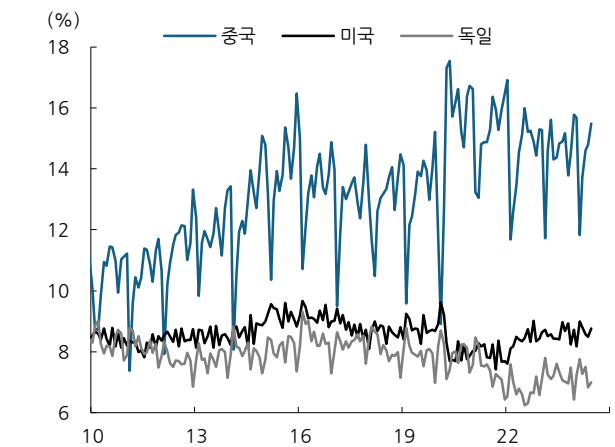
자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

그림53 내수 부진에 따른 무역수지 역대 최대 수준



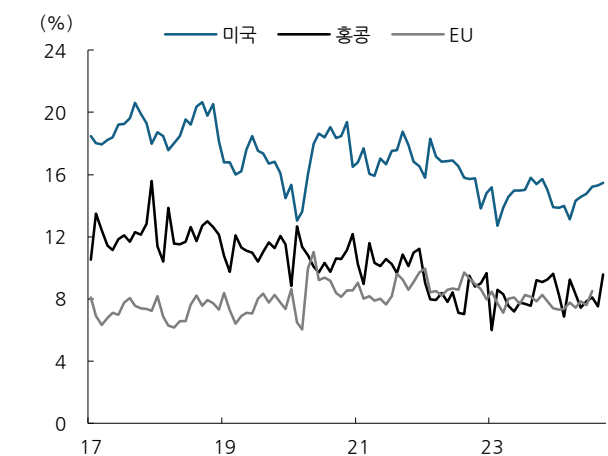
자료: 중국해관총서, DS투자증권 리서치센터

그림54 글로벌 수출 중 국가별 비중



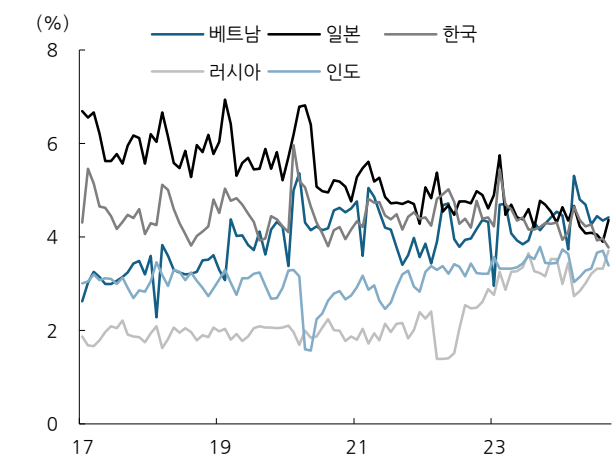
자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

그림55 중국의 대미국 수출 비중은 감소 중



자료: 중국해관총서, DS투자증권 리서치센터

그림56 중국 수출, 인도와 러시아 등이 빈자리를 채우는 중



자료: 중국해관총서, DS투자증권 리서치센터

### 무역 분쟁에도 물가가 상방 압력을 받지 않았던 경험

무역 분쟁은 지금도 계속 되고 있다. 무역협상 1단계에서 모든 것이 멈춰있다. 여전히 미국과 중국의 무역 분쟁의 잔재는 남아있다. 중국과 미국의 무역 교류는 빠르게 지금 까지도 줄어들고 있다. 하지만 중장기적으로 물가에 큰 영향은 없을 것으로 보인다.

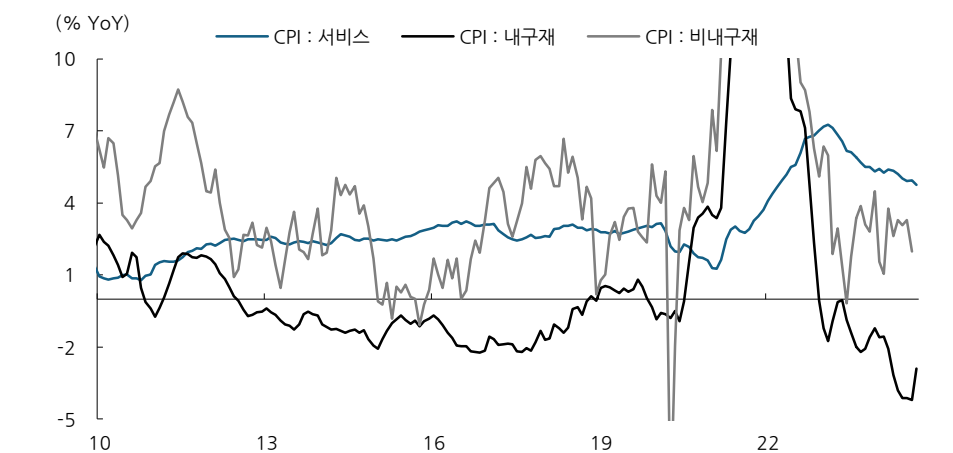
니어쇼어링은 물가를 잡는데 도움을 줄 것

미국은 중국과의 수출입 교류를 크게 줄였다. 미국의 수입 비중은 멕시코가 중국을 넘어섰다. 멕시코의 니어쇼어링은 무역 분쟁의 인플레이 압력을 완화시킬 것으로 보인다. 화학, 철강, 가전 등 중심으로 수입하고 있다. 블록화에 대비하는 모습이다. 멕시코의 인건비는 중국에 비해 저렴하다. 중국을 대체하기에 큰 무리가 없을 것으로 보인다.

무역분쟁 당시 재화 가격 인플레이 압력이 크지 않았음

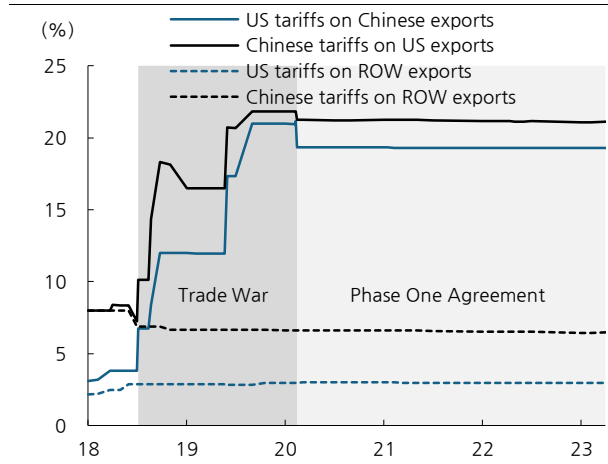
막상 과거 무역 분쟁 시기에 미국 재화 가격은 상방 압력을 크게 받지 않았다. 소폭 반등하는 모습을 보였지만 코로나 직전 내구재 물가는 재차 마이너스 증가율을 기록하며 일시적인 상승이었음을 알렸다. 물가 및 환율 등 거시 데이터는 무역 분쟁 혹은 대선의 결과에 따라 방향을 달리하는 것이 아니라 실물 경제의 사이클에 따라 움직이는 것으로 판단된다. 무역 분쟁이 주식시장에서 단기적인 부정적 이벤트로 반영될 수 있겠으나 당장 연준의 완화적 통화정책 경로를 바꿀 수 있을 정도의 영향력은 아니라고 판단하고 있다.

그림57 무역 분쟁에도 미국 재화 가격은 크게 상승하지 않음



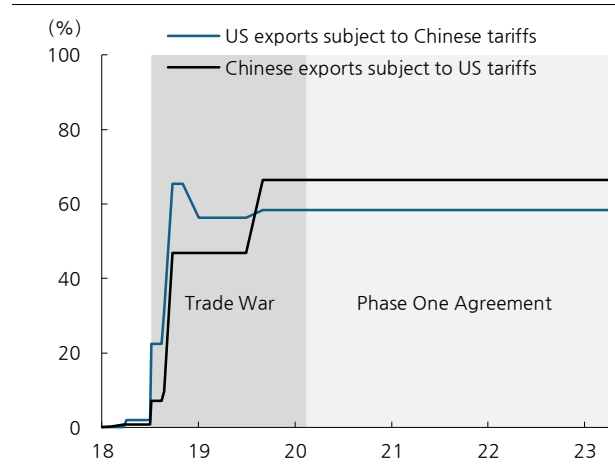
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림58 중국과 미국의 관세율 추이



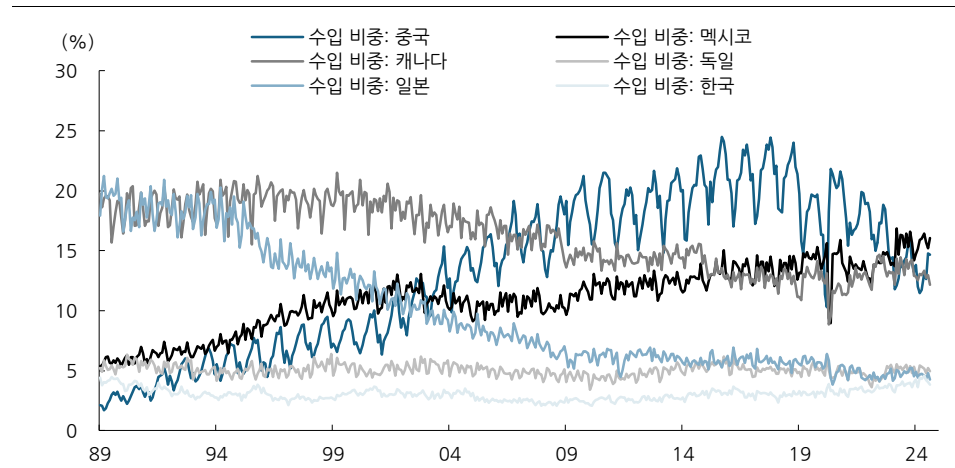
자료: PIIE, DS투자증권 리서치센터

그림59 관세 품목 비중



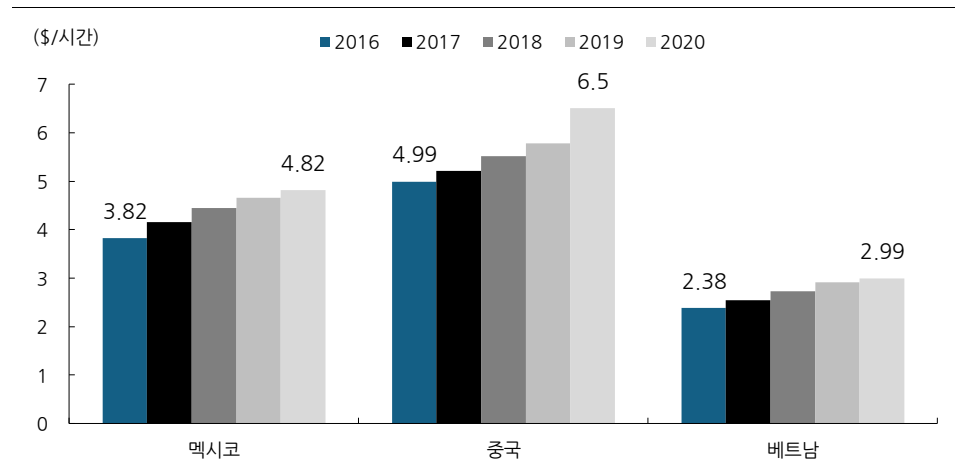
자료: PIIE, DS투자증권 리서치센터

그림60 미국은 중국을 대체할 곳으로 멕시코 선정



자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림61 멕시코 노동력이 중국보다 저렴함



자료: NovaLink, DS투자증권 리서치센터

표2 1단계 협상 내용

합의에 대한 미·중 발표 비교		
주요 챗터	미국 측 발표(USTR, 12/13)	중국 측 발표(국무원, 12/13)
지적재산권	- 기업 기밀, 제약 관련 지적재산권, 지리적 표시, 상표권, 불법복제 및 위조품에 대한 제재 등을 포함한 다양한 지적재산권 문제 시정	- 상업비밀, 약품 관련 지적재산권 문제, 특허 유효기간 연장, 지리적 표시, 전자상거래상의 도용 및 모방 제품의 생산과 수출 방지, 약의적 상표 등록 방지 및 지적재산권에 대한 사법 집행 및 절차 강화 등 포함
기술 이전	- 301조 조사에서 확인한 중국의 불공정 기술 이전 관행에 대한 구속력과 집행가능한 의무 규정 - 시장진입을 조건으로 외국기업에 대한 기술 이전 강요 및 압박 관행 철폐 합의 - 행정절차에서 투명성, 공정성, 적법성 절차를 제공하고 시장에 의해 기술 이전 및 인허가 업무가 이루어지도록 약속 - 시장 왜곡을 유발하는 산업정책을 이용하여 해외 기술 획득을 목적으로 한 해외투자 지시 및 지원하는 것을 자제	- 언급 없음
농산물	- 구조적 무역장벽을 다루며, 미국의 식품 및 농산물 수출 확대 - 미국의 농수산물(육류 및 가금류, 해산물, 쌀, 유제품, 분유, 원예제품, 동물 사료 및 사료 첨가제, 애완동물 사료 및 농업 생명공학 등 포함)에 대한 수많은 비관세장벽 해소	- 최근 미국이 중국산 조리 닭고기와 메기 수입을 허가했으며, 중국산 배, 굴, 신선 대추의 대미 수출을 허용하기로 함
금융서비스	- 은행, 보험, 증권 및 신용평가서비스를 포함한 광범위한 미국 금융업체의 거래 및 투자 장벽(외자 지분 한도 및 차별적 규제) 제거	- 언급 없음
통화	- 거시경제 정책 및 환율 문제(통화정책의 투명성 포함) - 경쟁적 평가절하 및 환율 타깃팅을 자제하고 투명성을 제고하기 위한 높은 수준의 약속	- 언급 없음
무역 확대	- 향후 2년간 중국의 대미 제품 및 서비스 구매 확대 약속(2017년 중국의 총수입액인 2,000 달러 이상) - 대상 품목: 공산품, 식품, 농수산물, 에너지 및 서비스 - 2021년 이후 지속적인 구매 확대, 미·중 무역관계 리밸런싱에 기여	- 농산품 이외에는 시장화 원칙에 따라 기업을 주체로 하여 수요에 따라 에너지, 공산품, 서비스 등 미국으로부터의 수입 확대를 위해 쌍방이 노력함
분쟁 해결	- 협정의 효과적인 이행 및 당사자들이 공정하고 신속한 분쟁해결을 보장하기 위한 규정 - 고위급 및 실무급 수준 모두에서 정기적인 양자협의를 구축 - 또한 협정과 관련된 분쟁을 해결하기 위한 강력한 절차를 수립하고, 각 당사자들에 대해 적절한 대응 조치를 비례적으로 취할 수 있도록 함	- 언급 없음

자료: USTR, DS투자증권 리서치센터

## 미국의 에너지 가격 안정화 노력

미국의 에너지 생산은 역대 최대

전략비축유를 방출하며 에너지 가격 안정을 도모하려 했던 미국은 이제 원유 생산 및 수출에 힘을 쓰고 있다. OPEC의 감산에 맞서 미국의 원유 생산 확대는 에너지 가격 통제를 수월하게 만들어준다. 보수진영의 힘이 강화된다면 재수압파쇄가 활발 해지면서 당분간 미국의 에너지 생산에 힘을 더욱 받을 것으로 보인다. 인플레이션 혹은 물가 상방 압력 현실화는 경제의 내생적인 인플레이션보다 외생적 변수에 의한 에너지 가격 상승의 영향이 컸던 경우가 대부분이다.

지정학적 이슈에 상대적으로 에너지 가격이 둔감할 수도 있을 것

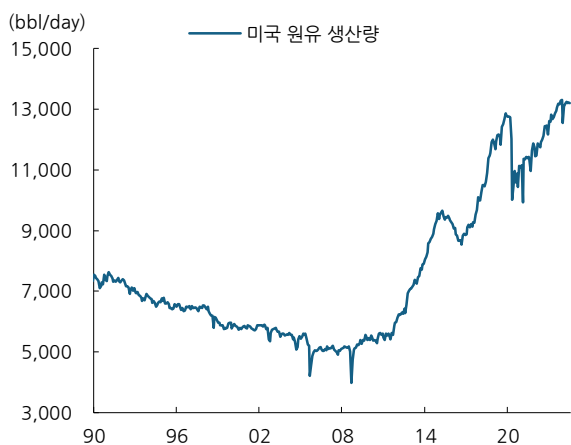
지정학적 이슈에 면역을 가질 수 있는 배경이다. 중동 이슈가 확산되더라도 조금은 유가 변동성을 줄일 수 있다. 게다가 21년 유가 안정을 위해 방출했던 전략비축유를 점진적으로 채우고 있는 상황이다. 극단적인 경우 재차 방출할 수 있는 카드를 만들고 있다. EIA, IEA 등 주요 기관들 또한 내년 원유 공급이 수요보다 여유 있다고 전망함에 따라 유가 전망치가 배럴당 80달러 아래에 형성되어 있다.

유가 급등의 경우가 아니라면 인플레로 이어지지 않을 것

원유 가격의 등락은 있을 수 있으나 배럴당 90달러 이상 치솟지 않는 한 물가 전반에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다. 게다가 코로나 이후 인플레가 가속화되면서 실질 원유 가격은 하락했다. 시간이 갈수록 가계의 소비 수요는 에너지 가격 등락에 둔감해질 수도 있다.

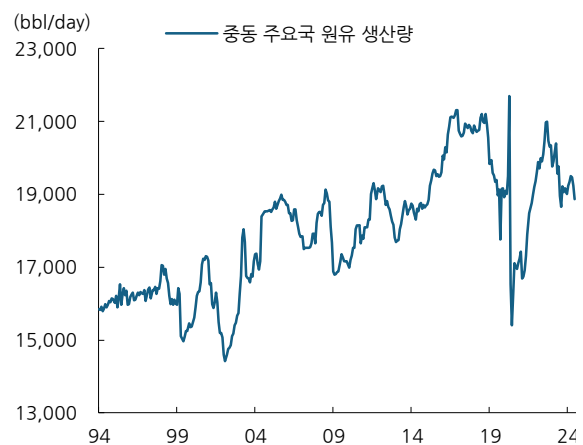
에너지 가격 상승에 따른 에너지 이외 품목으로의 인플레 전이 현상은 가능성이 낮은 것으로 판단된다.

그림62 미국 원유 생산량



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

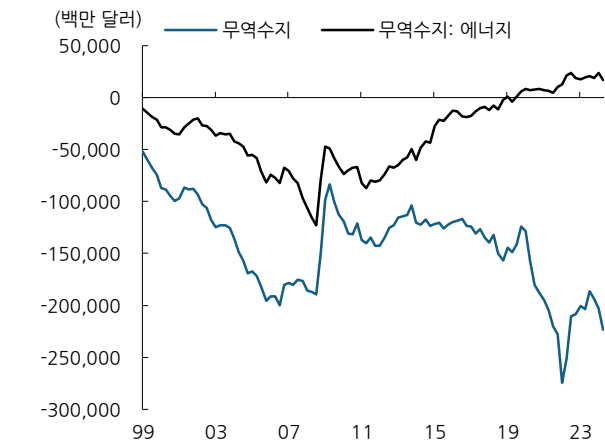
그림63 중동 주요국 원유 생산량



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

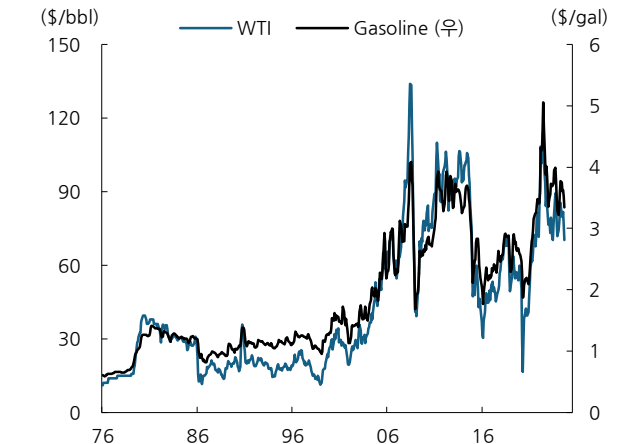
주: 사우디아라비아, 이란, 쿠웨이트, UAE 생산량의 합

그림64 미국 무역수지 &amp; 에너지 무역수지



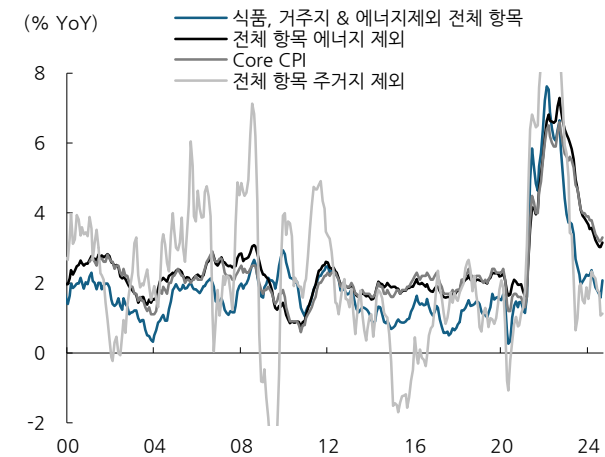
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림65 WTI &amp; 휘발유 가격 추이



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림66 에너지만 아니면 괜찮아



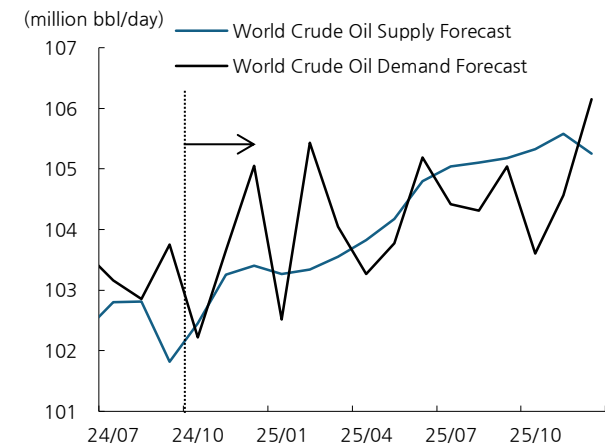
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림67 에너지의 하락 기여도가 컸음



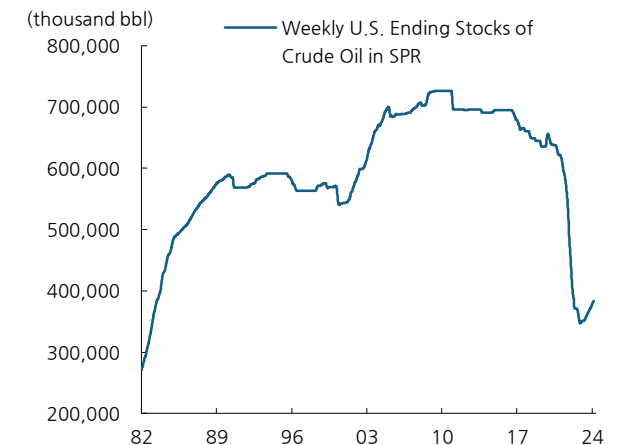
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림68 수요는 내년에 크게 늘어나지 않을 것으로 전망



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

그림69 조용히 채우고 있는 전략비축유



자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

## 임금 상승률을 중요시 여기는 연준, 고용의 정도가 타이트했지만

### 코로나 이후 임금발 인플레이션을 우려

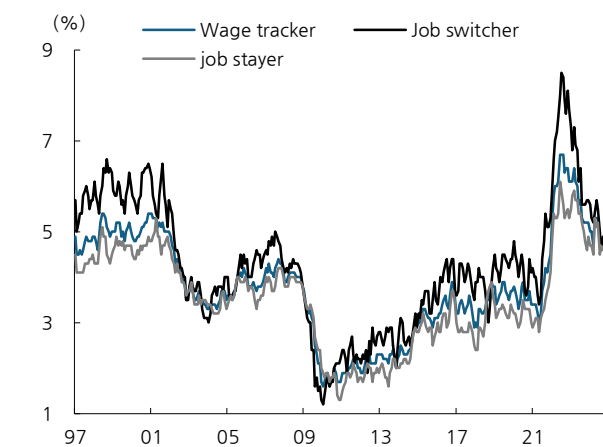
코로나 이후 연준이 가장 걱정했던 것은 고용시장의 과열이다. 빠른 임금상승률은 높은 물가 상승을 이끌기 때문이다. 원자재 가격 상승 혹은 글로벌 병목현상과 같은 공급 측면에서의 인플레이 요인을 제외하고 임금-물가 소용돌이는 다행히 연준이 직접적으로 해결할 수 있었다. 고용시장을 빠르게 식히면서 진성인플레이션으로 넘어가지 않도록 방지했다.

### 임금은 서서히 코로나 이전 수준으로 돌아갈 것

수요를 빠르게 잡고 때마침 이민자 유입이 빠르게 늘어나면서 고용시장의 임금은 빠르게 식었다. 베이지북에 따르면 다수의 지역에서 임금 하방 압력이 확인되고 있다. 고용시장의 수요와 공급이 균형에 맞춰지면서 이직자의 프리미엄이 사라지기 시작했다. 이직 유인이 감소한 점은 연준이 인플레이션은 하방 리스크가 더 크다고 판단하는 핵심 근거 중 하나다. 타이트했던 고용시장은 지나가고 임금은 코로나 이전 수준으로 서서히 회귀할 것으로 보인다.

CBO에서는 꾸준히 이민자는 100만명 이상 유입될 것으로 전망하고 있다. 정권에 따라 유입 정도를 다르겠지만 정부도 임금이 물가를 자극할 정도로 고용시장의 수급 불균형을 유발하고 싶진 않을 것이다. 과도한 이민자 통제에서 비롯되는 임금발 인플레이션을 원하는 사람은 없다.

그림70 이직할 유인이 줄어들며 임금 상방 압력은 약해짐



자료: Atlanta Fed, DS투자증권 리서치센터

주: 3개월 이동평균

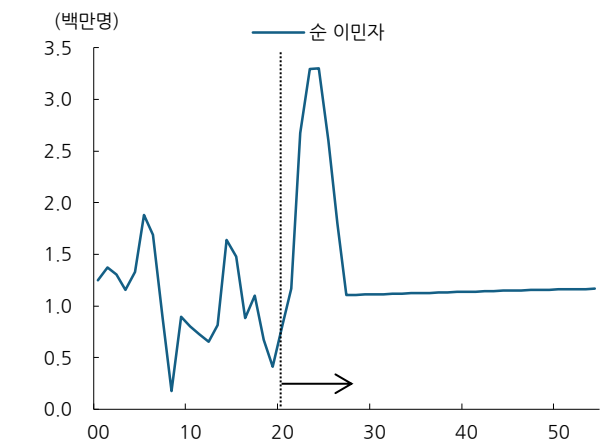
그림71 수급 불균형은 완전히 해소



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

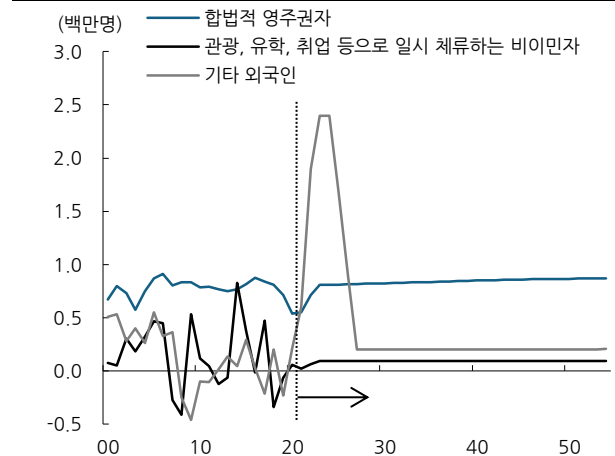


그림72 이민자 수 추이 및 전망



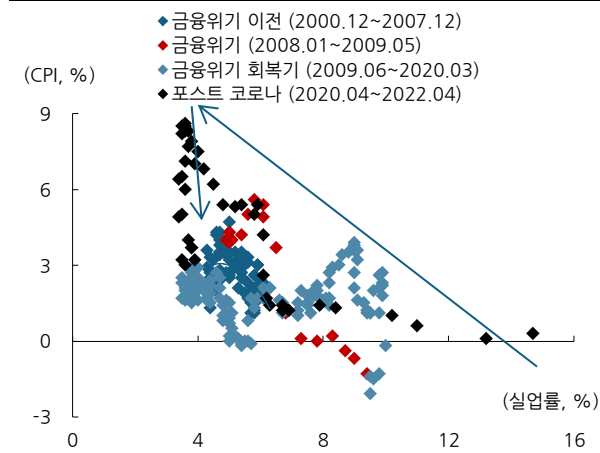
자료: CBO, DS투자증권 리서치센터

그림73 카테고리별 이민자 수 추이 및 전망



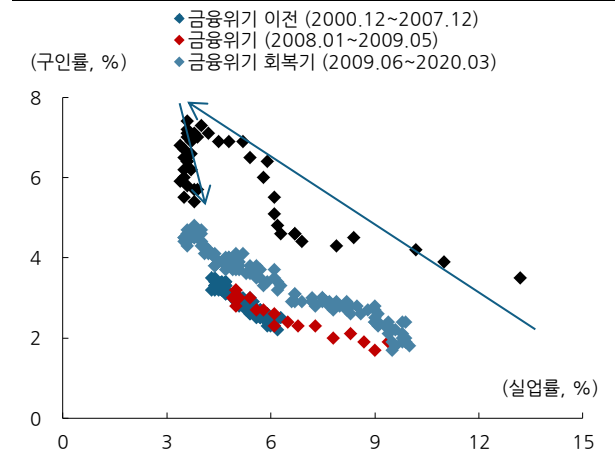
자료: CBO, DS투자증권 리서치센터

그림74 필립스 곡선, 실업률 상승 없이 인플레이션 파이팅 성공



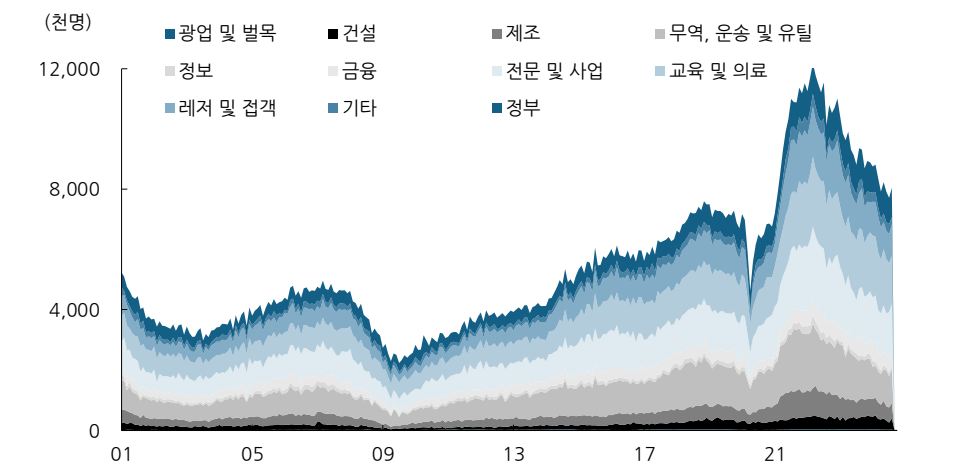
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림75 베버리지 곡선은 코로나 이전으로 돌아가는 중



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림76 산업별 구인 일자리 수 추이



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

## 이전지출과 임금의 조합

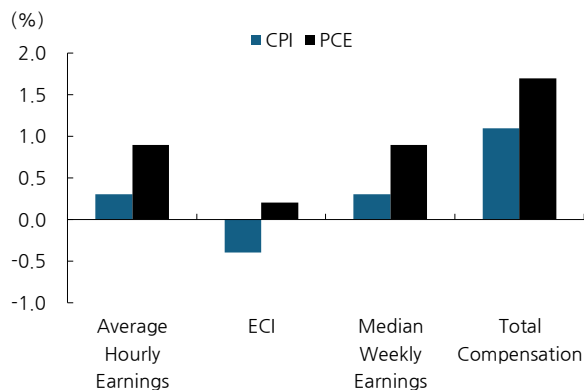
### 실질임금 상승은 소비의 배경

빠른 실질임금 회복은 미국 소비의 배경

실질임금 개선을 근거로 23년부터 양호한 미국 소비 경로를 전망해왔다. 20~22년 동안 잃어버린 실질임금을 회복하는 과정에서 저축을 줄이면서까지 소비하는 사람들의 패턴이 확인되었다.

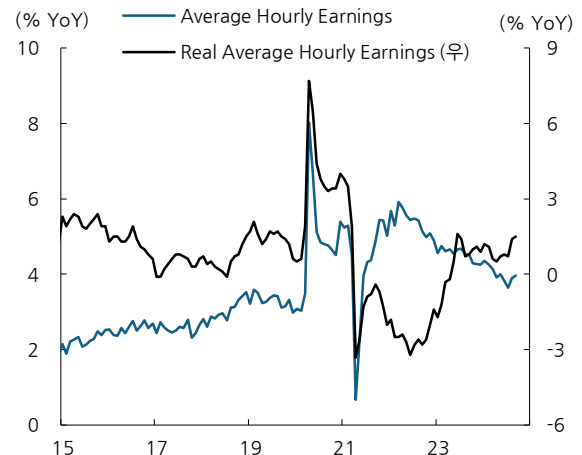
실질임금은 상반기 미시간 소비자심리지수 둔화를 설명한다. 물가보다 일시적으로 빠르게 식었던 임금 상승률은 실질임금 역성장으로 이어졌다. 올해 1분기 실질임금 역성장은 상반기 소비자심리를 꺾었다. 임금 상승률이 회복하고 물가 상승률이 크게 잡히게 되면서 실질임금은 회복세에 돌아서고 이후 소비자심리가 개선된다. 미국에서 실질임금은 매우 중요한 소비 선행지표다. 연준이 고용시장을 중요시하는 배경이다.

그림77 다양한 기준으로 봐도 상승한 실질임금



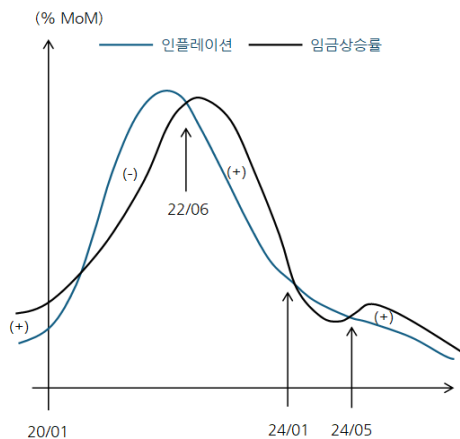
자료: BLS, BEA, DS투자증권 리서치센터  
주: 19.4Q~24.2Q 연간 변화율 (19.4Q 기준)

그림78 평균 시간당 수입은 최근 들어 반등 중



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림79 감소했던 실질임금은 2분기부터 다시 늘어나는 중



자료: DS투자증권 리서치센터

그림80 실질임금 회복 이후 살아나는 소비 심리



자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

## 다시 되돌아 갈 순 없는 정부의 의무지출

### 임금과 정부 지원의 조합

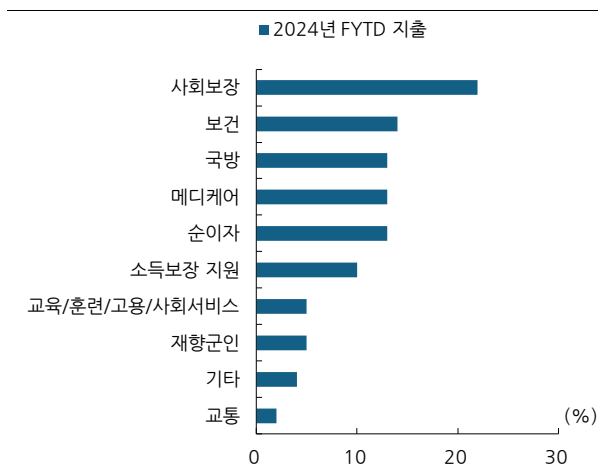
= 소비 호조

실질임금의 개선뿐 아니라 정부의 이전 지출 확대는 강한 소비의 근원이 되었다. 고용시장의 임금만 고려하면 실질 소득이 사실상 제자리다. 하지만 코로나 이후 미국 정부의 소득 보전 등의 지원이 당연시 되고 있다.

### 한번 늘린 이전소득 지원은 줄어들기 힘들 것

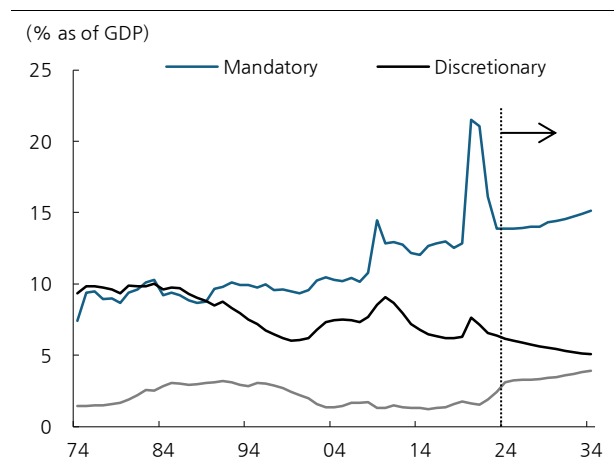
앞으로 미국 정부는 복지 정책 성격의 예산 지출이 꾸준히 늘어날 것으로 전망될 것이다. 정부의 예산안에서 국방비 등 재량 지출 비중은 줄어들게 된다. 미국도 유럽 국가들과 마찬가지로 사회보장제도에 대한 지출이 늘어날 것이다. 한번 늘린 복지 예산이 줄어드는 것은 사실상 불가능하다. CBO의 전망에서 확인할 수 있듯 이전소득이 앞으로도 꾸준히 늘어날 것이다. 이는 실질임금 개선과 맞물려 양호한 미국 소비 성장을 이끌 것으로 보인다.

그림81 현재 정부 지출 비중



자료: US Treasury, DS투자증권 리서치센터

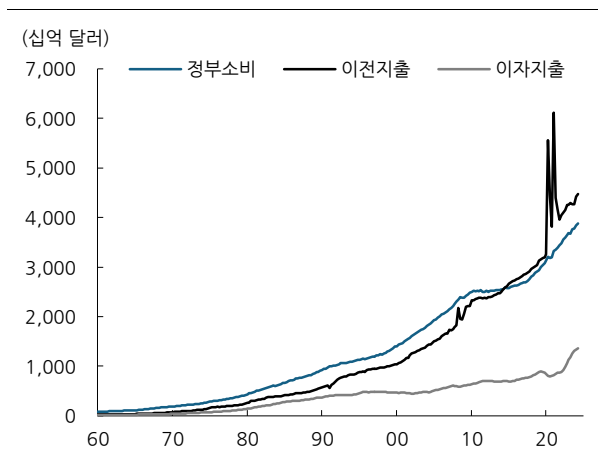
그림82 국방비와 같은 재량 지출 여력은 점점 줄어들 것



자료: CBO, DS투자증권 리서치센터

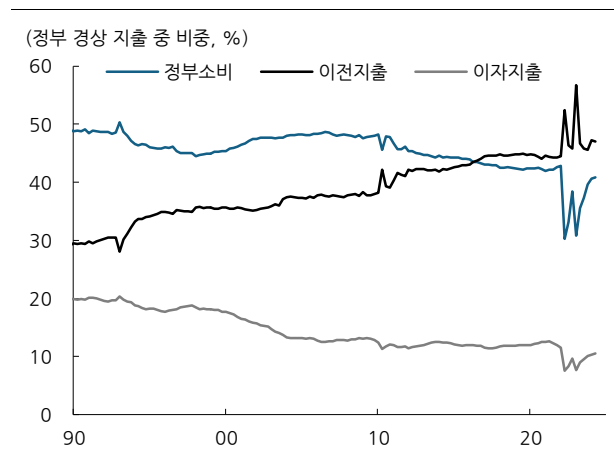
주: 24년부터 CBO 전망치

그림83 정부 경상 지출 추이



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림84 이전 지출 비중은 코로나 이후 증가 추이



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

## 중국, 디플레 탈출이 관건

### 부진한 부동산

**여전히 부진한 중국 부동산** 중국 부동산 투자는 2년 이상 역성장 중이다. 중국 정부도 부동산 부양 정책을 내세우지 않았던 것은 아니다. 24년 1월 부동산 ‘화이트 리스트’ 기업들에 자금을 조달했고 상반기 낮췄던 부동산 모기지 금리는 추가 인하를 앞두고 있다. 부동산 가격 하락세가 둔화되고 재고 증가율이 서서히 줄어들기 시작했다. 하지만 부동산 건설 투자로 이어지기에는 여전히 미흡하다. 전반적인 부동산 경기가 회복하기까지 시간이 걸릴 것으로 보인다. 당장 탄력적인 중국의 성장을 기대하기 힘들다고 판단하는 배경이다.

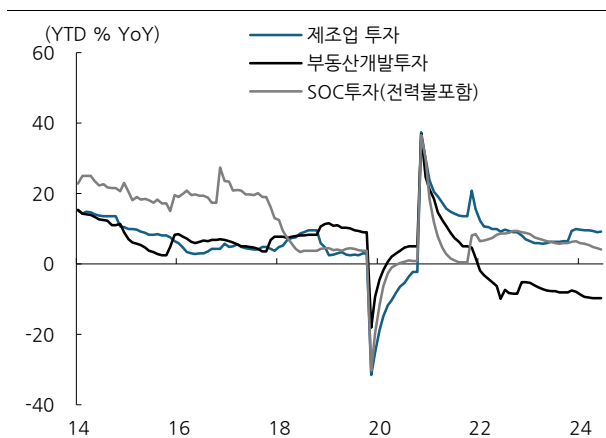
### 부동산 관련 산업의 비중이 큰 중국

중국 경제에서 부동산 및 관련 산업이 차지하는 비중은 25~30% 수준이다. 가계의 총자산 중 약 75%가 부동산으로 구성되어 있다. 부동산 가격 하락은 경제 전반의 활력을 잃게 만들 수밖에 없다. 부동산 경기 부진은 지방 정부 재정악화로도 이어져 중국 정부의 재정 정책에도 제약으로 작용하게 된다.

소비부양책을 꺼내 들었음에도 내수 진작에 크게 도움이 되지 않았다. 설령 추후 나올 소비부양책이 실제로 소비 증가로 이어지더라도 인플레이션으로 이어지지 않는 소비부양책은 한계가 있다는 판단이다. 근본적으로 중국 경기가 살아나지 못한 이유는 자산 가격의 하락이다. 적절한 물가 상승률을 유지하지 못하면 일회성 부양책이 될 가능성이 크다.

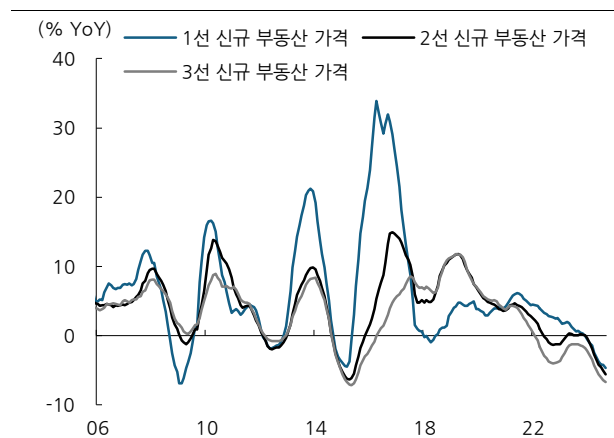
금리 인하에도 디플레 압력이 우세하여 대출 수요가 강하지 않았다. 유동성 및 대출 데이터의 반등이 좀처럼 찾아보기 힘들다. 완화적 통화정책이 경기부양에 큰 도움이 되지 않고 있다. 경제 주체들의 대출 수요를 되돌리기 위해서는 디플레이션을 탈출해야 한다. 자산시장의 회복에는 시간이 걸릴 것으로 보인다. 내년 중국 성장률은 5%를 하회할 것으로 보인다.

그림85 부동산 투자는 2년째 역성장 중



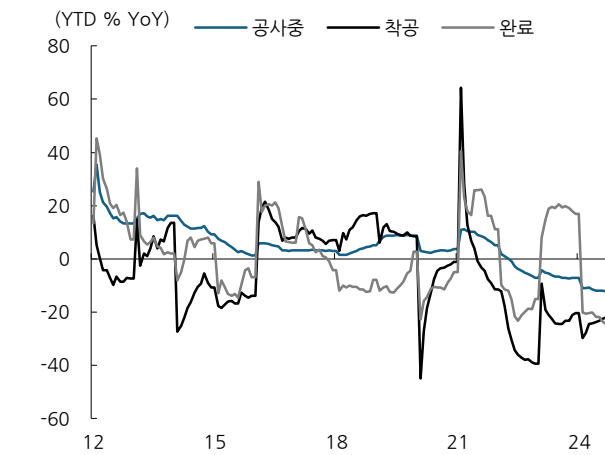
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림86 심 없이 빠지는 중국 부동산 가격



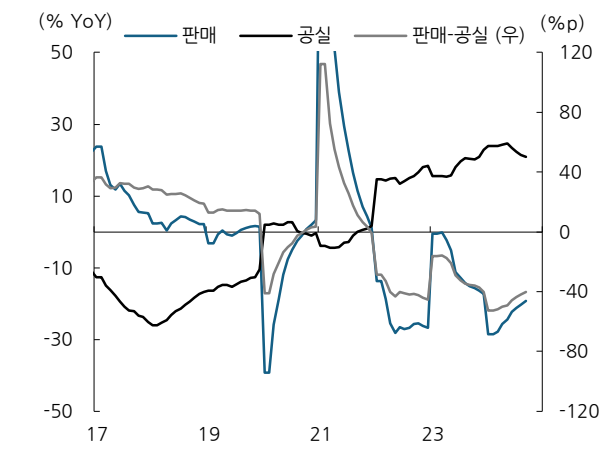
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림87 중국 상업용 부동산, 전반적으로 부진



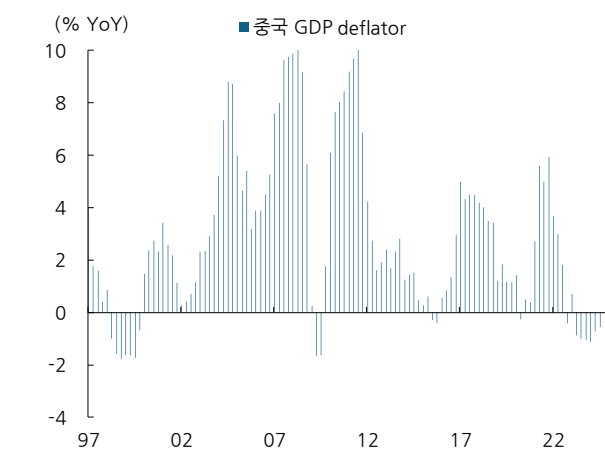
자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림88 바닥을 확인하는 중국 부동산 데이터, 아직은 갈 길이...



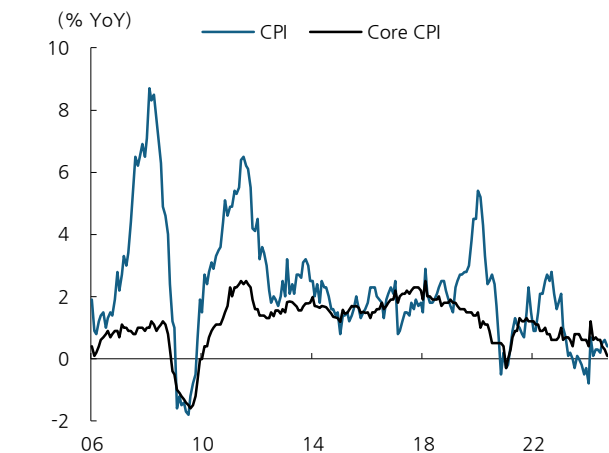
자료: CEIC, DS투자증권 리서치센터

그림89 중국 GDP 디플레이터



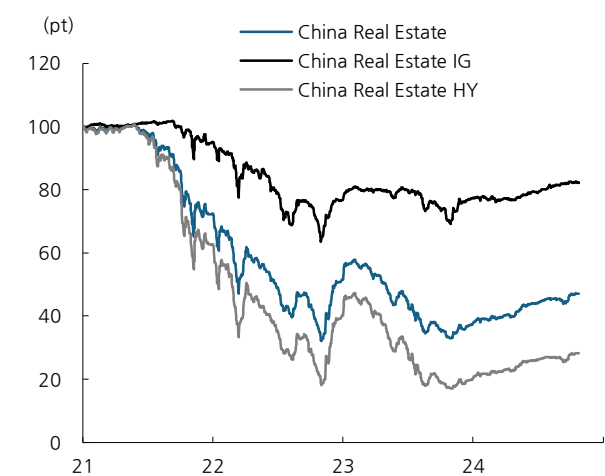
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림90 중국 CPI &amp; Core CPI 추이



자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림91 중국 부동산 역외 채권 반등 중



자료: S&amp;P Global, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

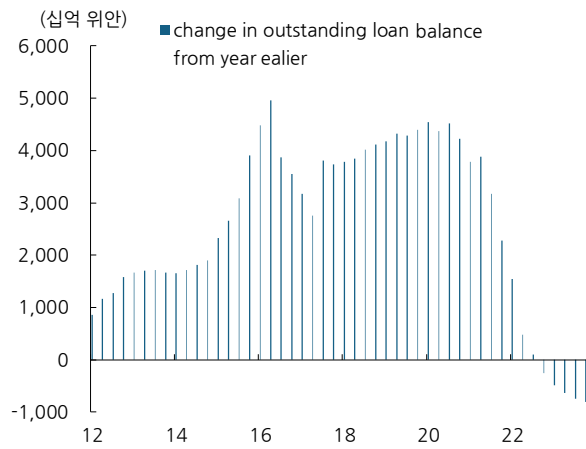
주: 2021.01.01=100 (Markit iBoxx Index 기준)

그림92 중국 부동산 관련 기업 주가 추이



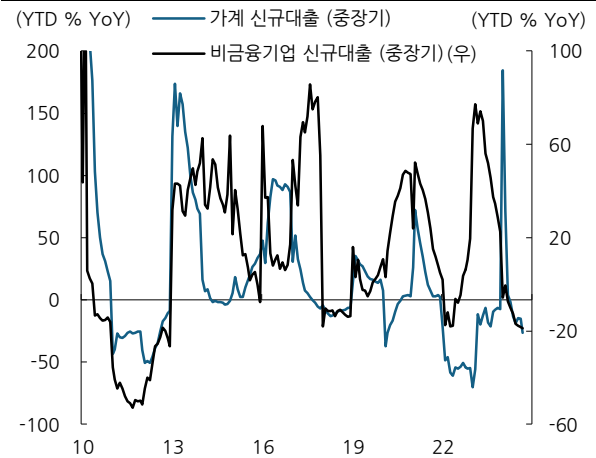
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림93 모기지 대출은 꾸준히 줄어들고 있음



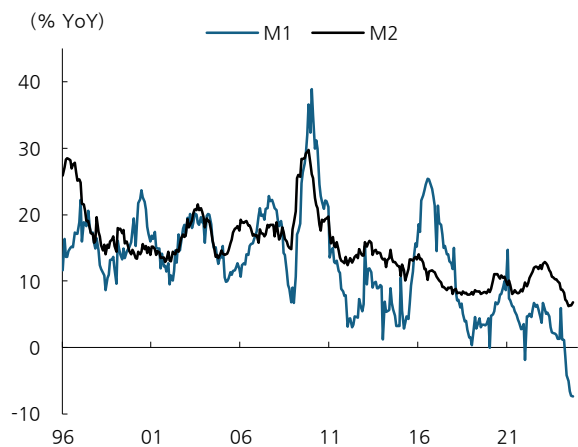
자료: 중국인민은행, DS투자증권 리서치센터

그림94 금리 인하에도 대출 수요가 부진한 결과



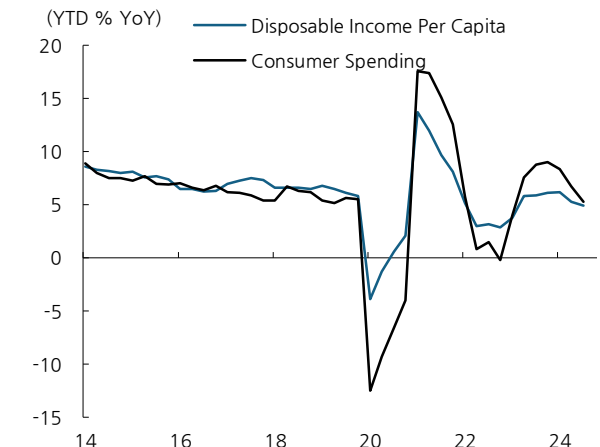
자료: 중국인민은행, DS투자증권 리서치센터

그림95 유동성은 계속 부진한 상황



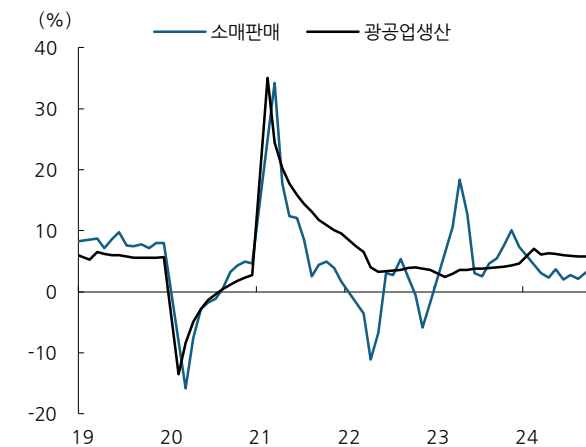
자료: 중국인민은행, DS투자증권 리서치센터

그림96 소득 개선 없이는 소비 개선도 없다



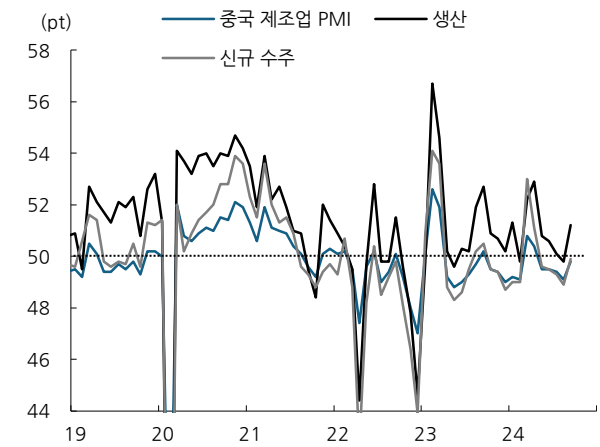
자료: 중국국가통계청, DS투자증권 리서치센터

그림97 소비보다 생산은 더 빠르게 성장



자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림98 이 결과 나쁘지 않은 PMI 추이



자료: 중국물류구매연합회, DS투자증권 리서치센터

## 한국, 하방 리스크를 잘 피해야

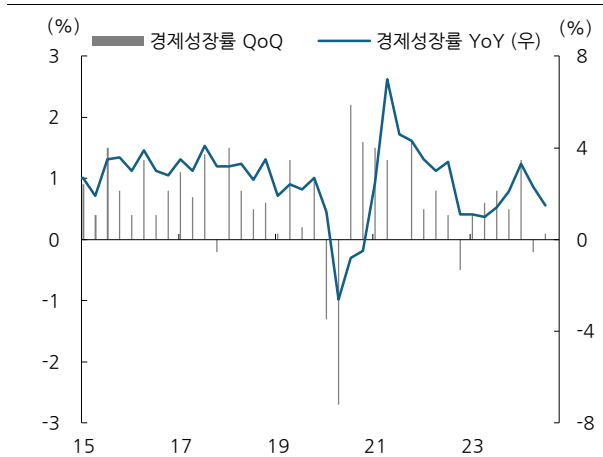
### 수출보다는 내수 주도 성장

한국 3분기 GDP 성장률은 전분기대비 0.1% 성장하며 시장의 예상치였던 0.4%를 상회했다. 민간과 정부 소비는 양호한 성장을 보였으나 본격적으로 건설 투자와 순수출의 마이너스 기여도를 확인했다.

### 25년은 소비 주도의 성장

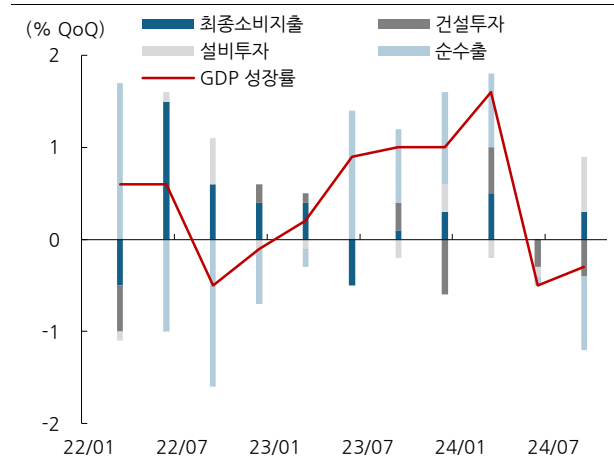
내년 한국 경제는 소비 주도 성장이 예상된다. 소비 개선과 수출 둔화를 감안하면 순수출 증감폭이 크지 않을 가능성이 크다. 내수 중심의 성장이 예상되는 배경이다. 건설 투자의 경우 가계부채에서 비롯된 금리 인하 속도 조절, 부동산 시장의 양극화 등으로 내년에도 부진할 것으로 보인다.

그림99 한국 GDP 성장률 추이



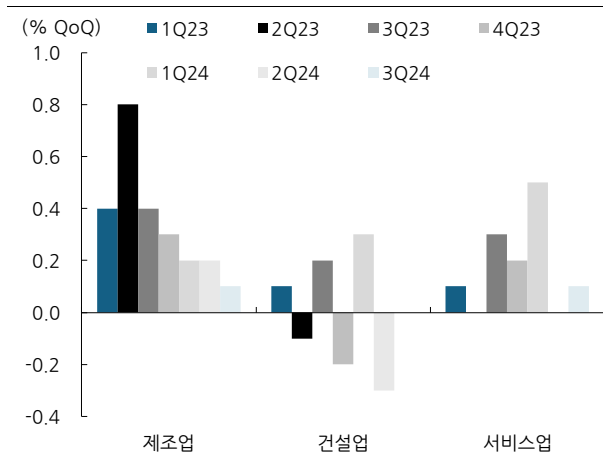
자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림100 지출항목별 GDP 성장 기여도



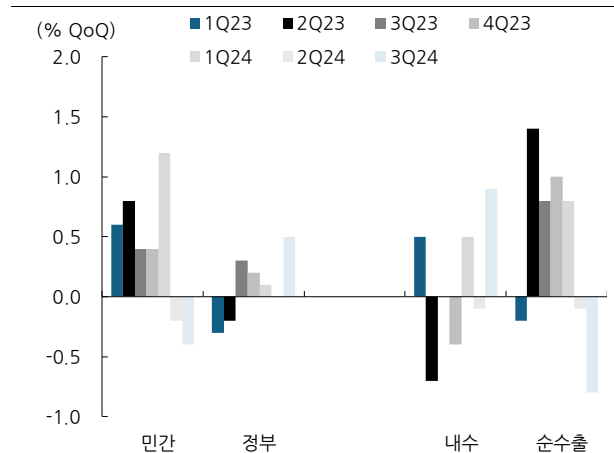
자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림101 경제활동별 GDP 성장 기여도



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림102 내수 반등 & 순수출 둔화



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

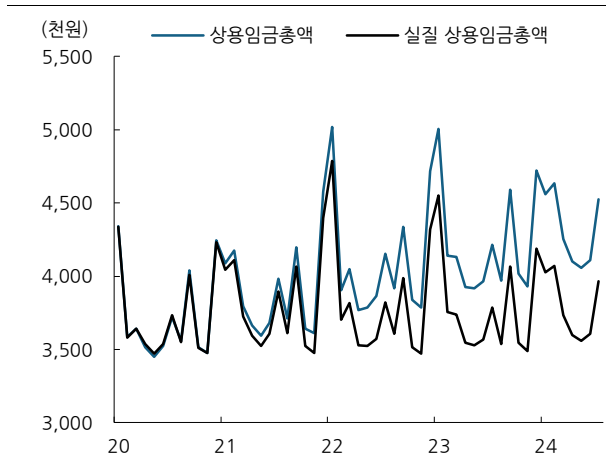


### 기업 실적 개선에 따라 향후 실질 소득 개선 기대

한국 실질임금은 제자리 걸음 중이다. 20년부터 23년까지 4년간 실질 상용임금총액은 1.5% 상승했다. 물가 상승률을 크게 넘어서지 못하는 임금 상승률은 부진한 내수의 핵심 배경이라고 판단된다. 22년과 23년은 21~22년 기업 실적이 나쁘지 않으며 특별급여가 크게 늘었다. 23년 실적이 부진하며 임금 상승률이 부진했다. 하지만 24년 기업 실적이 양호한 성장을 보임에 따라 실질임금 개선을 기대해볼 수 있다. 이는 상대적으로 내년 소비 회복 여력이 크다는 점을 시사한다.

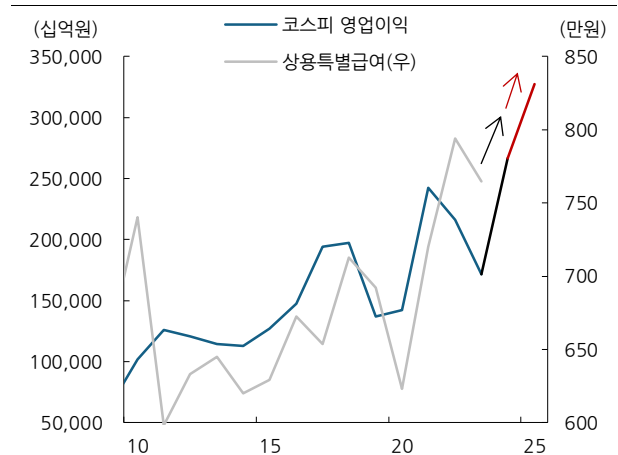
코로나 직후 빠르게 성장했던 내구재 소비 사이클이 25년에는 도래할 수 있다. 일반적으로 3~4년마다 내구재 소비 회복 사이클을 기대할 수 있다. IT 내구재 중심으로 기대해볼 만하다. 게다가 물가 상승률이 생각보다 빠르게 안정되고 있다는 점도 긍정적이다.

그림103 실질임금은 제자리 걸음 중



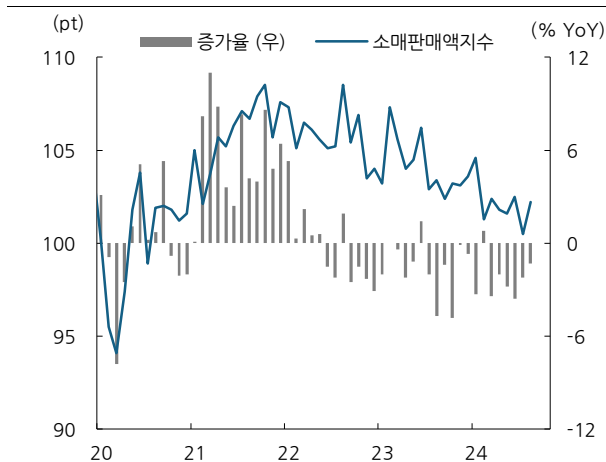
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림104 기업 실적이 개선되면 특별 급여도 개선



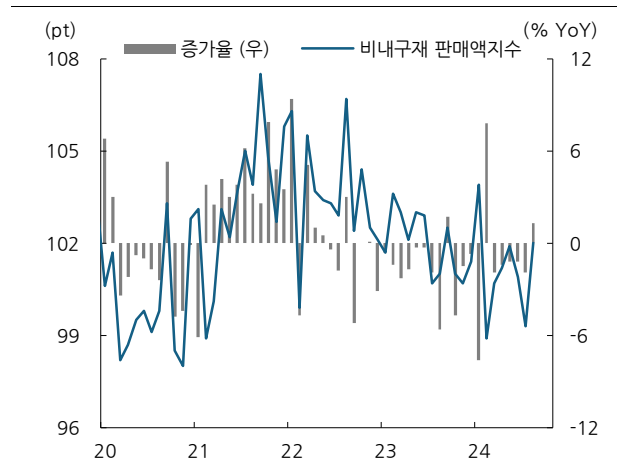
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림105 소매판매액지수



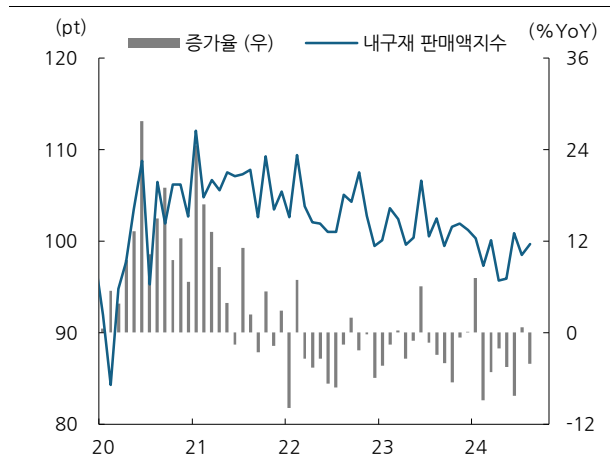
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림106 비내구재 판매액지수



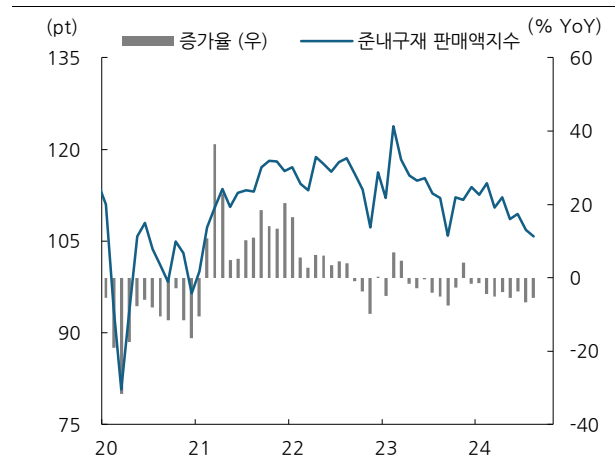
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림107 내구재 판매액지수



자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림108 준내구재 판매액지수



자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림109 전반적으로 애매한 심리



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림110 경기 기대감도 크지 않음



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

## 아파트 아파트, 천천히 금리를 내릴 수 밖에 없는 상황

연준과 달리 한국의 금리  
인하 속도는 천천히

연준의 금리 인하 기조는 크게 바뀌지 않을 것으로 보인다. 하지만 한국의 경우 조금 다르다. 주택시장 과열 우려가 여전히 남아있는 가운데 주택담보대출이 빠르게 늘어나고 있다. 한국은행 입장에서 금리를 빠르게 내리기 불편한 상황이다.

가계부채 증가는 더 이상  
경제 성장을 의미하지  
않음

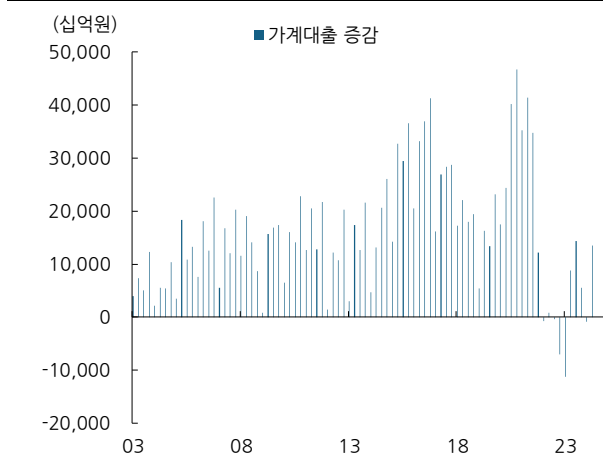
5% 전후의 높은 성장률 기록했던 2000년대 한국 경제 상황에서는 가계부채 증가가 소비 개선을 의미했다. 경제가 빠르게 성장함에 따라 사람들의 부채 증가율도 발맞춰 늘었기 때문이다. 명목 성장 이상으로 부채가 많아지면 성장 기여도는 체감하게 된다. 금융위기 이후 가계부채비율이 80%를 넘어서기 시작하는 시점인 14년부터 우리나라 소비는 가계대출 증가율과는 전혀 관련 없는 모습이다. 가계부채가 늘어난다고 해서 당장 한국 경제 전반에 긍정적인 성장을 기여하는 것이 아니라는 뜻으로 해석할 수 있다.

부동산 가격 상승의 이점보  
다 하락의 리스크가 더 큰  
상황에 가까움

부동산 가격 상승으로 누릴 수 있는 부의 효과보다는 반대의 경우 리스크가 더 큰 상황으로 평가되고 있다. 내년 주택 공급 또한 줄어들어 부동산 가격 상승이 부채 증가로 이어질 가능성이 높다. 금융환경을 완화적으로 만드는데 있어 부담이 크다. 경제 주체의 금리 인하 기대감도 큰 상황인데 기대심리 조절 및 실제 금리 인하 속도 조절이 필요한 상황으로 보인다. 코로나 이후 글로벌 주요국의 부채 비율은 빠르게 안정되었으나 한국은 그렇지 못했기 때문에 올해 한국은 크게 성장을 훼손시키지 않는 수준에서 세미-디레버리징이 필요하다.

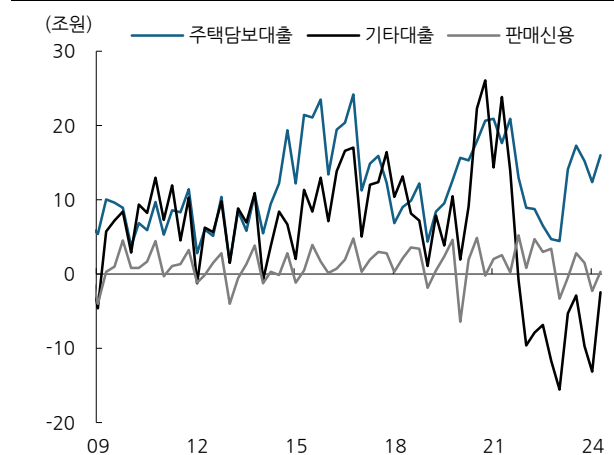
만약 금리 인하가 천천히 진행된다면 변동 금리 비중이 높은 우리나라의 경우 이자 부담이 여전히 크게 남아있게 된다. 글로벌 주요국 중 한국과 호주의 경우 변동 금리 비중이 높아 가계 DSR도 코로나 이전대비 가장 큰 폭으로 상승하기도 했다. 예상보다 더딘 통화정책 완화는 내수 회복을 다소 지연시킬 가능성이 크다.

그림111 작년부터 정부의 부동산 부양책으로 늘어난 가계대출



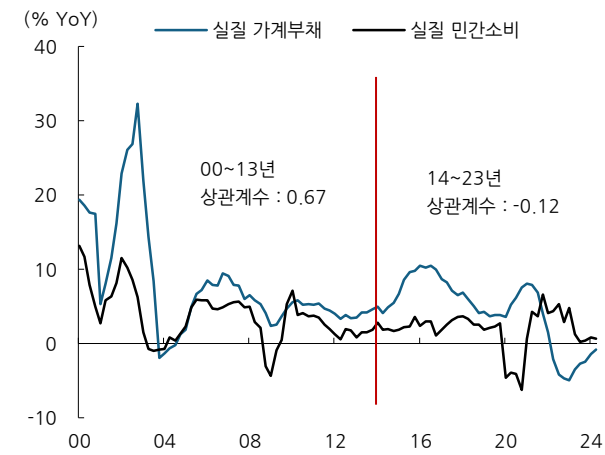
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림112 주담대가 가계 대출 증가를 견인 중



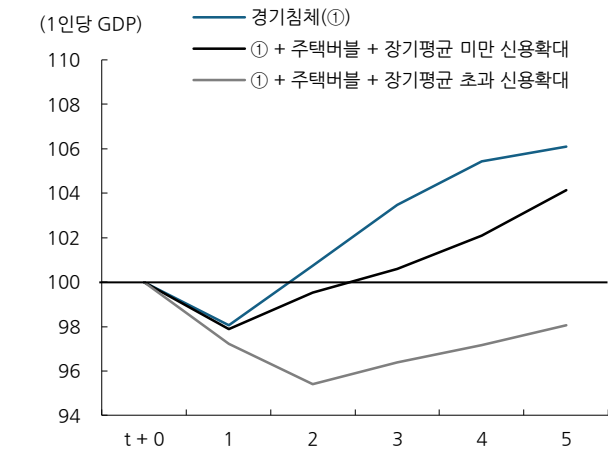
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림113 가계 부채가 늘어난다고 소비가 개선되는 것도 아님



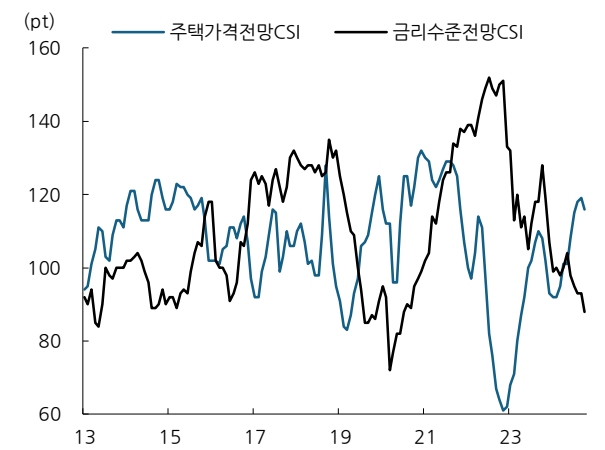
자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

그림114 경기 침체 시 피해가 클 것



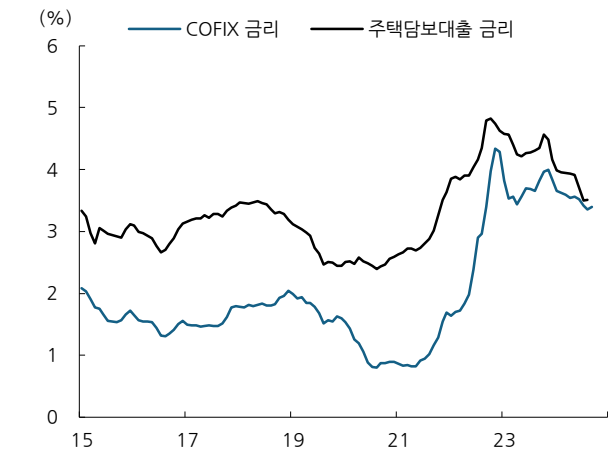
자료: 한국은행 재인용, DS투자증권 리서치센터

그림115 이래서 빠르게 내리기 힘든 한은



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

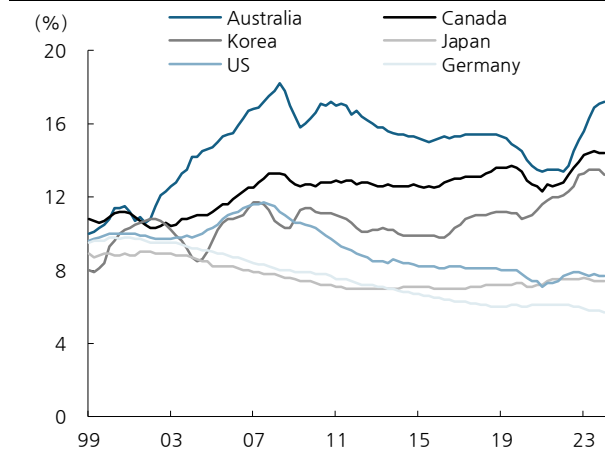
그림116 이미 빠르게 낮아진 금리



자료: 통계청, 은행연합회, DS투자증권 리서치센터

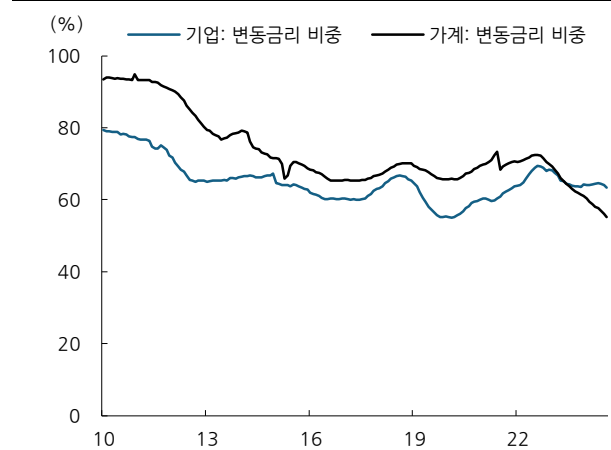
주: 신규취급액 기준

그림117 국가별 가계 DSR 추이



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

그림118 변동금리 비중이 여전히 50% 이상



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

## 둔화될 수출

수출의 성장 기여도는 크게  
낮아질 것

수출은 내년 들어 성장세가 둔화될 것으로 보인다. 이에 따라 올해와 다르게 수출의 GDP 성장 기여도는 매우 낮을 것으로 보인다. 글로벌 제조업 경기는 신흥국 중심으로 양호하며 선진국 제조업 경기는 계속 부진하다. 앞에서 언급했듯 선진국 경기는 제조업이 설명하지 못하며 전체 경기와 제조업의 디커플링이 지속될 가능성도 있다.

교역 조건 악화

높았던 인플레이션은 수출액 증가율 성장에 크게 기여했다. 수출액은 물가를 감안해서 계산하진 않는다. 내년 물가가 올해에 비해 안정된다면 수출 성장은 더딜 수 밖에 없을 것이다. 게다가 재화 가격은 전체 물가에 비해 크게 둔화될 것으로 보인다. 설상가상으로 인플레이션은 수출입 물가에 비대칭적인 영향을 줬다. 수출 단가보다는 수입 단가에 더 큰 영향을 줬다. 수출 물가는 수입 물가를 따라가지 못하며 교역 조건이 악화되었다.

만약 수출 물량이 똑같았다는 가정하에 현재의 무역수지를 계산한 교역조건 변화를 반영한 실질무역손익은 여전히 큰 폭의 마이너스를 기록하고 있다. 질적 성장보다 물량 증가로 무역수지를 쌓아 올렸다고 해석할 수 있다.

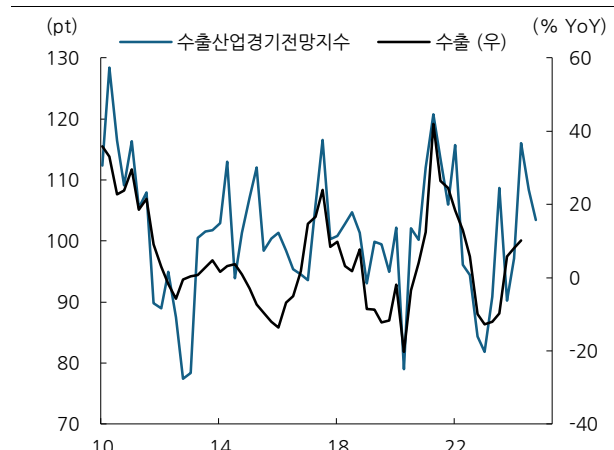
중국과 유사하게 내수 부진의 여파로 당분간 수지는 양호할 것으로 보인다. 수입 물가가 수출 물가보다 상승한 점은 내수 회복 시 무역수지가 줄어들 여력이 크다는 것을 시사한다.

그림119 내년 한국 수출 증가율은 소폭 둔화될 것



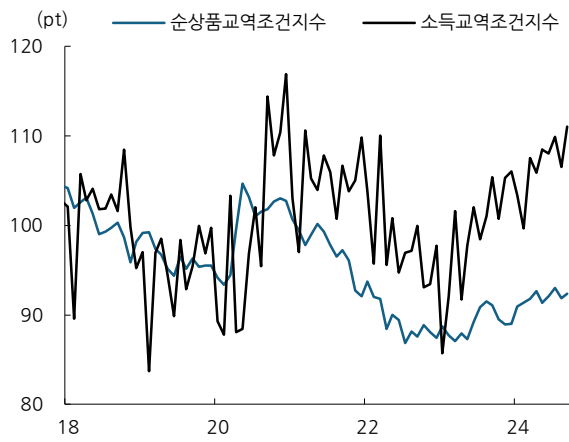
자료: Trass, 한국은행, 리서치센터

그림120 조선, 반도체를 제외하면 전반적으로 좋지 않음



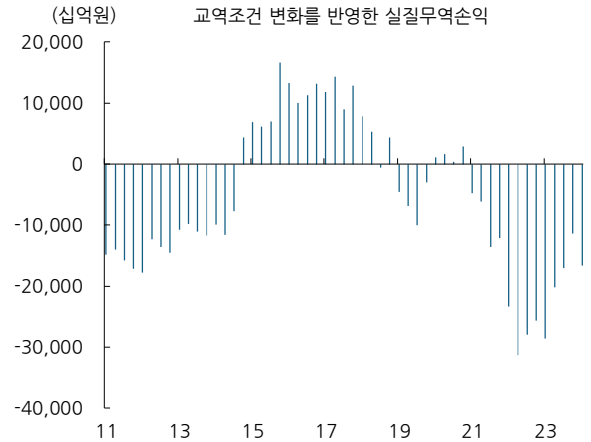
자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림121 교역조건은 좋지 않지만 물량으로 승부 중



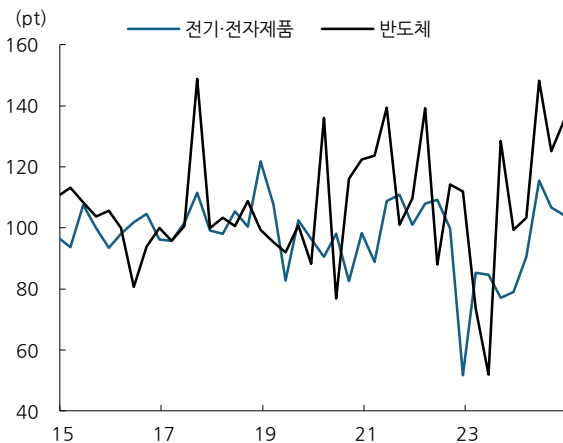
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림122 수출 단가는 내려가고 수입 단가는 올라가고



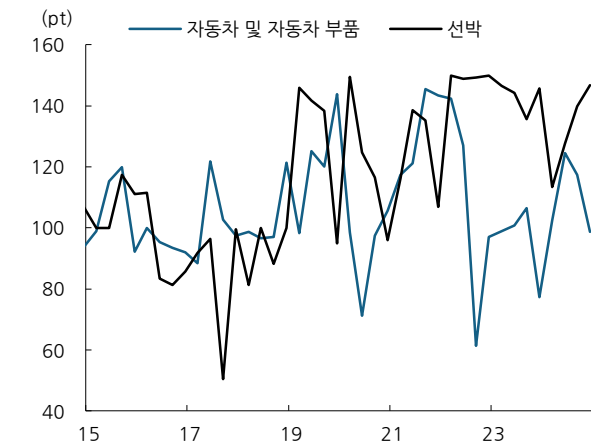
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림123 IT 수출 전망은 나쁘지 않음



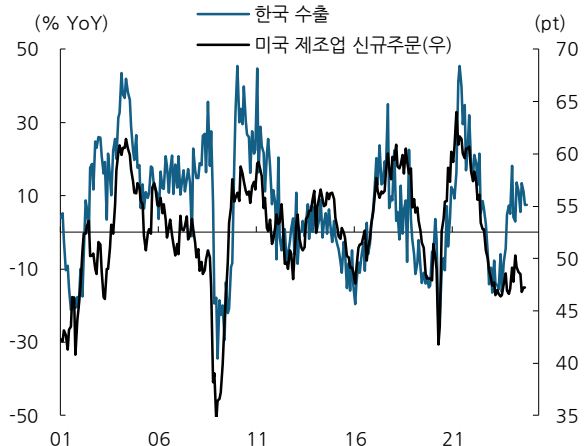
자료: 한국무역협회, 리서치센터

그림124 조선은 업사이클, 자동차는 애매한 상황



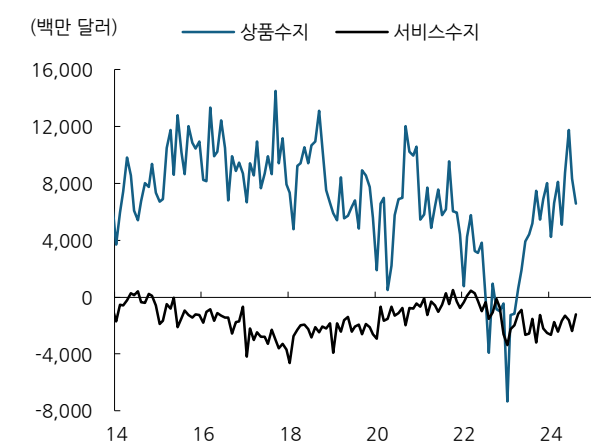
자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림125 선진국 제조업 부진 시 한국 수출 부진 불가피



자료: ISM, 관세청, 한국은행, 리서치센터

그림126 내수 부진에 따른 무역수지 및 경상수지 흑자 지속



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

## 건설 투자도 마찬가지로 둔화 지속될 가능성

경제에서 차지하는 비중이  
줄어드는 건설 투자

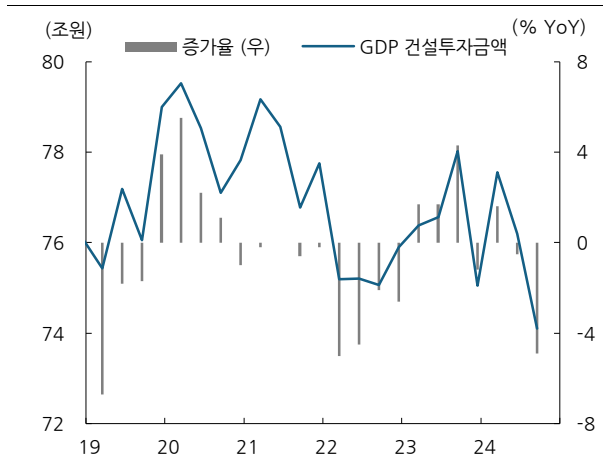
코로나 이전까지만 해도 건설 투자는 한국 GDP의 약 22~25%를 차지했다. 코로나 이후 그 비중이 20~23% 수준이었다. 올해 3분기 건설 투자 비중은 12.93%를 기록하며 처음으로 13%를 하회했다. 21년 이후 5개 분기를 제외하면 건설 투자는 부진했다. 이마저도 20~21년 강세장에서의 성과였다.

부동산 전반의 가격이 상승하면 건설 투자 성장을 기대할 수 있다. 하지만 특정 지역으로의 쏠림은 큰 도움이 되지 않을 것이다. 부동산 시장의 양극화는 당분간 건설 투자 성장을 저해할 것으로 보인다. 서울 일부를 제외한 지역의 부동산의 상황이 좋지 않다. 서울 이외 지역에서는 원가 상승 등의 부담으로 재개발이 힘든 사업장이 늘어나고 있다. 서울 이외 지역이 활기를 띠어야 경제 전반의 건설 투자는 개선될 수 있다.

건설 투자의 선행지표로 볼 수 있는 건설수주액, 동행지표로 볼 수 있는 건설기성액 모두 빠르게 반등하긴 힘들 것으로 보인다. 건설수주액은 최근 5년간 가장 낮은 수준을 기록 중이다. 설상가상으로 한국은행의 금리 인하 속도가 빠르지 않다면 금리에 가장 민감한 섹터로 손꼽히는 건설 투자 부진은 불가피하다.

민간 소비와 정부 소비 다음으로 큰 비중을 차지하는 건설 투자 부진은 수출 둔화와 맞물려 내년 한국 경제 성장의 하방 리스크 요인으로 작용할 것이다.

그림127 GDP 건설 투자 성장 추이



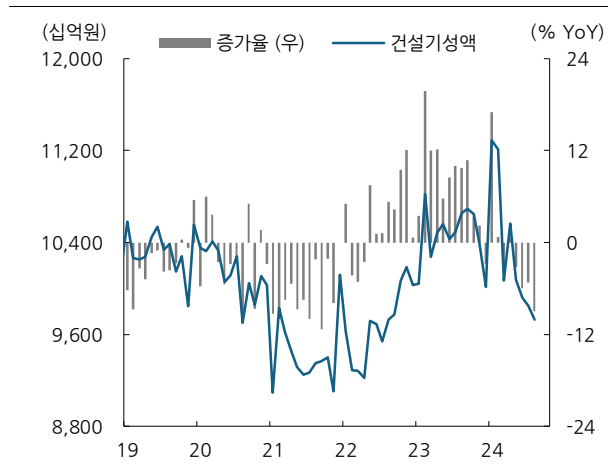
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림128 주택인허가 및 미분양주택현황



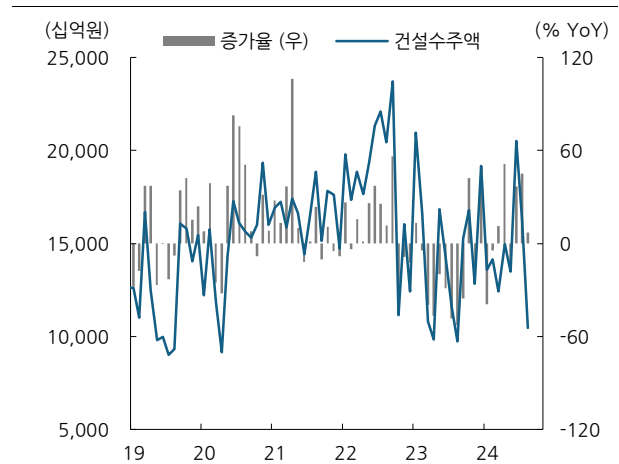
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림129 동행지표 역할을 하는 건설기성액



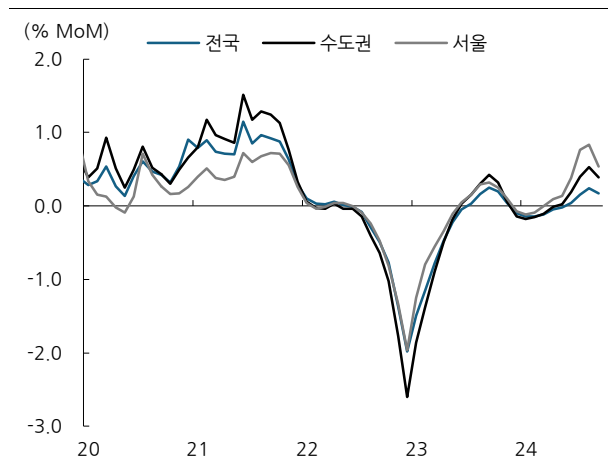
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림130 선행지표 역할을 하는 건설수주액



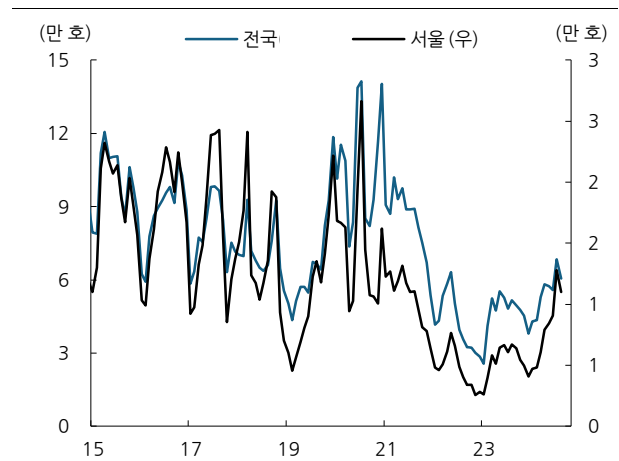
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림131 서울 및 수도권 중심의 반등, 기타지역 반등 미미



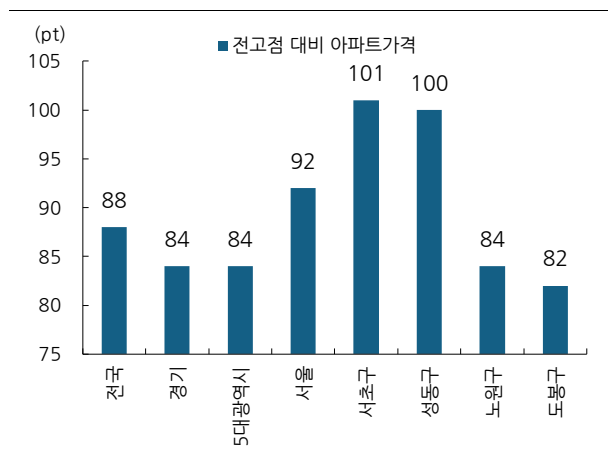
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림132 부동산 투자 심리를 보여주는 주택 거래량



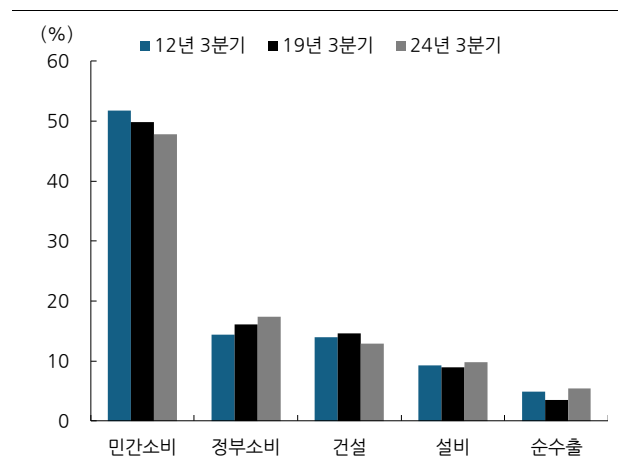
자료: 통계청, DS투자증권 리서치센터

그림133 이븐하게 회복하지 못한 아파트 시장



자료: 한국부동산원, DS투자증권 리서치센터

그림134 GDP 구성 비중 변화



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터



## 좋은 경제 지표에도 인하는 계속될 것

### 경제 지표가 강해도 금리 인하 기조에는 초록불

#### 잡혀가는 물가, 거리가 먼 완전 고용

고용 시장을 중시하기 시작한 파월

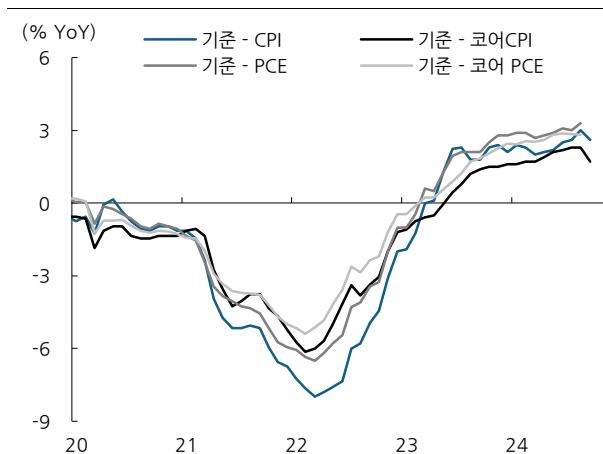
연준의 금리 인하 사이클이 본격적으로 시작되었다. 침체를 피해 경기 데이터가 개선되더라도 연준은 완전 고용을 바라보며 인하에 집중할 것으로 보인다. 고용에 대한 언급 빈도를 점차 늘리던 파월은 본격적으로 완화적인 통화정책의 시작을 알렸다.

인플레이 파이팅이라는 목표는 달성

물가를 잡기 위해 시작된 긴축은 사실상 목표를 달성했다. 물가안정과 완전 고용을 동시에 달성해야 한다. 연준 통화정책의 목표다. 완전 고용은 정량적인 기준이 없다. 그래서 물가 상방 압력이 없다면 굳이 연준은 긴축적인 스탠스를 보이지 않아도 된다. 엘런의 고압경제도 비슷한 맥락에서 나왔다. 만약 당시에 물가 상승 조짐이 보였다면 제 아무리 고용친화적인 연준 의장이라도 타이트한 고용시장을 유지해야 한다고 주장하기 힘들다.

절대적인 기준금리가 높은 상황이며 물가 수준을 감안하면 연준의 금리 인하는 중립적인 수준까지 빠르게 진행될 것으로 보인다. 내년 기준금리 인하폭은 100bp, 연말 기준금리 수준은 3.50% 예상한다.

그림135 물가 대비 기준금리가 너무 높음



자료: BLS, FRB, DS투자증권 리서치센터

그림136 미국 물가 상승률 및 기준금리 추이



자료: BLS, FRB, DS투자증권 리서치센터

## 지속하기 힘든 QT

### 식지 않는 MMF

연준의 금리 인하에도 MMF 인기가 식지 않고 있다. 9월 MMF AUM 총액은 6.81조 달러로 연초대비 5,240억 달러 늘어난 규모다. 연준의 금리 인하를 앞두고도 유입액은 줄어들지 않았다. 일각에서는 MMF에서 빠져 나오는 자금이 주식시장이나 다른 자산군으로 유입되는 것을 기대하는 시각도 늘어나고 있다. 하지만 MMF 자금 유입은 당분간 계속되거나 크게 줄어들진 않을 것으로 보인다.

#### 계속되는 은행의 예금 밀어내기

MMF의 인기가 식지 않는 이유는 은행의 예금 밀어내기에 있다. 미국 대형 은행의 예금 금리는 여전히 0%대를 기록하고 있다. CD의 경우 기준금리 수준의 이자를 주고 있지만 예금 계좌와는 성격이 다르다. 은행에 예치된 예금은 천천히 늘어나고 있지만 MMF로의 유입은 빠르게 지속되고 있다. SLR과 같은 규제의 영향이 여전히 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 코로나 이후 규제에 맞닥뜨린 은행은 같은 계열사의 MMF로 예금을 밀어냈던 점도 확인되고 있다. 은행 시스템에서 받지 못하는 유동성이 빠져나갔다는 점을 뒷받침 해준다.

#### MMF 자금은 예금의 성격

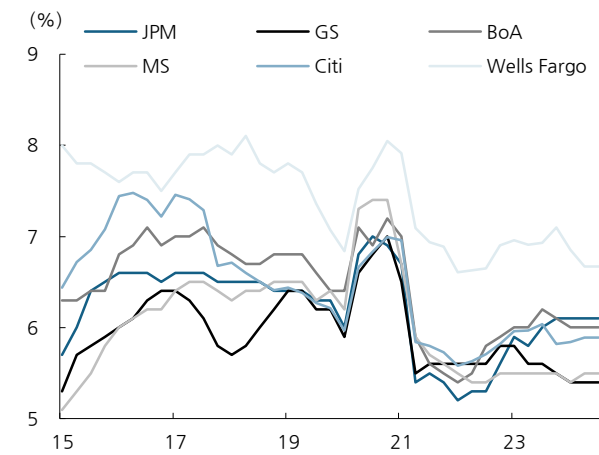
MMF에 쌓여 있는 자금은 예금의 성격이 강하다고 볼 수 있다. MMF에서 빠져 나온 유동성이 주식시장으로 들어가기 힘들다고 보는 이유다. 기준금리 인하에도 MMF는 후행하여 자금이 빠져들거나 혹은 크게 빠지지 않았다. MMF 기대수익률보다 은행의 예금 금리가 낮으면 여전히 MMF가 매력적인 선택지가 된다. 실제로 2010년대 제로금리 기간에도 MMF에서 자금 이탈은 확인되지 않았다.

코로나 이후 예금 성격과 유사한 유동성이 은행 예금으로 흡수하기 힘들 정도로 늘어났다. 은행의 자본 확충 속도가 더디고 규제당국의 금융규제 완화 혹은 보완적 정책이 발표되지 않는다면 당장 MMF 시장은 줄어들기 힘들다. MMF 시장 성장의 배경에는 높은 금리도 있지만 갈 곳 없는 예금의 이동이라는 점을 감안하면 연준의 금리 인하에도 크게 줄어들지 않을 것으로 보인다.

만약 MMF 유출 가능성이 낮다면 가장 환호하는 주체는 재무부다. 단기채 수요가 많다는 뜻이다. 단기채 발행 비중은 22.2%로 권고사항인 15~20%를 넘어서 상황이다. 작년 9월부터 단기채 비중은 20%를 넘었다. 장기채 발행을 급하게 늘렸을 때 채권 금리 충격이 컸다. 이러한 경험을 토대로 이후 쪽 단기채 발행에 의존해왔고 당분간 비슷한 발행 구성을 보일 가능성이 높다.

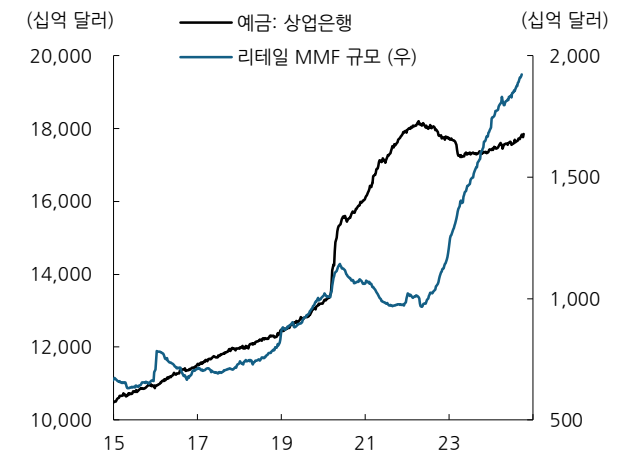
한 가지 확실한 점은 은행이 MMF로 끌렸던 자금을 흡수하지 못한다면 구조적으로 단기채 발행량은 코로나 이전보다 높은 수준을 유지해야 할 것으로 보인다. 그러지 않으면 역레포 계정으로 자금 유입이 많아지거나 혹은 그 수준이 유지되면서 지준 부족을 유발할 수 있기 때문이다. 엄밀히 만기별 수급을 살펴보았을 때 정부 재정적자 확대가 과거만큼 장기 구간에 부담을 주지 않을 가능성도 높아진다.

그림137 SLR 비율은 여전히 낮은 상황 (예금 거부의 배경)



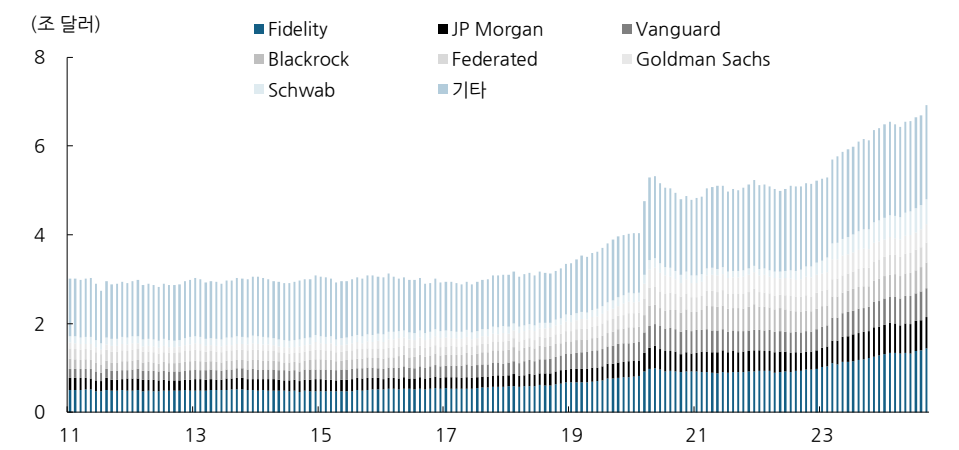
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림138 은행이 받지 못한 예금은 MMF로



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림139 MMF 시장 규모 추이



자료: OFR, DS투자증권 리서치센터

## 줄어드는 기준을 늘리는 방법

연준의 총자산은 약 7조 달러 수준이다. 6월부터 시작된 QT 테이퍼링은 연준의 총자산을 약 550억 달러씩 매달 줄이고 있다. 이 속도를 감안하면 연말까지 약 6.8천억 달러 수준을 기록할 것으로 보인다. 기준은 3.1~3.3조 달러 수준을 유지하고 있다. 단기채 순발행 속도에 맞춰 역레포 계정이 줄어들어 대략 3~4천억 달러 수준이다.

계속되는 QT 속에 적절한 기준에 대한 탐색이 서서히 시작되고 있다. 인플레이션을 감안하여 적정 기준 수준을 3조 달러라고 본다면 QT를 중단하거나 기준을 늘리는 작업이 필요하다. 단기 유동성 이슈와 별개로 기준을 늘릴 수 있는 수단이 남아있지만 재무부의 이자 부담 등을 감안하면 QT를 연내 멈출 가능성이 높다고 판단된다.

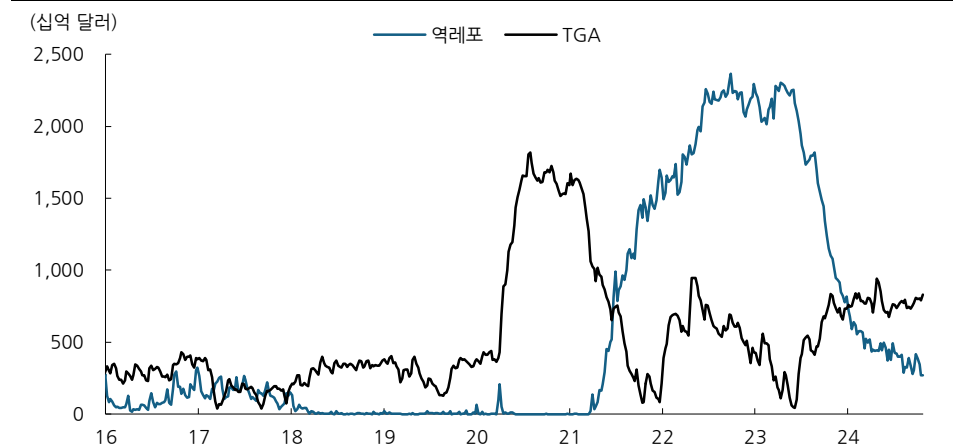
### 기준을 늘리는 방법

1. 단기채 발행
2. TGA 방출

재무부는 기준을 늘리기 위해 2가지 카드를 선택할 수 있다. 단기채 발행을 빠르게 늘리는 방법과 쌓여있는 TGA 방출이 있다. 단기채 발행량은 계속해서 권고사항인 전체 국채 중 15~20% 범위를 넘어서고 있다. 작년 여름 국채 수급 이슈로 미국 10년물 금리가 5%를 넘어설 때 재무부는 최대한 장기물 수급을 무너뜨리지 않기 위해 단기채 발행을 늘려왔다. 이후 줄곧 단기채 발행 총액은 20%를 넘고 있다. MMF로의 자금은 계속될 것으로 보인다.

TGA를 대략 3천억 달러 정도 방출할 여력이 있어 단기 유동성은 풍부할 것으로 보인다. 아직 역레포에 쌓여있는 2.5천억 달러와 TGA에서 추가로 뺄 수 있는 4천억 달러를 합하면 잠재 기준 5천억 달러가 늘어날 수 있을 것으로 보인다. 기존의 기준 3.2조 달러를 더하면 대략 약 3.7조 달러 정도의 기준이 확보된 상황이라고 볼 수 있다. 하지만 이는 모든 카드를 다 소진했을 때의 기준 수준이기 때문에 단기 시장의 발작을 잠재 기준이 기준으로 옮겨지지 않는 이상 막을 수 없다.

그림140 역레포와 TGA에 총 5천억 달러 수준의 잠재 기준이 있음



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

### 보수적인 기준 책정 필요

규제로 인해 적극적인 SRF  
활용이 힘들 가능성

이미 레포 시장의 균열은 미세하게 보이고 있다. 3분기 말 레포 금리는 연방기금금리에 비해 크게 튀었다. 서서히 단기자금시장에 부담이 느껴지고 있다. 하지만 스탠딩레포기구(SRF)가 제 역할을 하지 못할 수 있다. 설상가상으로 달러들의 대차대조표에 여유가 없는 상황이라 SRF가 얼마나 활용될 수 있을지 의문이 든다. 레포 시장에서 부족해지고 있는 것은 단순히 유동성뿐만 아니라 엄격한 금융기관 규제다.

예상보다 보수적으로 적정  
기준을 설정해야 할 것

게다가 19년 레포 발작은 당시 대형 은행들의 서베이와 연준의 적정 기준에 대한 고민을 무색하게 만들었다. 은행과 연준은 1조 달러 정도의 기준이면 충분할 것이라고 판단했지만 실제로는 1.5조 달러 수준에서 레포 발작이 발생했다. 보수적으로 접근할 필요가 있다. 결국 이 모든 걱정을 가장 간단하게 줄일 수 있는 QT 중단 카드를 만지작거릴 수밖에 없다.

그림141 적정 기준은 항상 보수적으로 생각해야

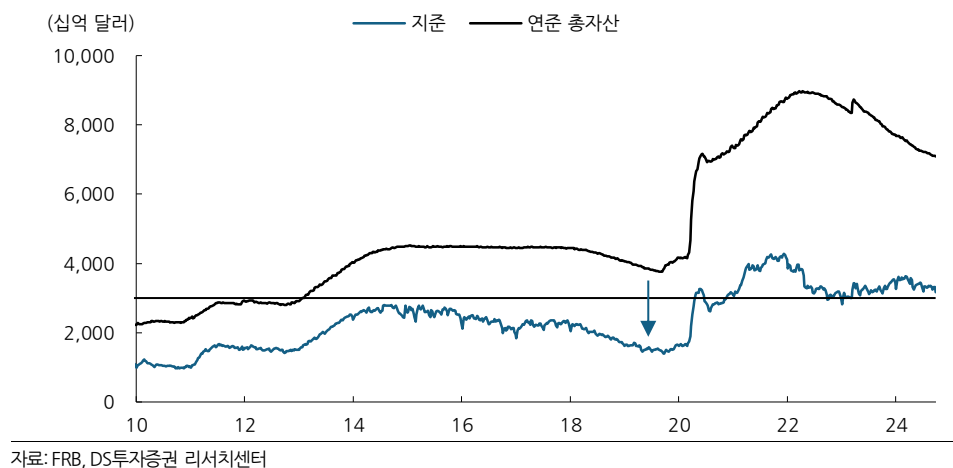


그림142 권고사항을 넘어선 단기채 발행

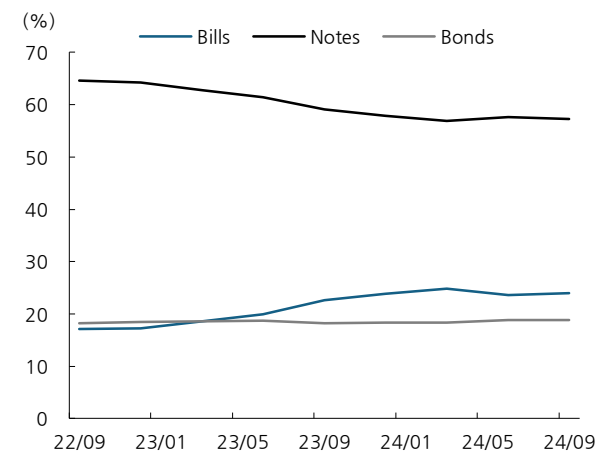


그림143 스탠딩 레포도 크게 도움되기 힘들

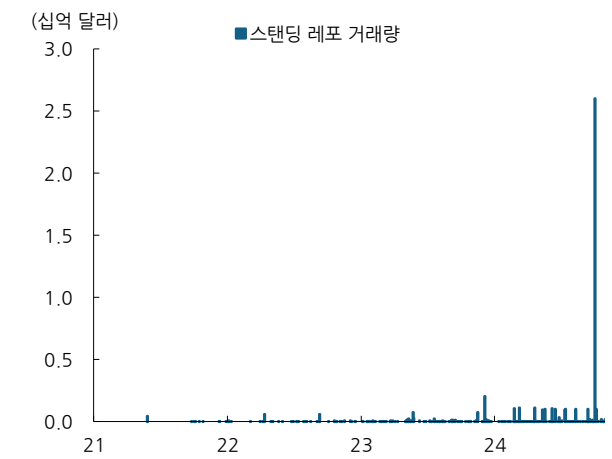
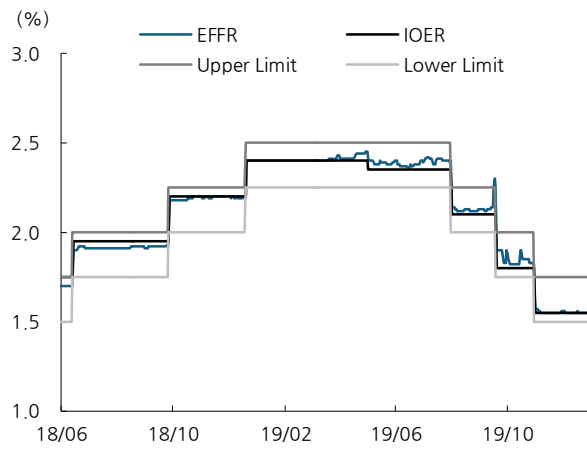
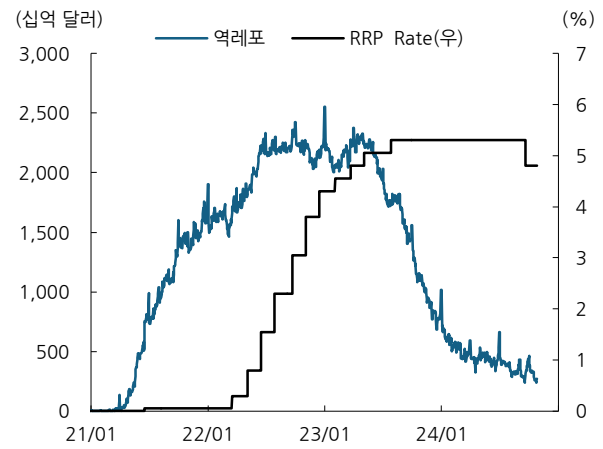


그림144 19년 당시에 시장 금리는 미리 경고를 줬음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림145 역레포에는 약 2,500억 달러 남아있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

# 전략

## 격변하는 자산시장 : 인플레이션에 금리 인하가 더해진다



## 인플레이션에 더해지는 금리 인하

### 익숙한 패턴의 시장 경로

#### 완화적인 정책의 시작

경기 회복이나 이익 성장 기대는 낮아져 있다. 고금리와 높은 인플레이션으로 만들어진 고통이 펀더멘탈을 훼손할 것이라는 시각도 팽배하다. 그러나 약한 기대가 실제 나쁜 것과는 다를 수 있다. 글로벌 통화 및 재정정책 환경은 지난해보다 완화적이다. 글로벌 유동성 확대는 경기 하방을 막을 것이고 이후 성장 동력을 만들어낼 것으로 예상된다.

#### 지난 2년과 비슷한 패턴의 경로 예상

시장 경로는 지난 2년과 유사한 패턴을 예상한다. 인플레이션이 디스인플레이션으로 전환되는 과정에서 시장은 상승 동인을 얻어왔다. 금리 인하가 시작된 시점에서 디스인플레이션을 만들어낸 기저효과는 약해진다. 반면 경기 사이클은 기저효과가 약해지고 다시 정상화되는 구간에 들어선다. 경기 사이클은 새로운 순환주기가 시작되는 출발점일 수 있다. 25년의 상승 동인은 정상화 과정이 만들어내는 기대의 실현에 있다.

#### 경기는 실제 회복이 실현되는 경로를 예상

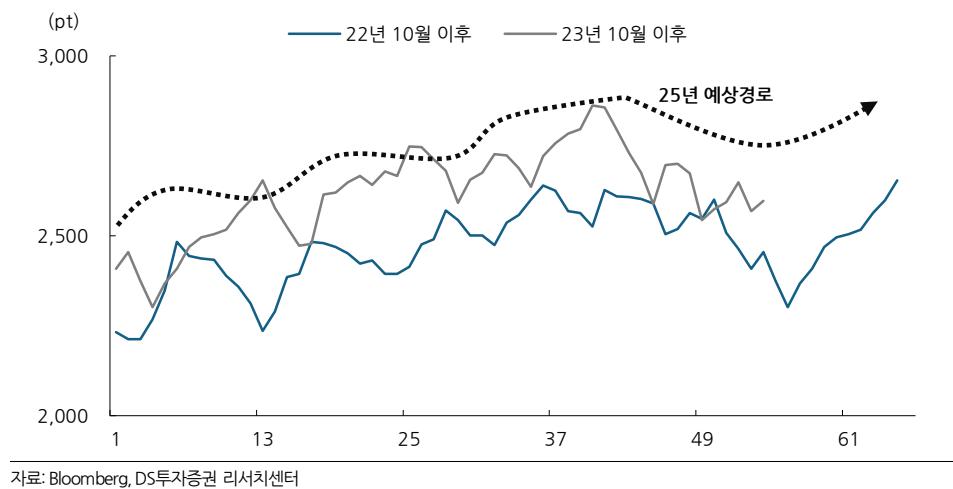
정상화 과정에서는 기대와 실망이 교차할 수 있다. 지난 2년과 비슷하지만 다른 점은 실망보다는 점차 기대가 실현되는 경로일 수 있다는 점이다. 미국이 나쁘지 않은 상황에서 글로벌 완화 기조로 인해 경제나 금융에서 경기회복 효과가 발현될 것으로 보기 때문이다. 따라서 주가지수는 지난 2년보다는 높아진 지수 수준에서 패턴은 비슷한 경로를 밟아갈 것으로 예상된다. 미국 대선 직후 및 연초에 정치적 잡음과 정상화되는 과정에서 혼란으로 변동성이 있을 수 있으나 유동성과 경기회복 신호로 충분히 이겨낼 것으로 예상된다.

#### 목표 코스피 3,000pt

목표 코스피는 3,000pt를 제시한다. PBR 밸류에이션 기준 1배 수준이다. 침체와 회복 가능성을 오가는 시장에서 회복 가능성을 반영하여 상단을 산정했다. 지루한 횡보국면에서 지난 10년간 평균은 0.93배였다. 정상적인 경기 사이클 회복이라면 0.93배 이상은 가능하다고 판단한다. 1배 이상은 성장이 더 확실해질 때 가능한 영역이다.



그림146 최근 2년 코스피 경로와 25년 예상 경로



## 금리 인하시기 부동산과 주식

### 금리 인하를 반영하는 부동산

인플레이션 효과는 금리  
인하로 더욱 커진다

금리 인하가 시작되었다. 기축 통화국인 미국이 금리를 내리면 다른 국가들의 주식을 비롯한 자산시장 기대수익도 변화하게 된다. 지난 2년간 긴축적인 환경에서 자산 가격은 높아진 금리에 맞춰 기대수익을 바꿔왔고 잘 적응해 왔다. 다시 완화적인 환경으로 바뀌고 있다. 여기에 맞춰 투자자들은 기대 수익을 바꿔나갈 것이다. 기대수익 변화가 금리와 비교한 임계점을 지나면 자산가격 변화 폭은 커지게 된다.

경기 문제가 아닌 낮아진  
인플레이션과 너무 높은  
금리가 문제다

한편 금리 인하를 바라보는 시각은 나뉠 수 있다. 금리정책이 전환되는 초기에 투자자들은 기대수익을 쉽게 바꾸지 않는다. 금리 인하는 항상 경기 논란을 만든다. 경기가 부진할 때 인하하기 때문에 경기 논란은 변동성을 높인다. 특히 Fed의 50bp 금리 인하는 이례적으로 경기 논란을 더 부추길 수 있다. 그러나 큰 폭 인하를 다르게 볼 수도 있다. 1) 너무 높은 수준까지 정책 금리를 올렸다는 것과 2) 경기침체가 발생할 경우 일정 수준 금리가 낮아져 있는 것이 대응하기 용이하다는 점에서 긍정적일 수 있다.

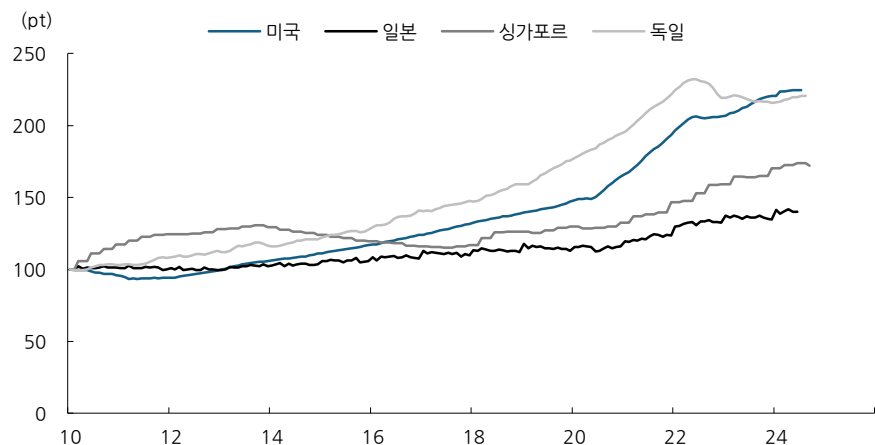
자산가격 움직임을 보더라도 침체 가능성은 낮다. 부동산과 관련된 가격지표 움직임에서 확인된다. 인플레이션 지표에서 주거비와 관련된 부분은 하락이 더디다. 인플레이션이 높을 때는 하락 속도를 늦춰 부담이다. 하지만 인플레이션이 낮아지면 하락이 가파를 경우 문제가 된다. 경기가 크게 부진할 경우 부동산 임대료 하락도 크기 때문이다. 지금 수준에서 보면 경기가 나쁘지 않다고 판단할 수 있다.

금리 인하로 기대 수익이  
균형을 맞추면서 부동산  
투자매력은 상승한다

금리 인하시기에 자산선택에서 가장 편한 선택지가 부동산이다. 이미 인플레이션 효과로 실물자산(hard assets)인 부동산은 상대적 매력이 높아진 상태다. 여기에 금리 인하가 더해지면서 부담 없는 선택지가 되고 있다.

과거 스태그플레이션 시기에도 부동산 가격은 하락하지 않았다. 금융위기와 같은 시스템 위기가 아니라면 부동산 가격은 크게 변화하지 않는다. 성장과 상관성이 낮은 자산이기 때문이다. 기대 수익이 임대수익률에 따라 결정되고 임대수익률은 금리에 반응한다. 인플레이션 효과로 부동산에서의 현금흐름은 높아져 있다. 금리 인하로 금리가 낮아지면 투자매력을 더 높이는 요인으로 작용하게 된다.

그림147 주요국 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2010.01=100

### 바텀은 확인한 주식 기대수익

주식의 현금 흐름기준  
수익률은 바닥권에 도달

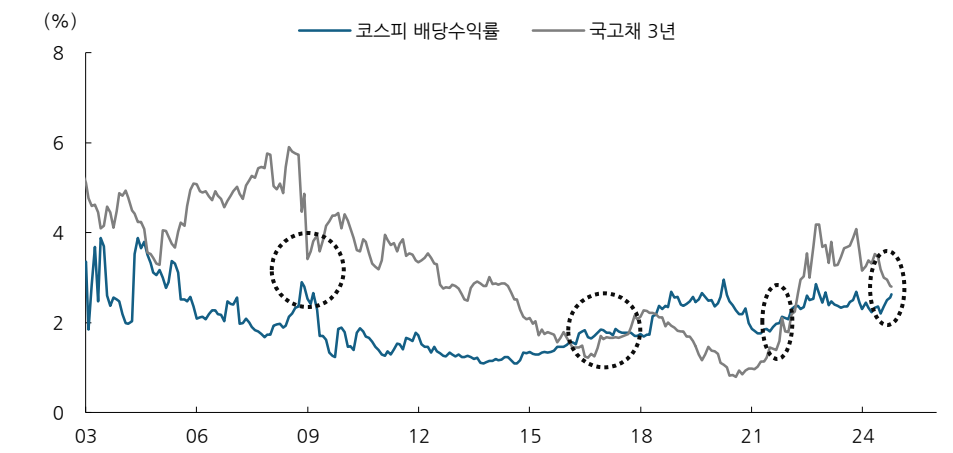
주식도 금리 인하로 기대수익이 변화할 수 있다. 주식 현금흐름에서 발생하는 수익인 배당 수익률은 매력적인 수준으로 올라섰다. 금리 인하가 더해지면서 금리와 배당 수익률은 비슷해지고 있다. 배당 수익률과 금리가 비슷해지는 구간은 일반적으로 주가지수가 바닥인 경우가 많다. 즉 지금 수준에서 코스피는 바텀 영역으로 현재 수준(2,500~2,600pt)을 지지할 확률이 매우 높다고 판단한다.

주식은 성장가치가 더  
중요하다

주식이라는 자산이 부동산 같은 실물자산과 다른 것은 기대 수익에 미래 성장이 반영된다는 점이다. 그렇다 보니 주식은 금리 인하에 시차를 두고 반응하는 경우가 많다. 성장가치는 성장이 확인되고 미래 성장 전망도 긍정적일 때 반영된다. 물론 성장 가치가 반영될 때는 부동산보다 확장성이 크다.

기업은 성장하지 않으면 안 된다. 부동산처럼 영속성이 담보되지 않는다. 즉 현금흐름을 뒷받침할 수 있는 이익 성장이 있어야 한다. 따라서 성장이라는 변수가 주식에서는 중요한 역할을 할 수밖에 없다. 부동산과 달리 현금흐름이 성장과도 연결되기 때문이다. 성장을 하지 못할 경우 현금흐름 자체가 불가능할 수도 있는 자산이 주식이다.

그림148 금리와 코스피 배당 수익률 비교



자료: Bloomberg, Quantivise, DS투자증권 리서치센터

## 부동산과 코스피의 상관성

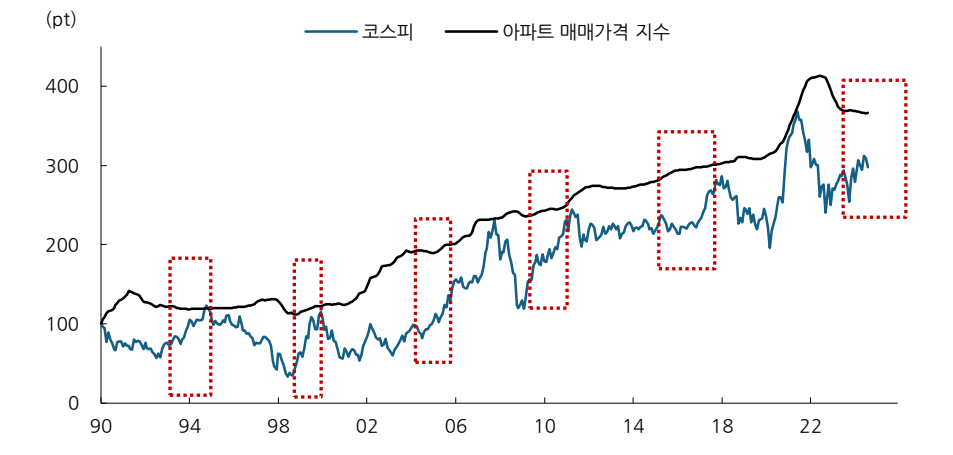
장기적으로 비슷한 경로  
단기적으로 대체되는 경로

부동산은 인플레이션 효과가 나타나기 시작하고 있었다. 부동산과 관련된 비용 요인들이 전반적으로 상승했고 이것이 자산가격에 전가되었다. 가격의 하방을 방어해주고 있다. 여기에 금리 인하 효과가 더해지기 시작했다. 부동산과 코스피는 단기적으로 상관성이 약해 보이지만 장기적으로 비슷하다. 부동산 자체가 극단적인 침체만 아니면 성장하기 때문에 장기적으로 코스피도 이러한 성장을 쫓아가기 때문일 것이다.

단기적으로 달리 움직이기 때문에 부동산과 주식은 대체되는 경로를 보인다. 부동산 가격이 주춤할 때 코스피 움직임이 강해지는 구간이 나타난다. 이번에도 비슷할 수 있다고 본다. 금리 인하에 앞서 부동산 가격 상승 움직임이 나타났고 다시 주춤한 구간에 들어서고 있다. 반면 성장을 반영하는 주식은 지난 2년 상대적으로 부진했다. 금리 인하 효과가 주식자산에 성장으로 반영된다면 25년은 주식이 더 나은 자산이 될 수 있다.

자금 흐름 측면에서도 부동산 상승이 가파를 때 주식시장으로 자금 유입은 정체된다. 일반적으로 자금 규모에서 부동산 규모가 더 크기 때문이다. 과거 패턴을 보면 부동산 가격이 상승한 이후 정체기에 들어서면 주가지수가 상승하는 경우가 많았다. 상승했던 부동산이 정체기에 진입하면서 주식으로 관심이 이동할 수 있다고 본다.

그림149 코스피와 서울 아파트 매매가격 지수



자료: Bloomberg, KB부동산, DS투자증권 리서치센터

## 경기 사이클의 정상화

비정상을 만들었던 코로나 팬데믹 시기 데이터

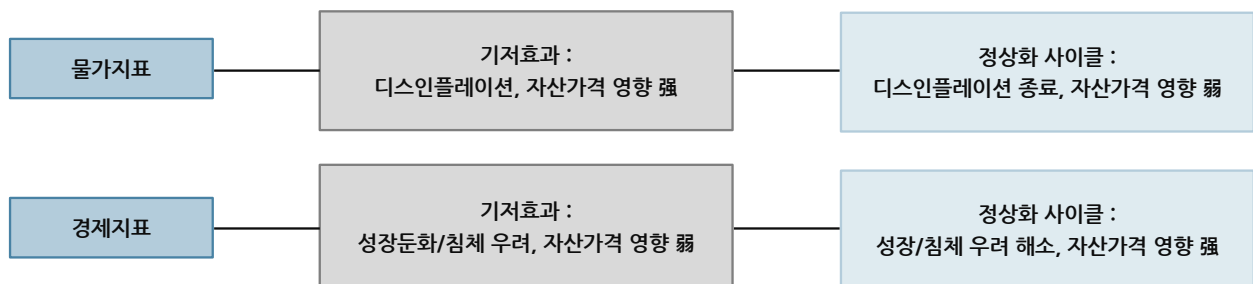
코로나 팬데믹 상황에서 만들어진 데이터는 정상적 경로를 크게 벗어났다. 급락과 급등의 과정이 있었고 데이터 변화에는 기저효과 영향이 정상적인 경우보다 크게 반영되었다. 정상적인 경우보다 데이터 해석이 어려울 수밖에 없었다. 특히 인플레이션 지표에서 가장 민감한 반응이 있었다. 2년의 시간이 지나면서 기저효과 영향력은 약해지는 구간에 들어서고 있다. 인플레이션 지표만 하더라도 기저효과에 따른 하락은 막바지에 다다르고 있다.

기저효과가 약해지면서  
침체의 우려는 나타나고  
있다

경제 지표에서도 기저효과가 사라지면서 전반적으로 비슷한 패턴을 보여주고 있다. 경제규모를 판단하는 GDP, 수요를 판단하는 소비와 고용 등에서 모두 기저가 정체되면서 모멘텀(증가율)은 하락하고 있다. 지금까지는 이러한 하락을 기저효과로 치부할 수 있었다. 그러나 기저효과가 막바지에 다다르면서 약해지는 증가율 데이터는 경기에 우려를 동반시키기도 한다. 이것이 일종의 침체 내러티브를 만들어내는 중이다.

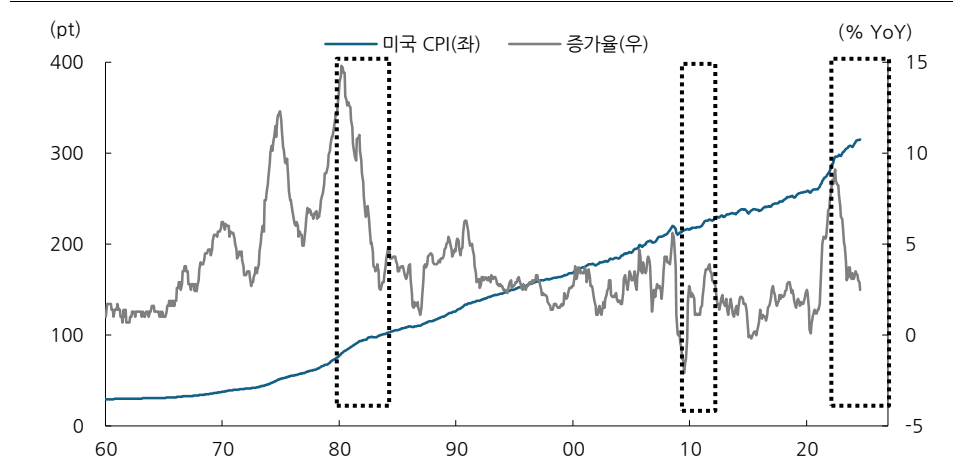
성장에 대한 의구심으로 혼란이 발생하고 24년 9월 금리 인하 전후로 보였던 것과 같은 변동성이 나타나기도 한다. 25년 연초에 변동성이 나타날 수 있는 구간도 경제 지표에서 나타날 혼란에 기인할 수도 있다. 일부 데이터에서 기저효과가 사라지면서 상승이 없으면 부진으로 오해될 수 있기 때문이다. 그러나 금리 인하 효과는 시차를 두고 긍정적 효과를 발현한다. 점진적으로 성장 신호가 뚜렷해질 것으로 본다.

그림150 기저효과 구간과 정상화 사이클 비교



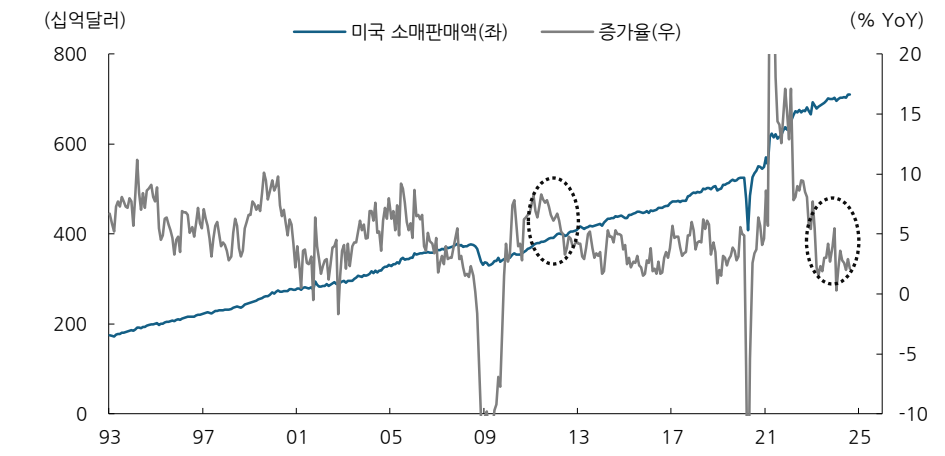
자료: DS투자증권 리서치센터

그림151 기저효과가 약해지는 국면에 들어서는 CPI



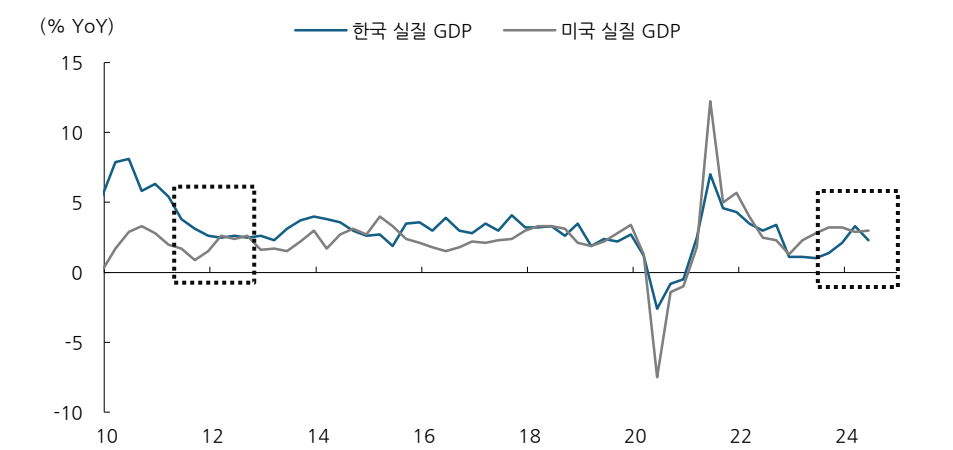
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림152 기저효과가 사라지고 정상화 국면에 들어서는 소매판매



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림153 기저효과가 사라지고 정상화 국면에 들어서는 GDP



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

정상화 국면에서  
경제 규모는 더 커진다

경기 사이클이 정상화되면서 새로운 순환주기가 시작되면 본격적인 성장이 진행된다. 인플레이션 효과와 대규모 재정 투입으로 경제규모는 이전보다 확대된 상태다. 이미 확대된 상태에서 다시 성장한다는 것은 성장률이 높지 않아도 코로나 팬데믹 이전과 비교해 경제규모는 더 커진다는 의미다.

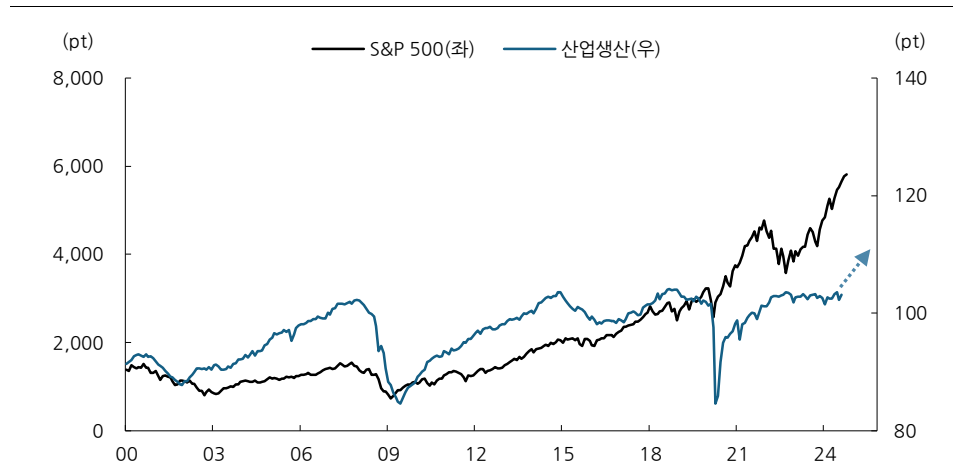
정체되었던 산업생산도 금리 인하효과로 상승할 수 있다. 금리 인상 사이클에서 생산활동 수축은 수요위축 우려가 영향을 주었다. 침체 가능성으로 적극적인 생산활동을 하지 않았다. 기본적인 생산활동 증가와 함께 AI가 생산성으로 연결되기 시작한

다면 금융위기 이후 약 10년간 정체되었던 산업생산이 오랜 정체구간을 벗어날 수 있다고 본다.

#### 경제규모 확대와 주가지수는 상관성이 매우 높다

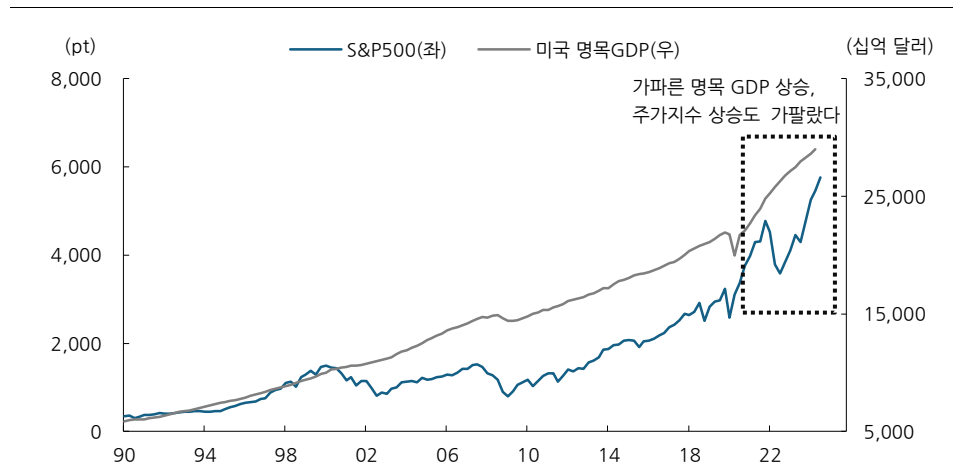
기본적으로 산업생산이나 GDP는 모두 경제규모를 보여주는 지표다. 이러한 지표들이 주가지수 추세와 비슷한 흐름을 보여준다는 것은 경제규모가 증가하면 주식시장도 동반해서 상승한다는 의미다. 따라서 자산시장에서 성장에 민감한 주식 기대 수익률도 성장으로 더 높아질 것으로 예상한다. 기대 수익률 상승으로 주식자산의 금리 인하 효과는 더 커질 것이다. 미국의 경우 주가지수가 높은 수준이기는 하지만 침체로 인해 생산이 하락하지 않는다면 생산 증가로 주가지수 상승은 충분히 가능하다고 판단한다.

그림154 S&P 지수와 산업생산



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림155 GDP 추세와 주가지수

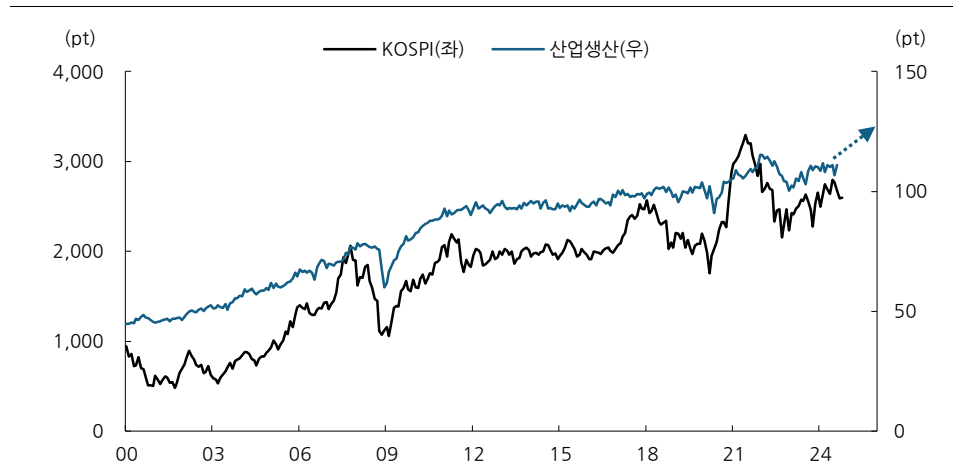


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

변동성이 있긴 하나 코스피도 경제 규모 확대와 함께 한다

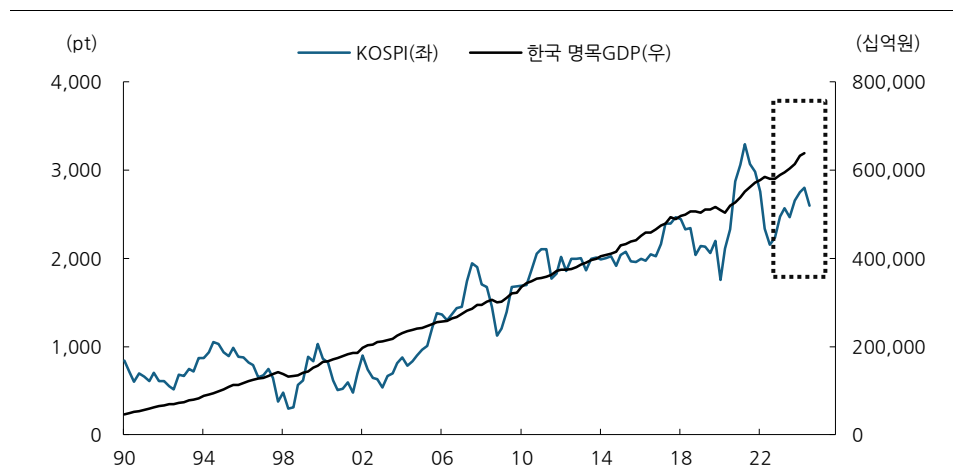
한국시장도 기본적으로 산업생산 및 GDP 등 경제규모 성장이 주가지수 상승으로 연결된다. 하지만 추세가 뚜렷한 미국시장과 달리 순환과 변동성이 크다. 내부 수요로 산업생산 및 GDP가 성장하는 것보다 외부 수요에 의존한 성장이 크기 때문이다. 외부에서 변화가 크면 성장의 모멘텀도 크게 진폭을 보이고 여기에 맞춰 주가지수도 하락하고 상승하게 된다. 따라서 수요를 만드는 미국 주가지수보다 순환 진폭이 크게 나타나는 특징이 있다.

그림156 코스피와 산업생산



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림157 코스피와 GDP



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



## 리스크 요인 : 미국의 선거

### 정부변화가 추세를 바꾸진 못한다

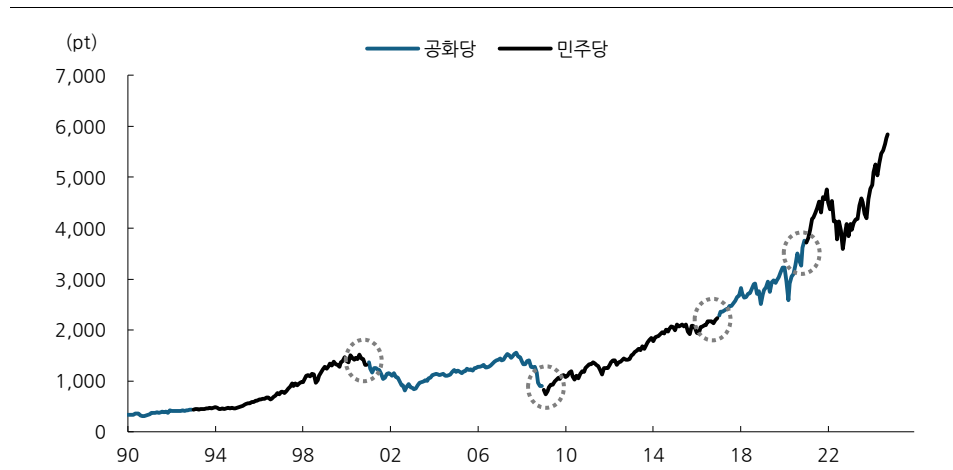
정부가 바뀌어도 시장추세가 바뀌진 않는다

트럼프 정책의 극단적인 면은 분명 시장에 우려를 주는 변수다. 하지만 정부가 바뀌어도 주식시장은 정부에 따라 크게 달라지지 않았다. 해리스든 트럼프든 경제 상황이 나쁘지 않게 전개된다면 시장은 상승 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 차이가 있다면 지수 흐름은 민주당 정부에서 안정성이 높게 나타난다. 공화당 정부에서는 상대적으로 변동성이 있다. 공화당 정부일 때는 미국보다 미국 외 시장이 더 나은 성과를 보였기 때문일 수 있다. 공화당 시기에 달러화는 약세를 보였고 이는 달러화 유동성 확대로 글로벌 시장 회복에 도움이 되었다.

달라지는 것은 정책 효과에 따라 업종에 변화가 있을 수 있고 변화가 나타나는 초기에 시장 변동성이 높아질 수 있다. 상승한 업종과 부진한 업종간 교체되는 과정에서 나타나는 자연스러운 현상이다.

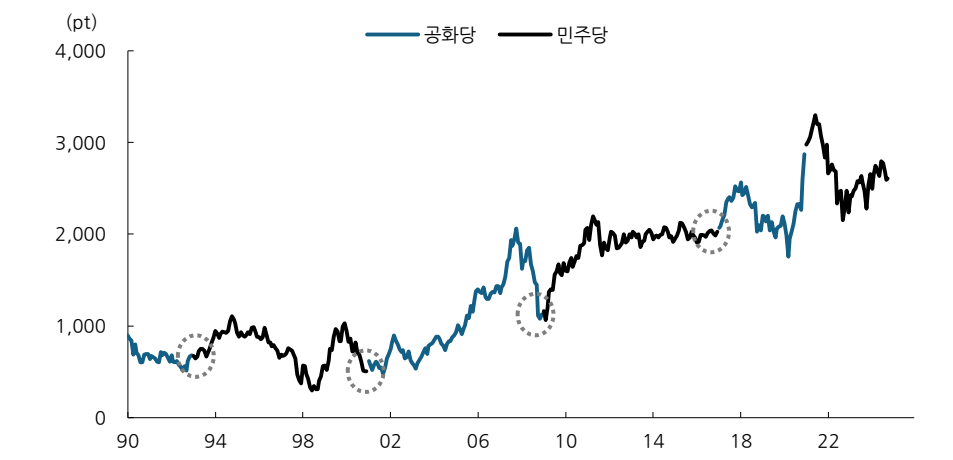
코스피는 민주당보다는 공화당 대통령 시기에 더 나은 성과를 보였다. 민주당보다는 공화당이 자유경제를 더 선호했기 때문에 해외시장에 우호적이었다. 트럼프 이후 보호무역 성향이 공화당에서 강해졌기 때문에 기존과는 다른 변화가 있을 수 있다. 무역을 중시하기 때문에 달러화가 마냥 강하지는 않을 것으로 예상된다. 코스피는 미국 정권이 교체되는 시기에 저점인 경우가 많았다.

그림158 미국 정당별 집권시기와 S&P500



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림159 미국 정당별 집권시기와 코스피



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

정부가 바뀌어도 투자는  
증가한다

대선 결과가 어떻든 주목해야 할 것은 투자 분야다. 미국은 금융위기 이후 정부 교체와 상관없이 일관되게 미국 내 투자를 늘리는 정책을 추진하고 있다. 이는 민간과 정부 모두에서 진행되고 있다. 1990년 이후 해외직접투자를 늘렸던 기조가 반대로 돌아선 흐름이 계속 이어진다고 보면 된다. 미국 제조업을 다시 부흥시키는 것으로 이는 효율성과는 별개 문제다.

IT, 금융, 산업재 등  
경기민감 업종이 수혜다

정책에 따라 수혜를 보는 업종은 달라질 수 있다. 1기 트럼프 정부 시기에 인프라 투자 관련 기업들이 수혜를 본 것처럼 특정 업종은 분명 정책 수혜가 가능하다. 하지만 주식시장 전체로 보면 지수가 크게 조정이 없다면 성장하는 업종은 상승을 이 어간다. IT, 금융, 산업재 등 전반적으로 경기 관련 업종이 상승할 것으로 예상된다.

표3 트럼프와 해리스 정책

구분	트럼프(공화당)	해리스(민주당)
슬로건	- Make America Great Again! ('20 년 Make Amreica Great)	- Let's win this!
정책 기초	- 감세와 규제 완화를 통한 자국 위주의 고성장. 제조업 부활	- 중산층에 대한 세액 공제, 건설업자 세제 혜택 등 경제 불균형 해소를 통한 안정적 성장
경제정책	- 전반적 감세(2017 감세법-TCJA 일몰(2025)연장/영구화) - 규제 점검 및 축소 제도·기관 설치 / 법인세 인하 (21~ →15%~20%)	- 고소득층 및 기업 세율 인상(법인세 21% → 28%) - 정부 지출 확대
물가	- 석유 생산 확대로 유가 하락, 생산비 감소	- 주요 품목 생산유통 기업 가격 통제
복지	- 경제적 자유 확대 - 미국 국부펀드 출범 - 사회보장연금 비과세, 자녀세액공제 상향	- 경제적 불평등 완화 - 신생아 가정, 저소득·중산층 세액공제 확대 - 주택·학자금·의료비 구매대출 부담 경감
통화정책	- 재무부·백악관 금리 결정 권한 개입 - 가상자산 시장 활성화 및 미국 주도권 확보	- 연방준비제도이사회 독립성 보장 - 가상자산 관련 바이든 대비 친화적·개방적
의료	- 개인 의료보험 선택 권한 강화(전국 단위 의료보험 상품 경쟁 촉진) - (약가 인하) 국내외 제약사 경쟁 촉진 / 의약식품 화학기업과 규제기관 간 유착 해소	- 공공의료보험 역할·비중 확대(오바마케어-ACA, 메디케어·메디케이드) - (약가 인하) 공공의료보험기관·제약사 간 인하 협상 및 대상 약제 선정(IRA 포함)
제조업 보조금	- CHIPS 보조금 유지 - IRA 생산 인센티브 축소 / IRA 전기차 보조금 축소(폐지)	- CHIPS 보조금 확대 - IRA 생산 인센티브 유지
통상	- 양자 협상(Bi-Lateral) - 보호무역주의 - 무역수지 균형 및 상호성(Reciprocity) 원칙	- 다자 협상(Multi-Lateral) - 인도태평양 지역 중심의 무역 강화 - 노동·기후(친환경) 요건 강화
대중국 전략	- 전략적 디커플링(Strategic Decoupling) - 중국 최대국대우(MFN/PNTR) 철폐 - 보편-상호 관세, 중국 60% 부과 - 수출통제 범위 확대(금융, 지식재산, 인력)	- 디리스팅(De-Risking) - 전략적 표적(Strategic & Targeted) 관세 - 공급망 전환과 안정화 우선 - 수출통제 강화(첨단분야 위주, 동맹 협력)
공급망	- 온쇼어링 중심/자국 중심 공급망	- 온쇼어링 + 니어-프렌드 쇼어링 / 신뢰 동맹, 파트너 역할 증대
외교·안보	- 중국 견제 우선 - 러·우 전쟁 종결, 우크라이나 일부 NATO 편입 - 이스라엘 지지, 이란 견제 - 고립주의(Isolationism) / 동맹 비용·역할 압박 - 국경봉쇄, 불법이민자 송환(Deportation) / 합법·기준 충족 이민 장려	- 중국 및 러시아 견제 - 우크라이나 지원 및 NATO 편입 - 이스라엘-하마스 종전 우선 추진 - 국제주의(Internationalism) / 동맹 연계 협력 - 난민·불법이민자 처우 개선, 포괄적 이민 개혁(전반적 확대)

자료: 2024 Democratic Party Platform &amp; 2024 Republican Party Platform, 산업연구원 정리 재인용, DS투자증권 리서치센터

## 확대된 중앙은행 역할

### 성장에 힘을 실는 중앙은행

‘Don’t Fight Fed!’.

#### 강해진 중앙은행의 힘

중앙은행 힘은 어느 때보다 강해졌고 강해지는 중이다. 금융위기를 거치고, 코로나 팬데믹을 거치면서 중앙은행은 금리 정책과 더불어 양적완화 같은 비전통적 정책까지 동원했다. 금융위기 트라우마로 시스템 붕괴를 막기 위해 개입하는 규모가 커지고 이제는 경제를 비롯한 자산시장 전반에 미치는 영향력이 더욱 커졌다.

23년 1분기 미국 중소은행 파산사태가 불거질 때도 시장에만 맡기지 않았다. 과거처럼 중앙은행이 전통적인 정책수단으로 대응을 했다면 문제가 더 크게 불거졌을 수도 있었다. 하지만 은행들에 즉각적으로 유동성을 공급하고 사태가 확산되는 것을 막았다. 금융위기 해결과정에서 다양한 방안을 고민한 것이 시스템 리스크가 발생할 가능성에 대한 대응에서 보다 유연해 졌다고 본다.

경기침체에 대한 선제적 대응도 비슷하다. 미국이 금리를 내리는 것은 미국 내부 역량으로만 성장을 지속하기 어렵기 때문일 수 있다. 적절시기에 적절한 수준으로 정책금리를 조절하고 있다. 미국 내부 경기가 부진할 것 같으면 금리 인하를 비롯한 달러 유동성 확대를 통해 미국 외 지역 회복에서 도움을 얻는다.

#### 성장에 관심이 높아졌다

코로나 팬데믹에서 정부는 막대한 재정을 투입했다. 그리고 이것을 뒷받침하기 위해 유동성을 늘렸다. 대량의 유동성 공급으로 짧은 침체를 경험하고 경기는 회복했다. 이후 나타난 인플레이션과 고금리 정책은 또 다른 부작용을 낳았다. 불평등 확대. 고금리 피해는 고스란히 소득이 낮은 계층에 타격을 주고 있고 고소득 계층은 전혀 타격이 없다. 고용 문제도 소득이 낮은 계층에서 더 문제가 불거지고 있다. 원인을 만든 중앙은행은 해결을 위해 고용 안정과 성장을 높이는데 더 적극적으로 개입하려 한다.

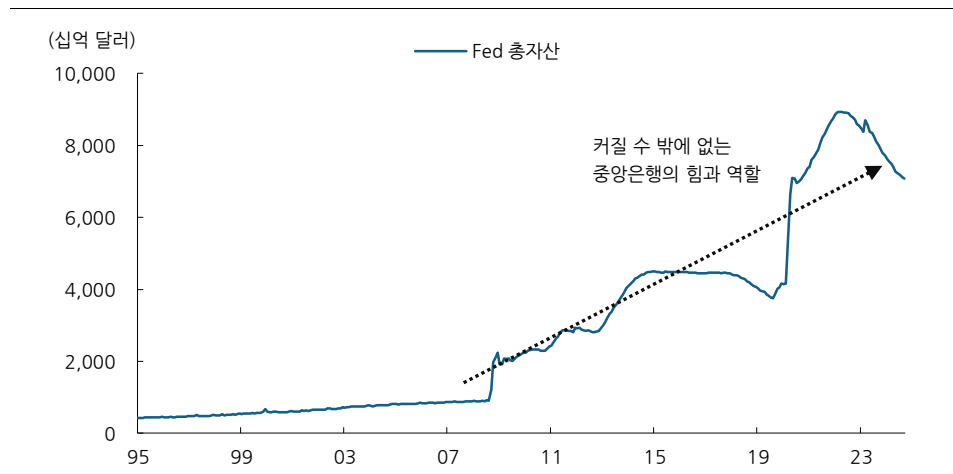
금리 인하 이유에 논란이 있고 인하 성격도 논란이 있다. 그러나 단순히 인플레이션 문제를 떠나 중앙은행의 역할 확대라는 점을 더 주목해야 한다. 비전통적 통화정책을 경험하면서 정책 경직성은 느슨해졌다. 이제는 점차 성장을 위해 정책도 다양해지는 중이다. 중앙은행 자산규모가 커진 만큼 시장 및 경제에 미치는 영향은 더 커질 것이다. 정부정책에 미치는 영향도 커지는 중이다.

표4 중앙은행의 역할 변화

구분	Oil Shock	금융위기	코로나 팬데믹
중앙은행 역할	- 물가 안정	- 물가 안정 - 금융 안정 - 성장(고용)	- 물가 안정 - 금융 안정 - 성장(고용) - 양극화 해소 같은 사회적 이슈
주요 정책/해결 방안	- 금리 정책/고금리	- 금리 정책/저금리 - 비전통적 방법(양적완화) - 시스템 리스크 방어	- 금리 정책 - 비전통적 방법(양적완화) - 시스템 리스크 방어 - 재정정책과 조율

자료: 한국은행 및 언론자료 정리, DS투자증권 리서치센터

그림160 Fed 총자산



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 유동성으로 만들어내는 성장

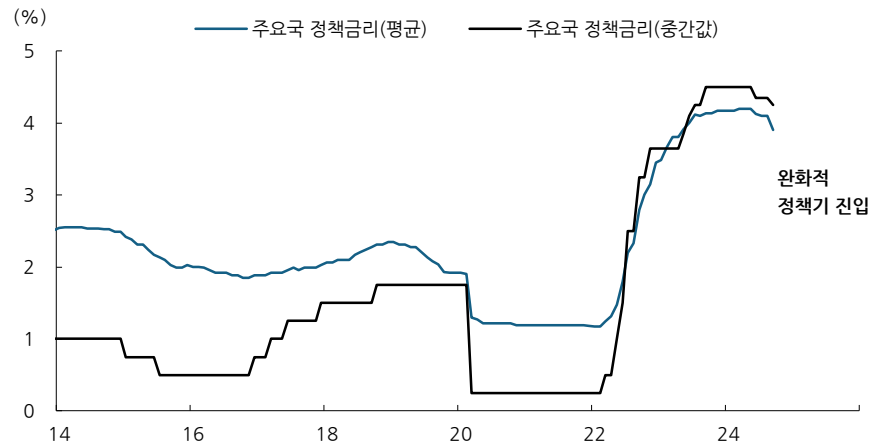
유동성은 경기 하방을 막아  
주는 힘이다

금리 인하로 최소한의 성장은 담보가 될 것으로 예상된다. 또한 유동성 확대로 시스템 위기 발생에 따른 급격한 시장 붕괴 위험도 낮아졌다. 경기 하방을 방어하는 역할도 한다. 23년에도 중소은행 파산위기에 과거처럼 경기가 침체로 가지 않았던 것도 유동성이 위기의 확산을 막아줬기 때문이다.

주요국 금리도 하락하고  
유동성은 확대된다

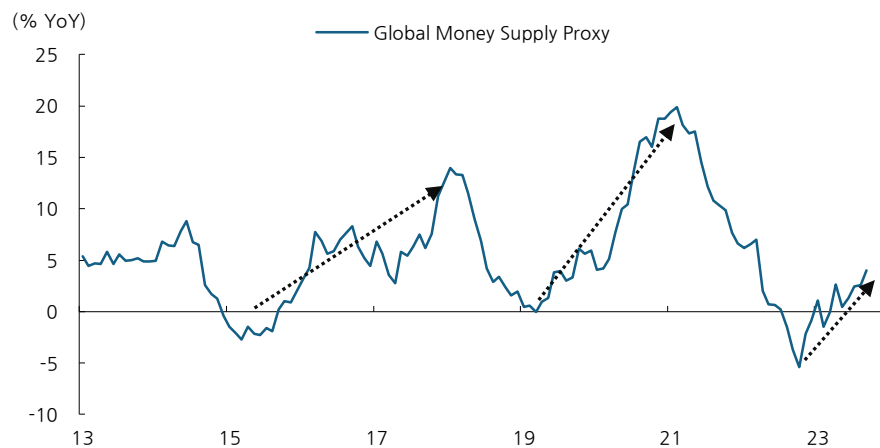
미국 금리 인하 시기에 맞춰 주요국 정책금리도 하락하고 있다. 글로벌 유동성을 판단하는 주요국 통화량도 증가하고 있다. 유동성 확대 구간에서 성장이 있었고 경기 침체는 방어가 됐다. 또한 주식시장도 성과가 좋았다. 양적 완화 축소가 나오기 시작한 이후에도 유동성 확대가 있었던 2016년 이후, 2020년 이후 그리고 2023년초 이후 주식시장은 상승했다. 이번에도 비슷한 전개를 예상한다. 비록 한국시장이 뒤처질 수는 있어도 글로벌 시장 흐름은 쫓을 것이다.

그림161 주요국 정책금리 추이(평균, 중간 값)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림162 글로벌 유동성



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

정책효과는 어려운 구간에서 효과가 더 커진다. 지금 시점에서 완화적인 정책이 시작된 만큼 성장에 효과적일 것으로 예상된다. 소비와 투자 모두에서 효과적일 것으로 보기 때문이다.

금리 인하는 소비를 키울 것이다

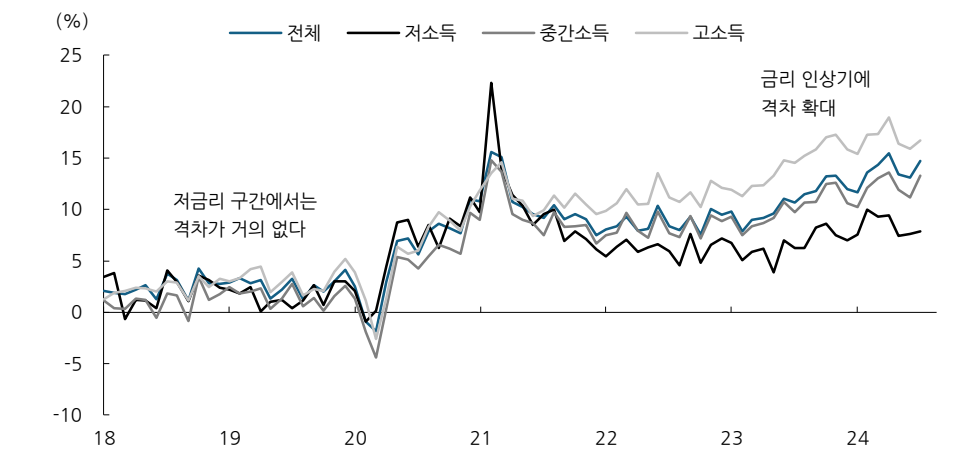
첫째, 소비 측면에서 개선 효과가 클 것으로 예상된다. 고소득 및 중간소득층은 지난 2년간 높은 인플레이션과 고금리 구간에서 소비에 큰 충격이 없었다. 따라서 인플레이션이 낮아지고 금리를 인하한 상황에서 소비가 큰 폭으로 증가할 여지도 많지 않다. 반면 저소득층은 소비에서 부진했다. 과거 저금리 구간에서는 계층 간 소비격차가 크지 않았으나 지금은 크게 확대된 상태다. 금리 인하로 저소득층 소비는 향후

개선을 보일 가능성이 높다. 그렇다면 정상화 사이클로 들어서는 소비는 성장이 더 높아질 여지가 있다고 판단한다.

#### 금리 인하는 투자도 키울 것이다

둘째, 투자 측면에서 투자 확대에 도움을 줄 수 있다. 재정확대로 정부투자가 증가하는 중에 민간투자는 주로 AI관련 산업 중심으로 증가했다. 투자에서 경기 및 금리에 민감한 건설 투자는 고금리로 인해 진행이 더뎠다. 이것이 주택공급 부진으로 이어졌고 주택가격 상승에도 영향을 주었다. 금리 인상 구간으로 지연된 투자들이 금리 인하를 통해 진행될 수 있다고 본다. AI와 관련한 투자와 정부의 인프라투자, 여기에 주택건설 증가는 전반적인 투자 증가로 이어지고 성장 기여도가 높아질 것으로 예상된다.

그림163 고금리 구간에서 소비격차 확대



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림164 미국 건설 투자



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

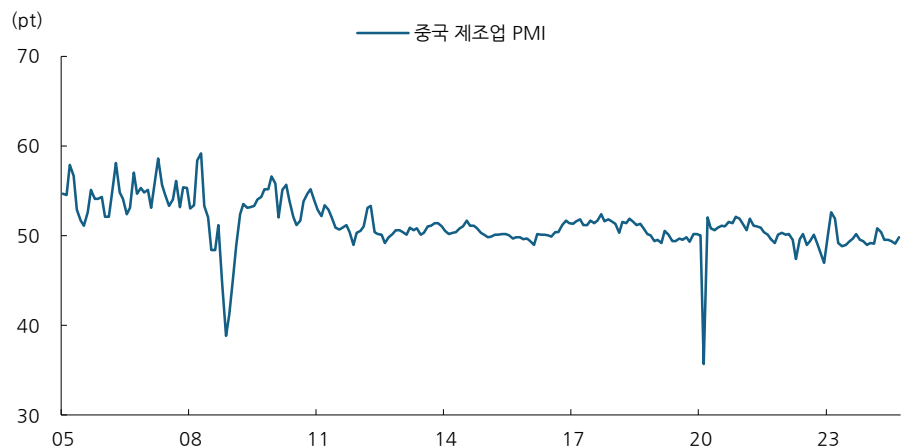
## 중국도 움직인다

25년에 중국은 부양책이  
커질 것으로 예상한다

Fed의 50bp 인하 이후 가장 의미 있는 정책 변화는 중국에서 나타났다. 연초만 하더라도 중국 당국이 경기 부진으로 대규모 부양정책을 내놓을 것으로 예상했다. 하지만 소규모에 그쳐 효과가 거의 없었다. 그러나 Fed가 금리를 인하한 직후 기다렸다는 듯이 대규모 유동성 확대를 시사하는 부양정책을 내놓았다. 이것으로 볼 때 향후 중국의 부양책은 Fed가 금리를 인하한 직후 다시 내놓을 가능성이 매우 높다.

결국 중국은 Fed 금리 인하가 더 진행될 가능성이 높은 25년에 더 적극적으로 경기 부양에 적극적일 것으로 예상한다. 따라서 25년은 기대와 실망만을 오가던 중국 경제지표도 실질적인 반등이 나타날 것으로 예상한다. 중국도 경기 사이클이 정상화된다고 볼 수 있다.

그림165 활동성이 없는 중국 경기 사이클



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림166 중국 통화 증가율



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



## 대응전략: 금리 인하와 경기 회복의 조합

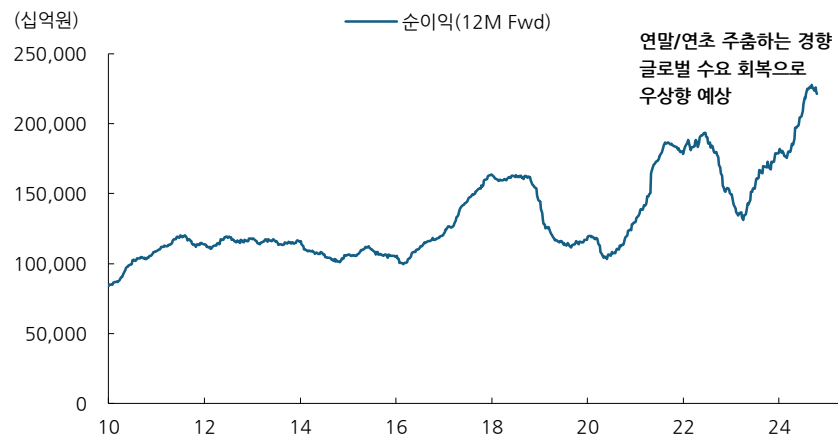
### 이익은 우상향

#### 이익은 우상향이다

25년에도 기업이익은 상승 추세를 유지할 것으로 예상된다. 미국을 비롯한 글로벌 경기가 침체와는 거리가 멀고 명목 기준으로는 성장한다. 명목이 성장하면 기업이익이 크게 훼손될 위험은 낮다. 그런데도 시장은 심리적 위축으로 25년 기업이익에 대한 기대가 낮다. 지난해 말에는 이익 회복 즉 턴어라운드 기대가 반영되었고 성장에 확신이 높았다. 하지만 올해는 연말이지만 이익에 대한 시장심리는 매우 불안정하다.

이유를 찾아보면 우선 3분기 실적 발표 이후 삼성전자를 비롯한 주요 대형주 전망에 비관적 시각이 많아졌다. 또한 하반기 들어서 코스피가 하락하고 반등이 약해 이익 전망도 부정적으로 바뀌었다. 24년 남은 기간도 일정부분 조정이 있을 것으로 예상된다. 하지만 글로벌 경기가 명목으로 상승하면 25년 이익수준은 크게 바뀌지 않을 것이다. 이익 사이클은 23년을 기점으로 상승추세가 이어질 것으로 예상된다.

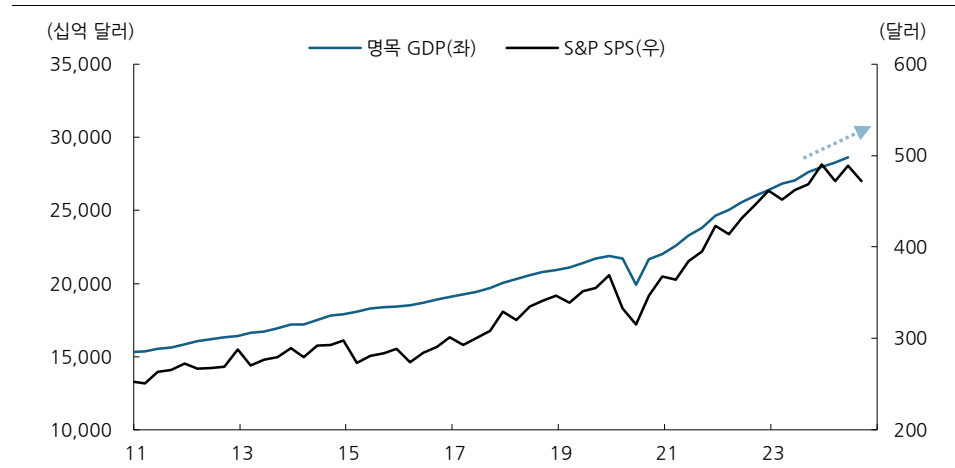
그림167 코스피 예상 순이익(12개월 예상)



자료: Quantivise, DS투자증권 리서치센터

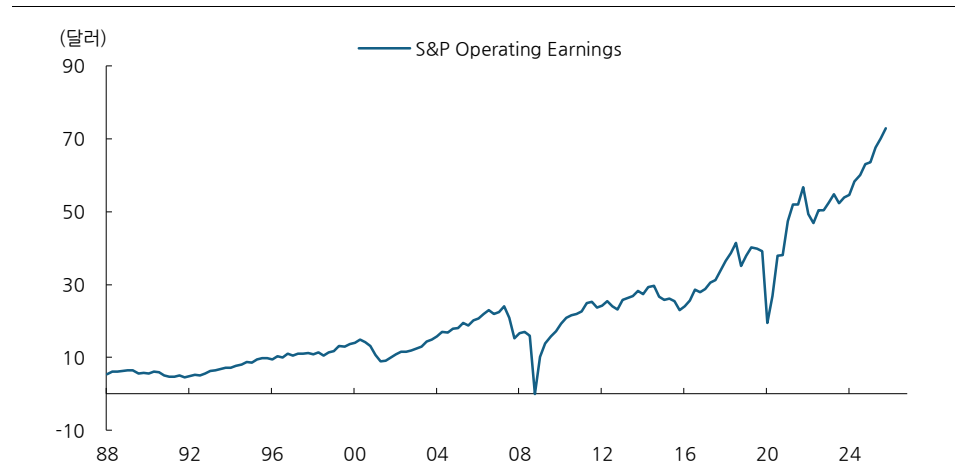
미국 경우도 명목 GDP 규모는 확대된다. 올해도 기업이익은 우려가 있음에도 상승을 했다. 명목 경제가 성장하는 만큼 25년에도 상승 추세를 이어갈 것으로 예상되고 있다. 이익이 상승하는 경우 주가지수는 크게 하락하는 경우가 드물다.

그림168 GDP와 S&amp;P 매출



자료: Bloomberg, S&P, DS투자증권 리서치센터

그림169 S&amp;P 이익 추이



자료: S&P Global, DS투자증권 리서치센터

## 매수영역의 삼성전자

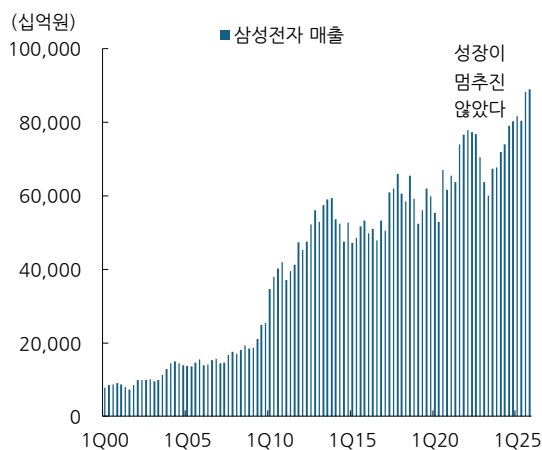
### 매수기회 구간에 들어선 삼성전자

23년 연말처럼 삼성전자 대응이 중요한 시기가 되었다. 달라진 것은 삼성전자 성장에 대한 의구심이 높아졌다는 점이다. 단순히 순환적인 부진에서 구조적 성장 문제가 주가에 반영되기 시작했다. 과거 스마트폰 등장 시기 대응이 미흡했던 시기와 심리적으로 비슷하다. 당시에 자산가치보다 낮은 평가를 받았었다.

경험적인 주가 흐름을 적용하면 삼성전자는 회복력이 강한 종목이다. 회복력이 강한 주식은 바닥지표가 나타났을 때 매수로 접근해야 한다. 이번에는 다를 수 있다는 시각이 있기도 하지만 과거에도 이러한 경우가 있었다는 점에서 다르지 않다고 판단한다. 삼성전자의 바닥지표는 매크로와 연계된 지표 및 바텀업 지표에서 모두 나타나고 있다.

매출로 보면 삼성전자의 성장은 지속될 것으로 예상한다. 매출 성장은 매크로와 연결되는 부분으로 경기 사이클 회복 지연과 연결된다. 글로벌 경기가 고금리 구간에서 침체는 아니나 지엽적 회복에 그쳤다. 글로벌 경기 회복이 더디다 보니 삼성전자 처럼 매크로와 연결성이 큰 기업은 매출 성장이 더딜 수 있다. 그렇다 보니 이익 성장이 예상만큼 나타나지 못했다.

그림170 삼성전자 매출



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림171 삼성전자 EPS

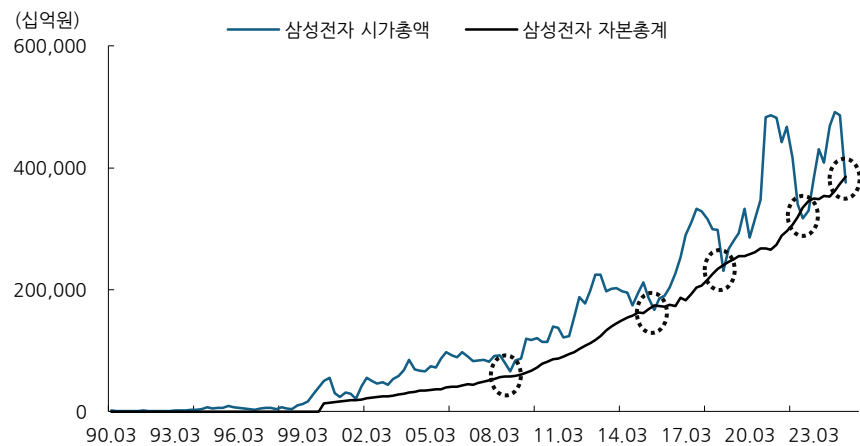


자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

삼성전자의 바닥을 확인하는 지표를 살펴보자. 첫째, 자산가치 기준 밸류에이션으로 보면 삼성전자는 자산가치 수준에 근접해있다. 성장이 멈췄거나 이익에서 적자가 있는 경우에 나타나는 밸류에이션이다. 기본적으로 매출은 상승한다. 이익도 적자는 아니다. 자산가치에 근접하거나 낮은 수준에 있을 때는 매수 영역이었다.

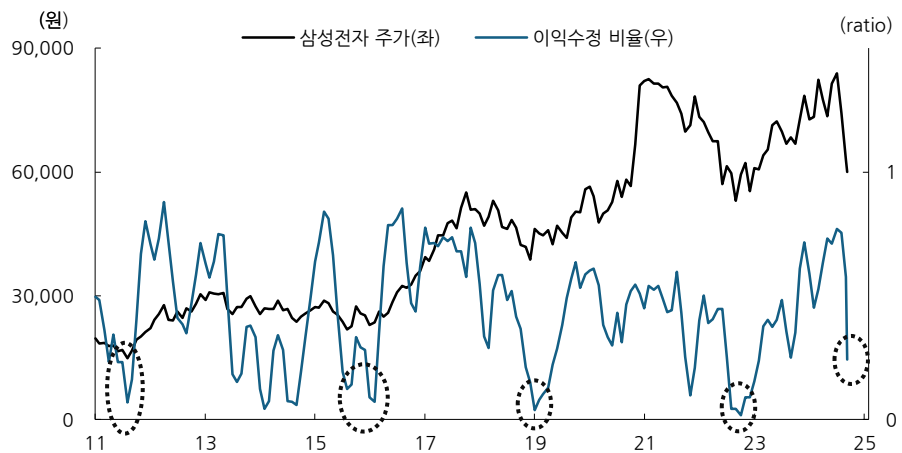
둘째, 삼성전자에 대한 투자심리가 바닥권 수준이다. 이익 수정비율이라는 이익 전망치 변화에서 확인된다. 삼성전자처럼 순환적인 성장을 하는 기업이다. 시가총액 규모가 크다 보니 이익 전망치도 다양하다. 이러한 기업의 경우 투자심리는 이익수정 비율을 통해 확인된다. 장기전망을 떠나 단기전망도 가장 나쁜 상황이라고 할 수 있다.

그림172 삼성전자 시가총액과 자본총계



자료: Quantiverse, DS투자증권 리서치센터

그림173 삼성전자 이익수정 비율 추이



자료: Quantiverse, DS투자증권 리서치센터

셋째, 매크로 순환의 영향을 받는 대표적인 기업이 삼성전자다. 경기 사이클 정상화는 삼성전자 주가 흐름에는 긍정적일 수 있다. 우선적으로 미국 수요가 회복되는 것이 중요하다. 코로나 팬데믹을 지나면서 공급망 변화는 가속화 되는 중이다. 여기에서 삼성전자는 방향이 명확하지 않았다. 중국 의존도가 높은 상황에서 미국으로 변화를 꾀하는 과정에서 흔들림이 있다고 볼 수 있다. 또한 미국 제조업 경기 회복 지연도 이유가 된다.

순환적으로 삼성전자는 미국 제조업지표와 밀접한 상관성을 보여왔다. 미국 경제는 금리 인상 구간에서 서비스업 중심으로 좋았다. 금리가 높다 보니 제조업 경기는 부진했다. 기업들이 투자나 생산 확대를 꺼렸기 때문이다. 코로나 팬데믹 상황에서 진행된 과도한 재고 축적도 생산 부진에 영향을 줬다. 다시 금리 인하가 시작된 시점에서 경기 사이클 정상화로 제조업 회복이 진행된다면 삼성전자의 성장에는 도움이 될 것으로 예상된다.

그림174 삼성전자와 매크로 지표



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 유동성 확대와 경기 회복의 조합

IT/산업재/헬스케어  
그리고 인프라 투자 수혜  
및 방위 산업

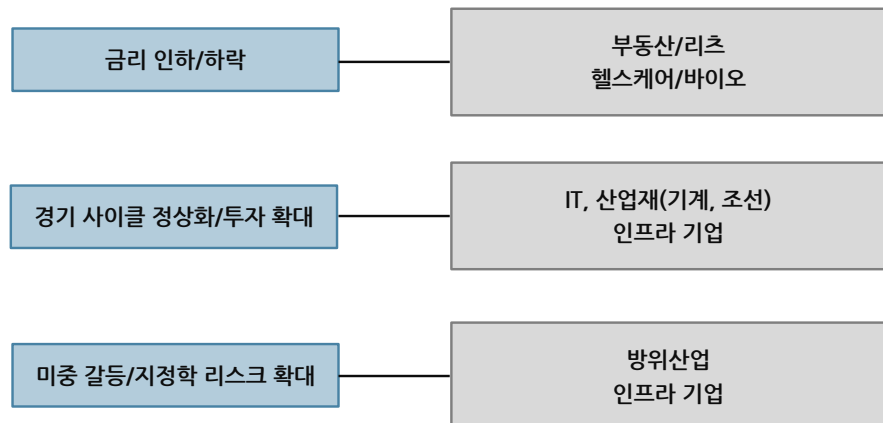
금리 인하시기의 유동성 확대와 경기 회복의 조합에서 높은 성과를 보일 수 있는 업종을 추천한다.

금리 인하 이후 경기 침체가 없을 경우 경기민감 업종은 시차를 두고 상승한다. 경제지표에서 침체가 아니라는 신호가 나오면서 상승하게 된다. 9월 금리 인하라면 시차를 고려할 때 11~12월이 반등이 나오는 시기다. 과거에도 보험성 금리 인하 이후 IT, 산업재 업종 등의 성과가 좋았다.

금리 인하가 진행될수록 헬스케어/바이오 같은 금리 하락기에 수혜를 보는 업종이 주목 받게 된다. 금리 하락은 투자시계를 길어지게 하기 때문에 미래 성장이 큰 업종에 관심을 갖는다.

미국과 중국의 갈등, 지정학적 리스크 확대 등으로 각국은 내부 투자를 늘리고 있다. 이는 인프라 관련 기업들에게 수혜다. 또한 글로벌 국방관련 비용 증가로 방위산업 수혜는 25년에도 지속될 것으로 예상된다.

그림175 금리 하락과 경기 회복의 조합



자료: DS투자증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

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