



물가 경로에
의존할 연준과
강달러시대



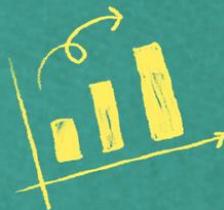
통화정책의
파급 경로에
생긴 변수



이도와 결과와의 불일치

24년 하반기 글로벌 경제 전망 | 2024.5.8

money



선거와 재정적자,
몰어난 부채는
안녕한가요?

"MONEY"



하나증권

Economist 전규연 kychun@hanafn.com
RA 김형균 hyungkyunkim@hanafn.com

2024년 하반기 글로벌 경제 전망

의도와 결과의 불일치

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Economist 전규연 kychun@hanafn.com

의도와 결과의 불일치

- [중앙은행이 통화긴축을 통해 의도한 바 VS 파급 경로에 생긴 변수]** 각국 중앙은행이 수십년 동안 유례없던 속도로 금리를 인상했지만, 실물경제 파급 효과는 기대보다 약한 상황이다. 금리 경로와 현금흐름 경로가 원활히 작동하지 않았다. 금리 인상에도 시중은행 금리가 오르지 않아 예금금리 베타가 낮다. 2022년까지 시중은행 금리는 기준금리 인상분을 30%도 채 반영하지 않았으며, 기준금리와 예금금리 갭이 커질수록 저축의 인센티브가 적어져 저축률이 하락하고 소비가 견조하게 유지됐을 것이다. 한편 금융위기 이후 통화정책의 부동산 시장 파급효과도 약화됐다. 미국 외에도 대다수 국가들이 고정금리 모기지대출 비중을 높이고 부동산 규제를 강화해 레버리지가 적어지고 금리 민감도가 줄어들었다. 긴축의 여파가 서서히 나타날수록 경기 둔화에 대응할 시간도 늘어난다. 주요 선진국 중 고정금리 모기지대출 비중이 가장 높고, 예금금리 베타가 낮은 미국이 하반기에도 견조할 전망이다.
- [물가 경로에 의존할 연준과 강달러 시대]** 고용시장이 급격하게 악화된다면 곧바로 금리 인하를 고려하겠지만, 지금의 고용 둔화 속도대로라면 미 연준은 고용보다 물가에 집중할 공산이 크다. 통화정책 민감도가 낮은 교육, 헬스케어, 주거비 등이 3% 후반 대에 머물면서 물가의 하방경직성이 강화되고 있지만, 하반기 주택 공급부족 우려 완화, 임대료 하락이 주거비 안정을 유도할 것이며 가계의 임금협상력 약화도 서비스물가 하락을 지지해 물가 하락 경로는 유효하다. 미 연준은 물가 안정에 대한 확신을 토대로 9월부터 연내 두 차례 금리 인하를 단행할 전망이다. 만일 미국 물가가 재차 과열되며 연준이 금리를 내리지 못하는 환경에 접어든다면, 연말로 갈수록 미국 경제의 스태그플레이션 위험이 커질 수 있어 경계감이 높아질 것이다. 한편 연준이 글로벌 통화정책의 선두주자 역할을 포기하면서 여타 중앙은행들의 운신의 폭은 넓어졌다. 현재 100bp 가량 벌어진 미국과 유로존의 기준금리차가 연말 경에는 150bp에 이르는 등 미국과 주요국의 금리차가 확대되며 연내 미 달러 강세를 유도할 전망이다.
- [선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?]** 선거가 있는 해는 통상적인 때보다 GDP 대비 재정적자 규모가 약 0.3%p 증가한다. 2024년 미국 대선 을 앞두고 재정적자가 늘어날 경우 미국 텀프리미엄과 선진국 장기금리의 동반 상승을 우려할 필요가 있다. 한편 과거 재선에 성공한 미국 대통령들의 첫 임기 평균 지지율은 58.3%로 현재 바이든 지지율(41.3%)보다 높은 편이며, 여론조사 결과도 트럼프가 바이든보다 우세하다. 트럼프 당선 후 집권 2기 관세정책이 현실화될 경우, 중국 외에도 다수의 무역상대국 후생을 악화시킬 수 있으며, 대미 수출 의존도가 높아진 한국에도 부정적일 것이다.
- [한국 경제 및 외환시장]** 한국 경제는 2024년 연간 2.4% 성장을 예상한다. 1분기 GDP의 강한 서프라이즈로 분기별 성장 경로 등락은 커지겠지만, 2분기 전기대비 역성장 시현 후 하반기 성장률은 완만하게 반등할 것으로 기대한다. 경제 성장은 여전히 대외부문 주도로 이루어질 전망이다. IT 중심의 수출 개선으로 하반기에도 순수출 기여도가 높을 것이며, 내수는 소비와 설비투자의 완만한 회복을 기대하나 건설투자 회복이 제한될 것이다. 달러-원 환율은 한국 무역흑자의 환시 영향력이 제한되고 있고, 원화가 국내 경기보다 미 달러 및 대외 변수에 취약한 상황이므로 미 달러 강세에 연동되며 연말까지 점진적으로 상승할 것으로 전망한다(분기별 평균 환율 2Q 1,360원 - 3Q 1,365원 - 4Q 1,375원, 연평균 1,357원 예상).

2024년 국내 GDP 성장률 2.4% 전망

	2023					2024					2025
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	연간
GDP성장률(% YoY)	0.9	0.9	1.4	2.2	1.4	3.4	2.3	2.1	1.9	2.4	2.2
(전분기비)	0.3	0.6	0.6	0.6		1.3	-0.2	0.4	0.4		
민간소비	4.6	1.6	0.3	0.7	1.8	1.1	1.7	1.9	2.3	1.8	2.1
건설투자	1.9	1.7	3.8	-1.9	1.3	-0.6	-1.3	-2.8	2.1	-0.7	1.5
설비투자	5.9	4.7	-4.2	-3.6	0.5	0.6	1.3	4.4	2.4	2.2	2.3
수출(억달러)	1512	1558	1571	1681	6322	1638	1706	1694	1787	6826	7216
(증가율)	-12.7	-12.0	-9.7	5.7	-7.5	8.3	9.5	7.8	6.3	8.0	5.7
수입(억달러)	1740	1593	1507	1586	6426	1547	1631	1584	1652	6435	6691
(증가율)	-2.2	-13.2	-21.7	-10.7	-12.1	-11.1	2.4	5.1	4.2	0.1	4.0
무역수지(억달러)	-228	-35	64	96	-103	90	75	109	135	391	524
경상수지(억달러)	10	73	112	161	355	110	90	140	150	490	510
소비자물가(% YoY)	4.7	3.2	3.2	3.4	3.6	3.0	3.1	2.6	2.3	2.8	2.1
실업률(%)	3.2	2.7	2.3	2.6	2.7	3.3	3.2	3.3	3.4	3.3	3.3
원/달러(평균)	1276	1316	1313	1322	1307	1329	1360	1365	1375	1357	1280

자료: Bloomberg, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

중앙은행은 통화긴축을 통해 무엇을 의도했는가

- 유동성 확대와 공급망 재편, 지정학적 리스크 등으로 2022년 중 글로벌 전반에 고물가 충격이 발생하자 각국 중앙은행은 기준금리를 수십년 동안 유례 없던 속도로 급격하게 인상. 주요국 기준금리의 동조화 현상 강화
- 통화정책은 금리 및 현금흐름 경로를 통해 상대적으로 금리에 민감한 총수요 부문(소비, 투자)을 변화시켜 실물경제에 영향을 주며, 신용의 관점에서 담보가치 하락으로 신규로 차입할 수 있는 자금의 양을 감소시키고, 은행 수신이 감소하면서 대출이 줄어들게 됨

긴축적인 통화정책이 경기에 미치는 이론적 파급 경로

통화정책의 파급 경로	파급 경로 별 작동 원리	긴축적인 통화정책 기간 중 금리 인상으로 인한 효과	
		대출금리 상승의 영향	예금금리 상승의 영향
금리 경로	신규 투자의 목표수익률(hurdle) 상승, 저축의 대가 증가	투자 감소	저축 증가 → 소비 감소
현금흐름 경로	이자소득 증가, 채무 상환 부담 확대	현금흐름 감소 → 소비 및 투자 감소	현금흐름 증가 → 소비 및 투자 확대
기업 대차대조표 경로	담보가치 하락	긴축적인 크레딧 환경 → 투자 감소	
은행 대출 경로	은행의 순자산 감소	은행의 대출 태도 강화 → 대출 감소	
	은행 자금조달 비용 증가		예금 공급 증가 → 대출 증가

자료: Beyer(2024), 하나증권

내 맘 같지 않은 현실

- 예상과 달리 글로벌 경제의 회복 탄력성(resilience)이 높고 긴축적 통화정책의 파급 경로 중 일부에서 차질이 발생해 금번 통화정책 사이클의 실물경제 파급 효과는 기대보다 약한 모습. 통화정책의 효과가 제한되며 연착륙에 대한 기대감도 확대
- 금리 인상에도 저축이 늘어나지 않고 소비가 견조하며, 일부 취약 차주/업종을 중심으로 채무 상환 부담이 커지고 있으나 전반적으로는 크레딧 환경이 크게 긴축적이지 않아 글로벌 경기의 완만한 둔화와 물가 안정을 위한 중앙은행의 고군분투가 길어지고 있음

파급 경로에 차질이 생겼다면?

통화정책의 파급 경로	파급 경로 별 작동 원리	긴축적인 통화정책 기간 중 금리 인상으로 인한 효과	
		대출금리 상승의 영향	예금금리 상승의 영향
금리 경로	신규 투자의 목표수익률(hurdle) 상승, 저축의 대가 증가	투자 감소	저축 증가 → 소비 감소
현금흐름 경로	이자소득 증가, 채무 상환 부담 확대	현금흐름 감소 → 소비 및 투자 감소	현금흐름 증가 → 소비 및 투자 확대
기업 대차대조표 경로	담보가치 하락	긴축적인 크레딧 환경 → 투자 감소	
은행 대출 경로	은행의 순자산 감소	은행의 대출 태도 강화 → 대출 감소	
	은행 자금조달 비용 증가		예금 공급 증가 → 대출 증가

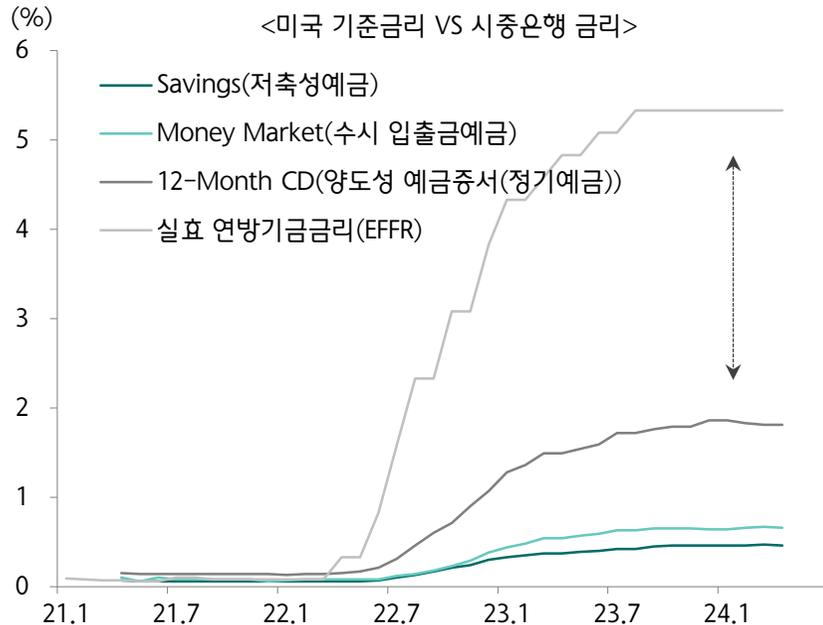
자료: Beyer(2024), 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

기준금리 인상을 먼발치에서 바라보는 시중은행 금리

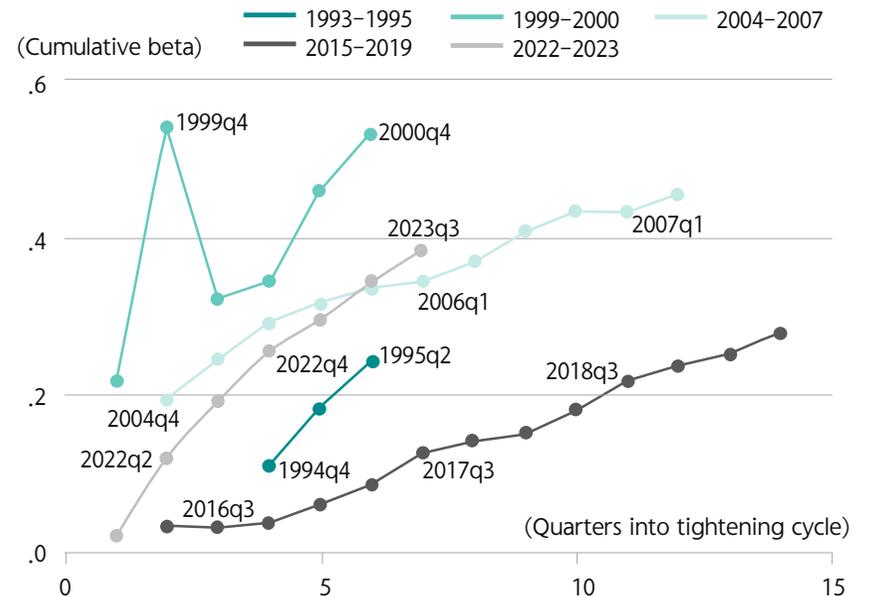
- 예금금리 베타(Beta)는 시중은행 금리가 기준금리 변화를 얼마나 반영하는지를 보여주는 지표. 일례로 기준금리를 50bp 인상했는데 시중은행 금리가 25bp 올라갔다면 예금금리 베타는 0.5가 됨
- 금융위기 이후 금리 인상 초창기의 예금금리 베타는 상당히 낮은 모습을 보이고 있음. 금번 사이클에서도 2022년까지 시중은행 금리가 기준금리 인상분을 30%도 채 반영하지 않았으며, 2023년 들어 서서히 올라가는 모습. 시중은행 금리와 기준금리의 격차 감안 시 금리 경로를 통한 민간부문의 통화정책 영향력은 제한되었을 소지

미 연준의 가파른 금리 인상과 시중은행 금리 수준



자료: FRED, Thomson Reuters, 하나증권

금리 인상 초창기 미국의 예금금리 베타(Beta)는 상당히 낮았음



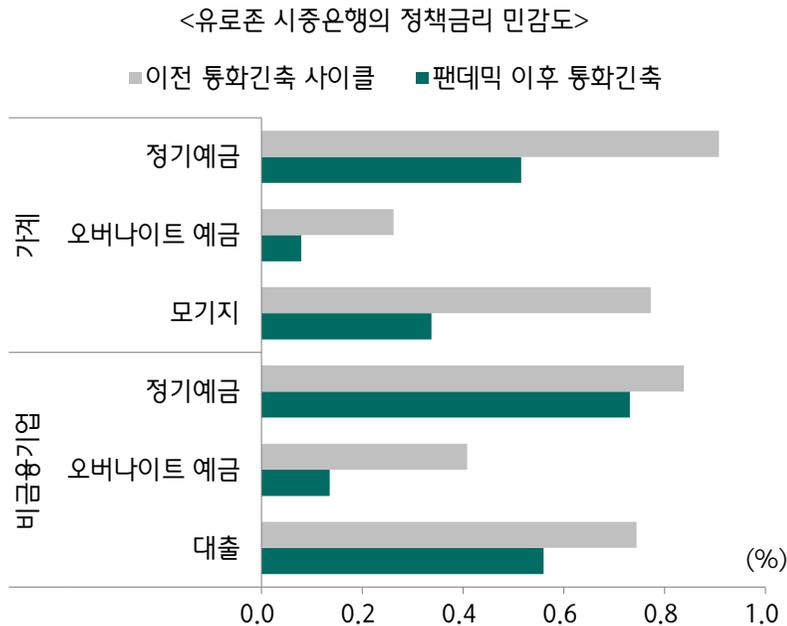
주: 예금금리 베타(Beta)는 분기별 기준금리 변화에 대한 누적 시중은행 금리 변화의 민감도를 의미
 자료: FRB of NY, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

저축률이 낮은 이유는 인센티브가 적기 때문

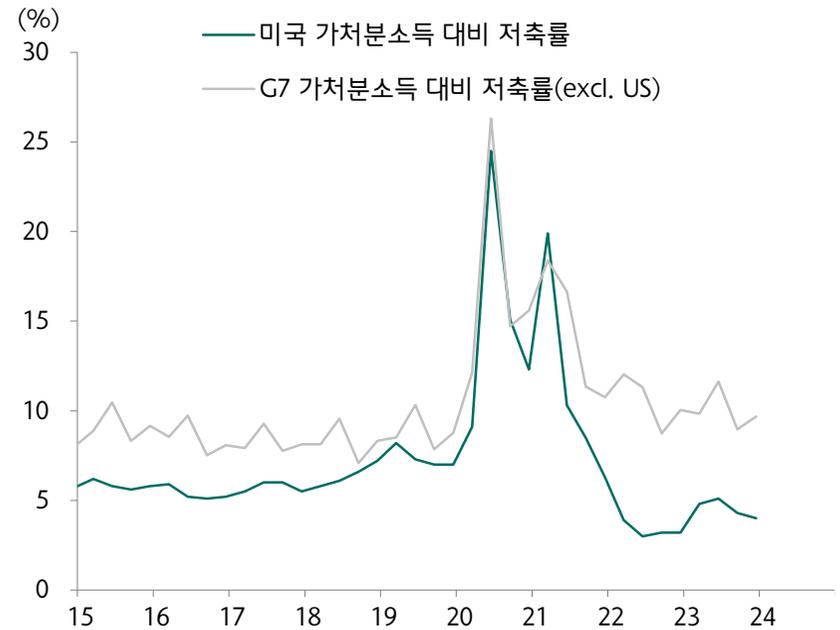
- 유럽도 팬데믹 이후 통화긴축에 따른 시중은행의 금리 민감도가 과거보다 약화. 은행의 시장지배력 확보로 인한 경쟁 약화 영향 유효
- 예금금리 민감도가 낮은 이유는 금융위기와 팬데믹을 거치며 예금 규모가 은행이 필요로 하는 수준보다 늘어났기 때문. 은행은 금리를 높게 주지 않으면서 다른 자산으로의 자금 이동을 유도. 기준금리와 예금금리의 갭이 커질수록 기회비용도 증가
- 이에 팬데믹 이후 주요국의 가처분소득 대비 저축률이 낮아졌으며, 미국의 저축률은 3.2%로 팬데믹 이전보다도 낮은 수준을 유지 중

유로존 시중은행의 정책금리 민감도도 과거보다 줄어드는 모습



자료: IMF, 하나증권

금리 인상에도 불구하고 시중은행 금리 낮아 가계 저축률은 하락



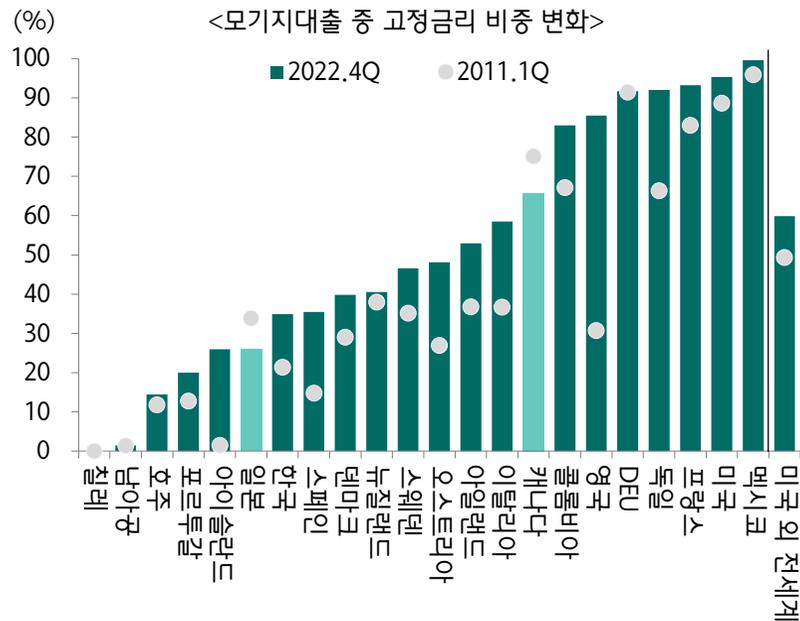
자료: IMF, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

위기가 만들어낸 안전장치

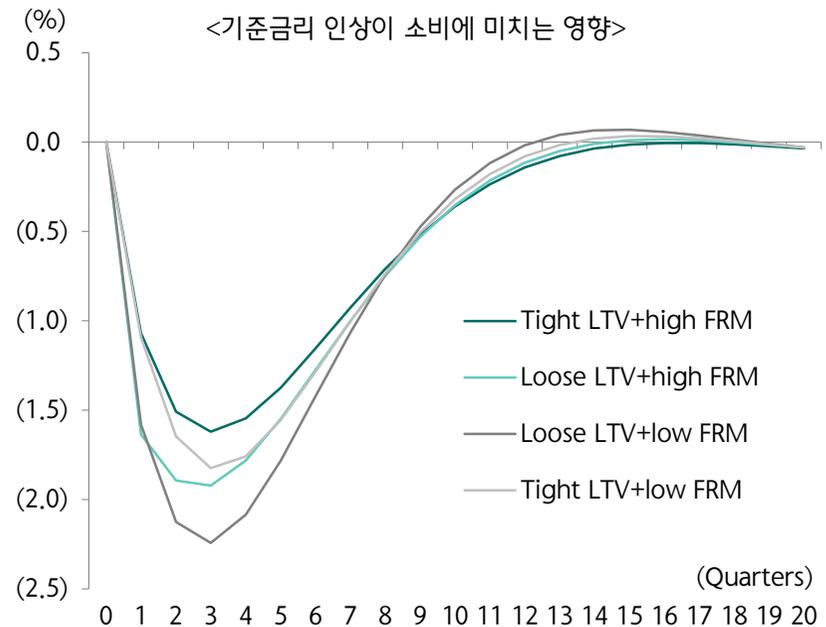
- 글로벌 금리 인상 국면에서 비단 미국만 고정금리를 통해 모기지 대출 위험을 줄인 것은 아님. 금융위기 이후 일본, 캐나다를 제외한 대다수 국가들이 과거보다 고정금리 모기지 대출 비중을 높여 금리 인상이 부동산 시장을 통해 파생될 수 있는 위험을 제한
- 고정금리 비중이 높다는 것은 금리 인상기에 대출 리파이낸스 유인이 없다는 것을 의미. 충격반응함수 분석 결과, 고정금리 비중이 높고 LTV 규제가 강할 수록 기준금리 인상으로 인한 소비 감소 폭이 제한되는 효과

대다수 국가들이 금융위기 이후 모기지대출 중 고정금리 비중을 높임



주: 연한 초록색은 2011년 대비 2022년 고정금리 비중이 줄어든 국가
자료: IMF, 하나증권

고정금리 비중이 높고 LTV 규제가 강할 수록 소비 감소 폭 적어



주: 기준금리 100bp 상승이 소비에 미치는 충격반응함수. FRM은 Fixed Rate Mortgages를 의미
자료: IMF, 하나증권

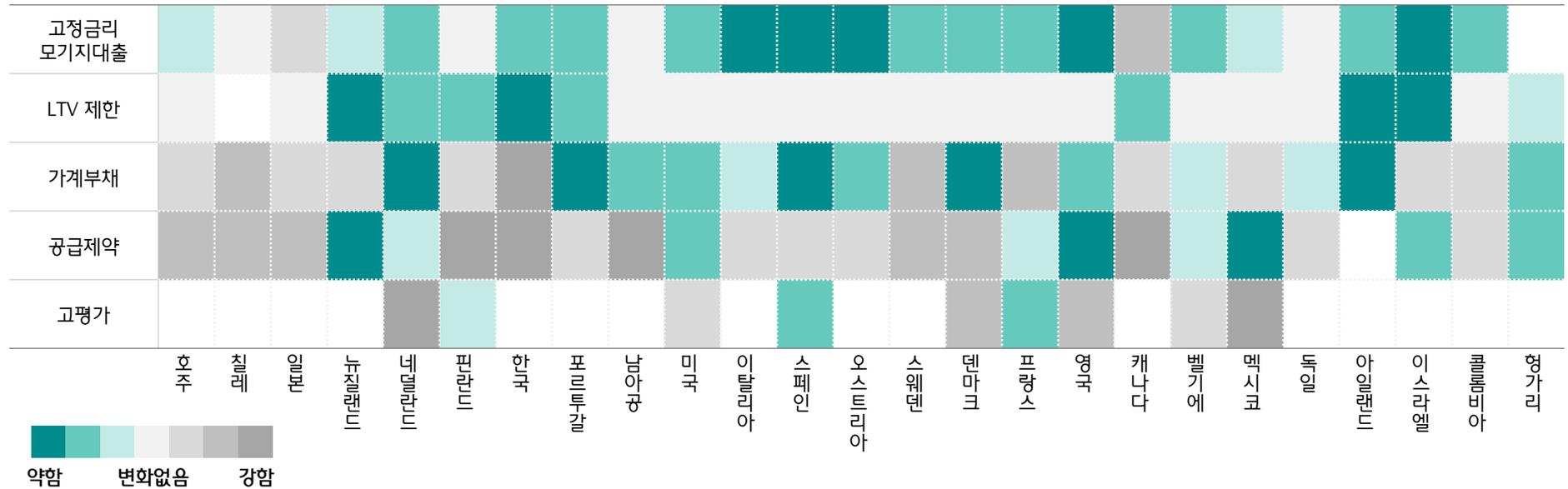
1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

통화정책→부동산 채널의 영향력 약화

- 캐나다, 칠레, 일본의 경우, 고정금리 비중 변화가 미미하고 부채 증가, 주택 공급 제약 등으로 통화정책의 부동산 채널 영향력 확대
- 반면 미국, 포르투갈, 아일랜드, 헝가리 등 대다수 국가들은 통화정책의 영향력이 약화됨. 고정금리 비중 확대 혹은 LTV 규제 강화로 부동산 채널을 통한 파급효과가 줄어든 영향
- 글로벌 전반적으로 레버리지가 적어지고 금리 민감도가 줄어들며 통화정책의 부동산 발 파급효과가 약화된 것을 확인 가능

고정금리 또는 LTV 제한 강화로 통화정책→부동산 채널을 통한 파급 효과는 대체로 약화

<통화정책의 파급 경로 변화>



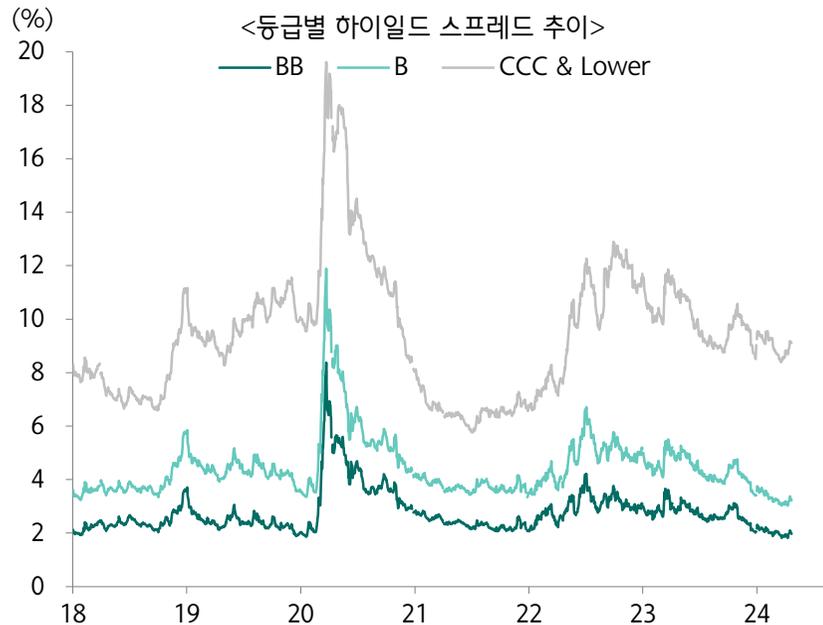
자료: IMF, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

크레딧과 은행 채널을 통한 긴축 효과는 지속. 경기 둔화는 속도의 문제

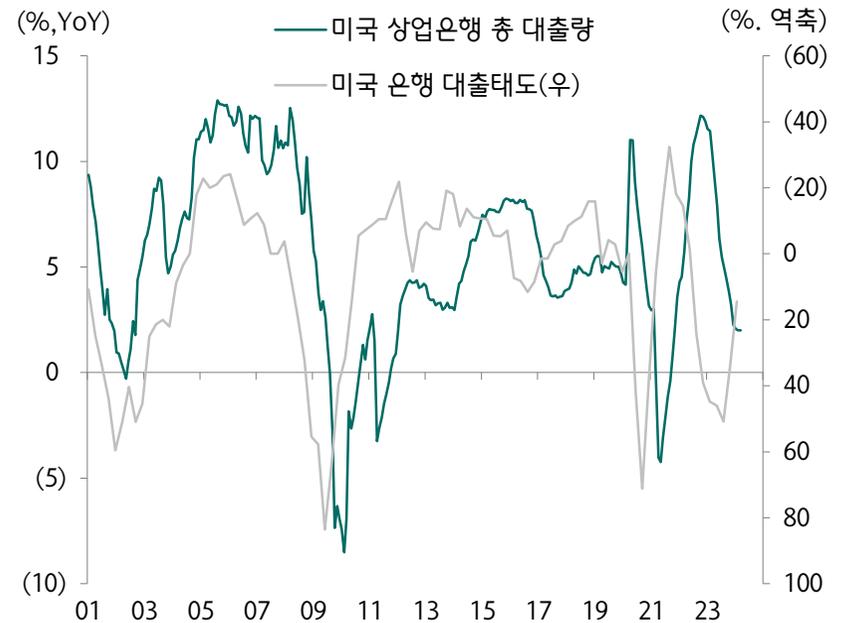
- 통화정책으로 인한 실물경제 파급효과가 과거보다 약해진 것은 사실이지만, 경기 둔화는 속도의 문제. 고금리 국면 속에 경기 과열이 나타기는 힘들 것이며, 신용 채널을 통한 통화긴축 효과는 유효한 상황
- 자금조달 환경이 양호해 하이일드 스프레드가 안정적인 수준을 유지하고 있지만, 저신용등급 기업들의 긴축 부담은 지속
- 미국 지역은행 사태 이후 은행들의 대출 태도가 긴축적으로 변모하면서 상업은행 대출도 감소세

HY 하위등급의 긴축 부담은 오랜 기간 동안 누적되고 있어



자료: FRED, 하나증권

은행들의 긴축적인 대출 태도를 바탕으로 대출 규모는 줄어드는 양상



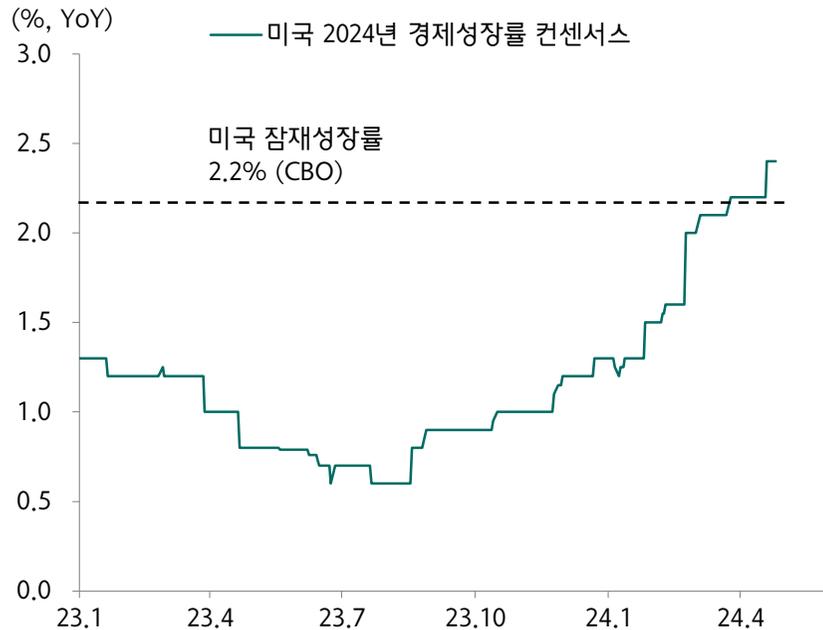
자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

파급효과가 서서히 나타날수록 유리하다면 미국이 정답

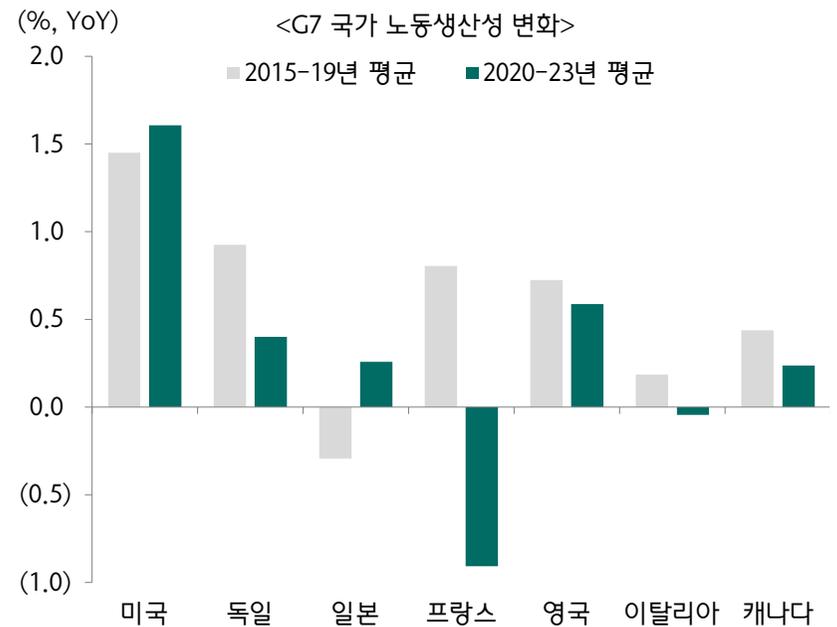
- 고강도 긴축의 여파가 서서히 나타난다면, 경기 둔화에 대응할 수 있는 시간도 늘어난다는 의미. 특히 모기지 대출 쪽의 금리 대항력이 높아졌다는 것은 금융 채널로의 파급이 제한될 수 있다는 것을 시사. 즉, 유의미한 경기 침체가 발생하지 않을 확률이 높음
- 모기지대출의 고정금리 비중이 높고, 기준금리 인상에도 시중 은행의 예금금리 베타가 낮은 미국 경제가 하반기에도 견조할 가능성
- G7 국가 중 2015-19년 대비 팬데믹 이후 노동생산성이 증가한 국가는 미국과 일본이 유일함. 중장기 성장 여력도 확보했을 소지

미국 경제는 2024년 연간 2%대 성장 가능할 듯



자료: Bloomberg, 하나증권

G7 국가들 중 미국과 일본의 노동생산성이 팬데믹 이전보다 증가



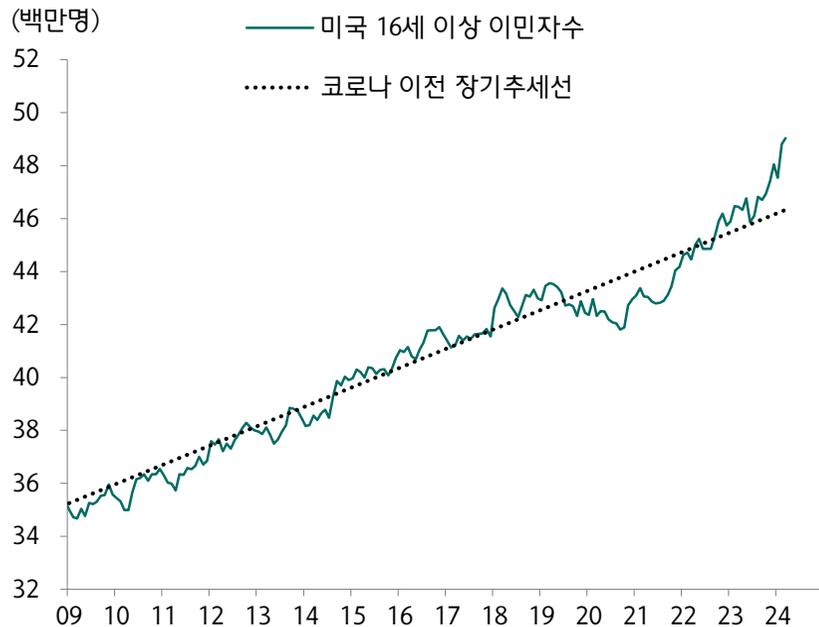
자료: Bloomberg, OECD, CEIC, 하나증권

1. 통화정책의 파급 경로에 생긴 변수

생산성을 뒷받침해주고 있는 이민 노동력 유입

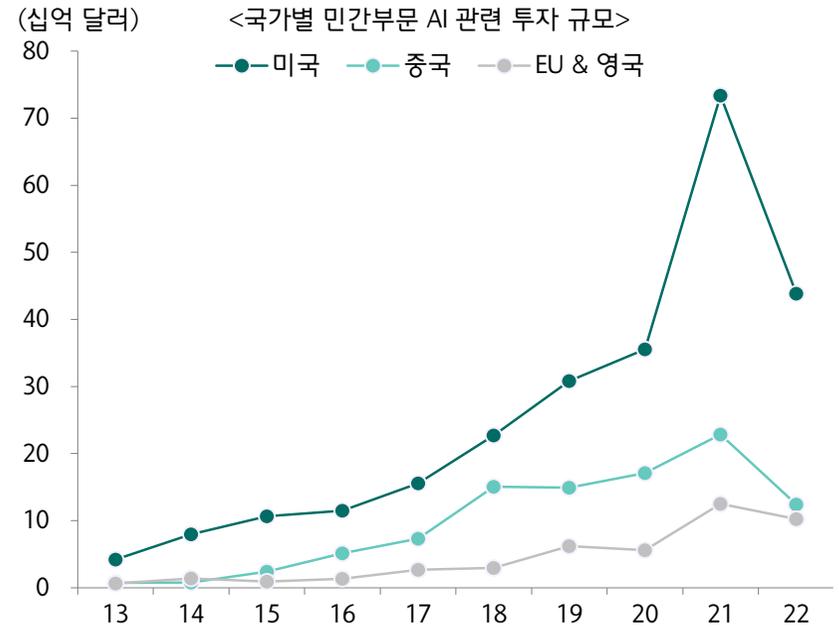
- 2022년부터 본격적으로 유입된 이민자들이 미국의 노동생산성을 뒷받침. 인구 고령화로 인한 미국의 경제활동인구 감소분보다 16세 이상 이민자의 순유입 속도가 빨라 경제활동인구가 늘어나며 생산성 증가를 견인할 가능성
- 팬데믹 이후 AI 등 기술 투자가 확대된 점도 자본 심화를 통해 생산성을 높였을 소지. 특히 미국의 AI 관련 민간 및 정부 투자 규모가 큰 폭으로 증가. 학계 연구들에 따르면 AI 도입은 기업 내 노동 생산성을 2-3%p 가량 높이는 것으로 추산되며, 최근 생성형 AI 투자 등으로 추가 성장 모멘텀도 확보할 공산

미국 내 이민자수는 코로나 이전 장기추세선을 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

압도적으로 높은 미국의 AI 관련 민간투자 규모

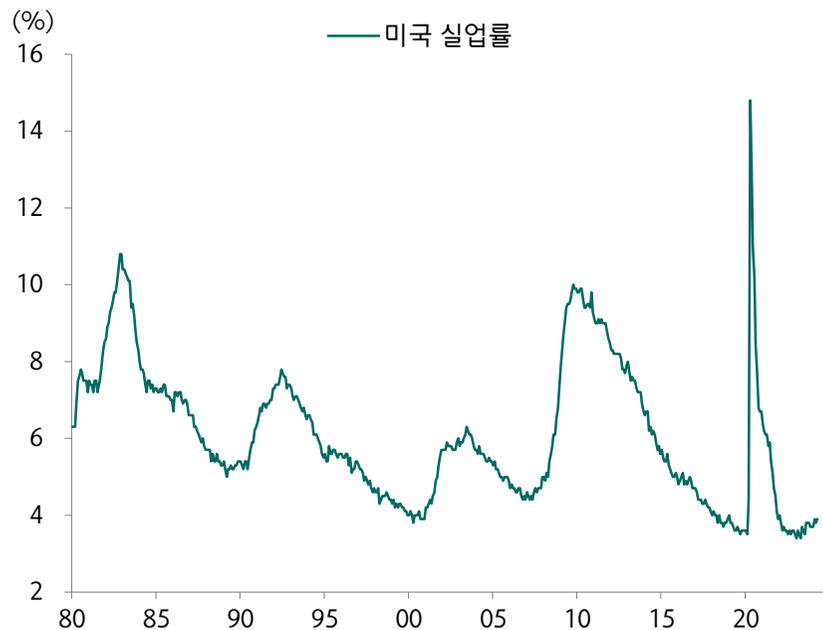


자료: NetBase Quid via AI Index Report(2023), 하나증권

고용시장 악화의 위력은 강하지만...

- 고용시장이 급격하게 악화된다면 경기 침체 사이클이 시작될 위험이 높아지므로 미 연준은 곧바로 금리를 낮추기 시작할 것
- 실업률은 한 번 오르기 시작하면 평균 26개월 동안 상승하며, 실업률이 본격적으로 상승하면 대체로 경기 침체가 시작됨
- 하지만 현재 미국의 실업률은 3% 후반대에 불과하며, 고용시장은 연준의 바람처럼 서서히 둔화되는 모습

1980년 이후 미국 실업률의 장기 추이



자료: Thomson Reuters, 하나증권

실업률은 한 번 오르기 시작하면 평균 26개월 간 상승

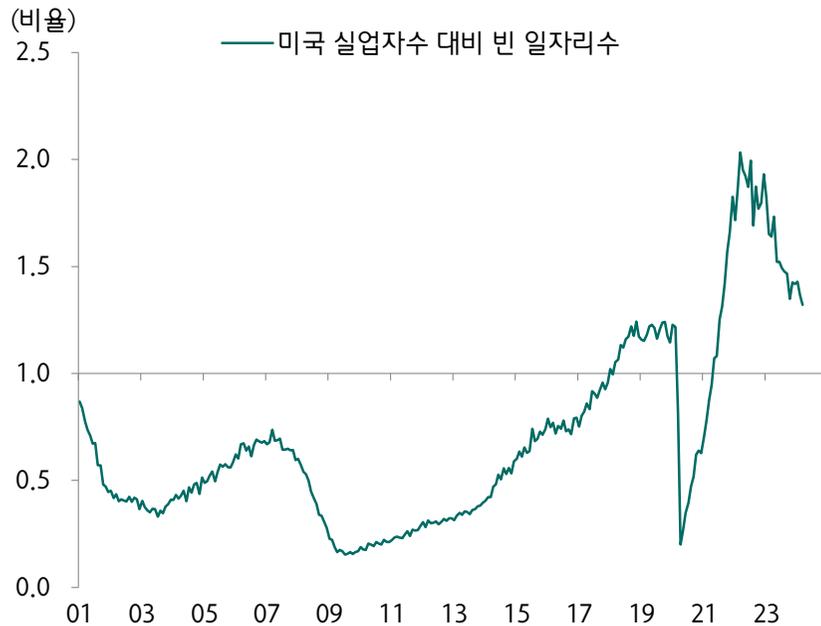
	실업률 상승 기간	저점	고점	상승폭(%p)
81.7~82.12	17개월	7.2	10.8	3.6
90.6~92.9	27개월	5.2	7.6	2.4
00.12~03.6	30개월	3.9	6.3	2.4
07.5~09.10	29개월	4.4	10	5.6
평균	26개월	5.2	8.7	3.5

주: 팬데믹 당시 실업률 상승 사이클은 제외
 자료: Thomson Reuters, 하나증권

지금 연준은 고용보다 물가에 집중할 시점

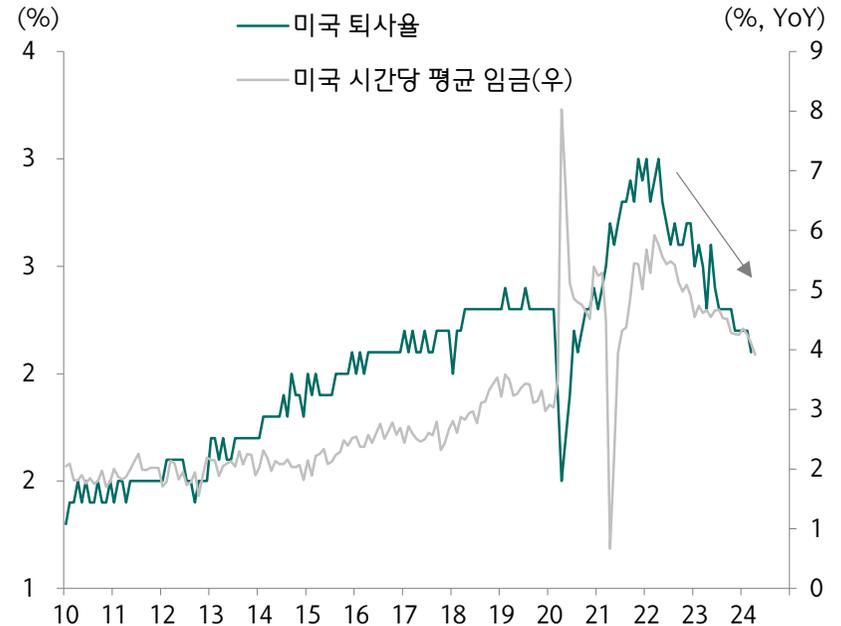
- 기업들의 구인 수요가 장기 추세 수준으로 줄어들었지만 여전히 실업자 대비 빈 일자리는 1.32개로 구직 의사가 있는 노동자보다 뽑으려는 인력이 더 많음. 지금의 속도대로라면 미 연준은 고용보다 물가에 집중할 공산이 큼
- 높은 임금을 기반으로 가계의 소득 여건은 견조하지만, 실적에 대한 경계감이 높아지고 신규 일자리를 찾을 수 있다는 자신감이 점차 하락하며 퇴사율은 낮아지는 모습. 가계의 임금 협상력이 약화되면서 임금 안정과 서비스물가의 점진적 하락 기대

미국 실업자 대비 빈 일자리는 1.32개로 하락



자료: Thomson Reuters, 하나증권

고용시장에 대한 자신감 하락으로 퇴사율 낮아지며 임금 안정 유도



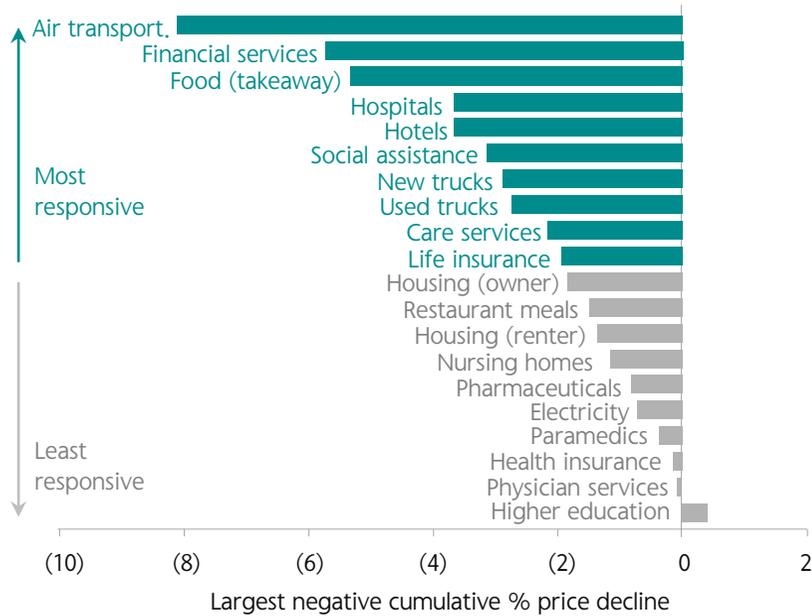
자료: Thomson Reuters, 하나증권

2. 물가 경로에 의존할 연준과 강달러 시대

물가 경로 점검: 통화정책으로 대응할 수 있는 품목과 없는 품목

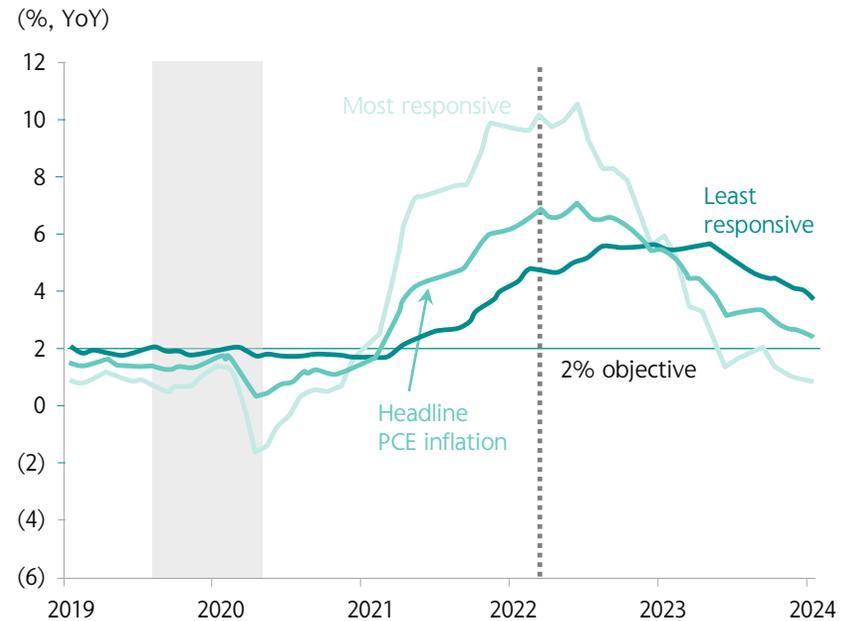
- 긴축적인 통화정책은 시차를 두고 물가 안정을 유도하지만, PCE 물가 내 136개 세부 품목들이 동일한 속도로 하락하지는 않을 것
- 금리 정책의 민감도가 높은 품목들은 22년 3월 금리 인상 사이클 시작 이후 물가가 10%대에서 1% 밑으로 빠르게 하락
- 반면 민감도가 낮은 교육, 헬스케어, 주거비 등의 품목들은 여전히 3% 후반대에 머물면서 물가의 하방 경직성을 유도. 고금리 유지가 해당 품목들의 물가 안정에 큰 영향을 주지 못한다면 통화정책 대응력의 한계가 부각될 소지

금리 정책 민감도가 높은 품목 VS 낮은 품목의 PCE 물가 하락 속도차



주: 미국 기준금리 1%p 인상 시 4년 누적 PCE 물가 하락분
자료: FRB of SF, 하나증권

이번 사이클에도 금리 정책 민감도가 높은 품목이 빠른 속도로 하락

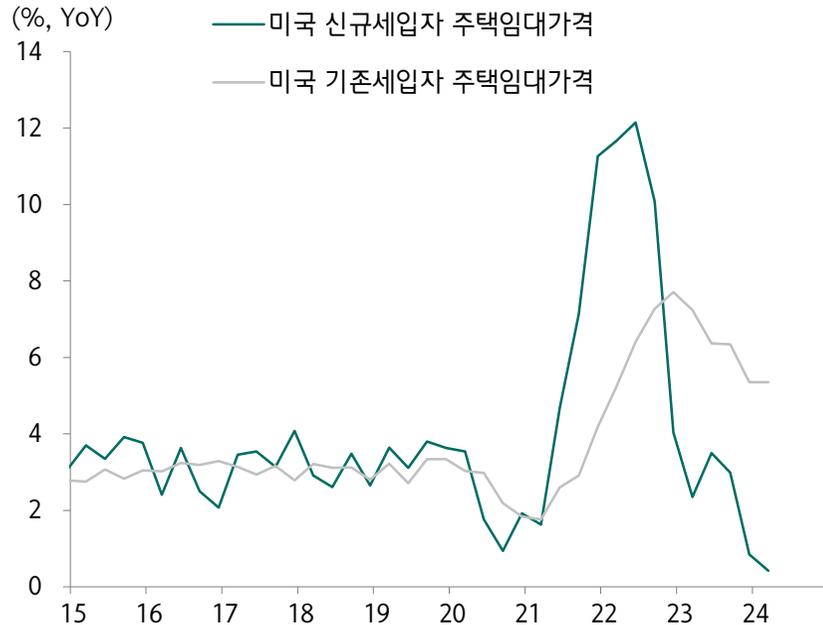


주: 점선은 미 연준의 금리 인상 시작 시점
자료: FRB of SF, 하나증권

수급과 선행지표로 보는 주거비

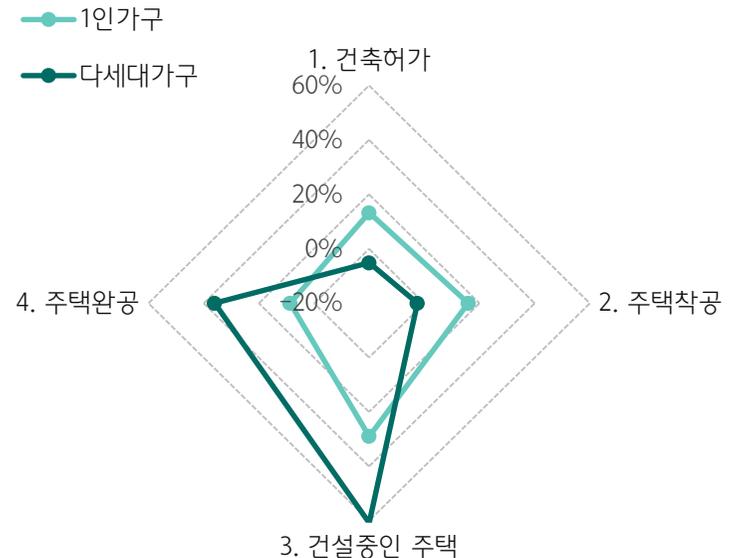
- 주거비는 모기지 금리 하락 전까지 기존주택 보유자들의 주택 공급이 원활하지 않을 것이기에 금리 인상으로 물가 안정을 유도하기 힘든 대표적인 항목. 주택시장 심리 약화에도 불구하고 기존주택 재고 부족으로 주택가격의 상승세가 이어져왔음
- 다만 공급부족 국면이 장기화되면서 신규 주택 공급 증가. 건설중이거나 완공된 주택 수가 늘어나며 주택 공급부족 우려 완화될 듯
- 전체 임대료에 약 4분기 선행하는 신규 세입자의 주택임대가격도 빠른 속도로 하락. 임대료 중심으로 주거비는 서서히 안정될 전망

전체 임대료에 선행하는 신규 세입자의 주택임대가격 하락세



자료: Bloomberg, 하나증권

건설중이거나 완공된 주택 수가 많아지며 공급부족 우려 완화될 전망

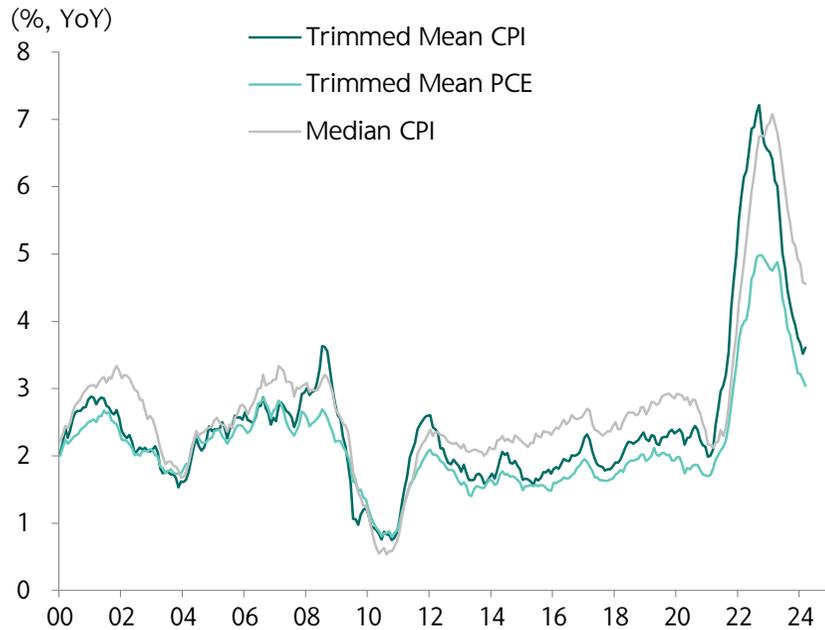


주: 2019년 대비 2023년 3Q~2024년 1Q 평균 증가율
 자료: Thomson Reuters, 하나증권

하반기 물가의 하락 경로는 유효

- 중간값(Median), 절삭평균(Trimmed Mean) 등을 이용해 물가 전반의 흐름을 확인하는 보조 물가지표들은 꾸준히 하락하고 있음
- 연준이 통화정책의 준거로 삼는 헤드라인 PCE 디플레이터는 CPI와 달리 메디케어 등 소비자를 위한 정부의 의료비 지출을 포함하고 있고 주거비 가중치가 낮은 편이기 때문에 하반기 물가의 점진적 하락 추세는 유효할 것이라고 판단

미국의 물가 보조지표들은 하락 추세를 유지 중



자료: Thomson Reuters, 하나증권

CPI와 PCE의 가중치 비교

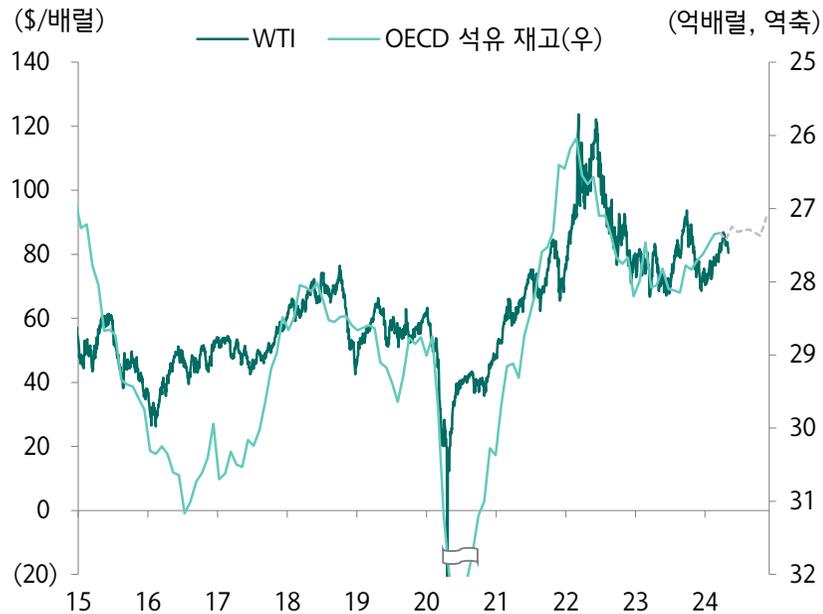
	CPI (A, %)	PCE (B, %)	차이 (A-B, %p)
식품	13.4	7.7	5.7
에너지	6.7	4.2	2.5
근원 서비스	59.0	65.2	-6.2
주거	34.8	16.4	18.4
Super Core	24.2	48.8	-24.6
의료	6.4	16.2	-9.8
금융	0.2	7.1	-6.9
근원 상품	20.8	22.9	-2.1
자동차	6.7	3.4	3.3

자료: BOK, Barclays, 하나증권

유가 기저효과로 당분간 물가 안정에 대한 확신은 약화

- 지정학적 리스크와 타이트한 원유 공급 여건으로 인해 연말까지 글로벌 석유 재고는 낮은 수준을 유지할 것이며, WTI가 배럴당 \$80 대에 머물게 된다면 2분기 중 유가의 기저효과가 크게 확대되며 헤드라인 물가 상승을 견인할 듯
- 7월 FOMC 전까지 확인할 수 있는 4~6월 CPI와 PCE 디플레이터가 유가 영향으로 반등하면서 금리 인하의 타당성이 약화될 것이며, 연내 금리 인하 가능 여부에 대한 시장의 의견이 분분해질 듯. 다만 2분기 이후 기저효과는 소멸되므로 연내 금리 인하 기조는 유효

타이트한 수급 감안 시 연말까지 석유재고가 서서히 줄어들며 유가 지지



주: 회색 점선은 EIA 전망치 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

고유가 기조 유지될 경우 미국 소비자물가는 6월까지 상승 후 반락할 듯

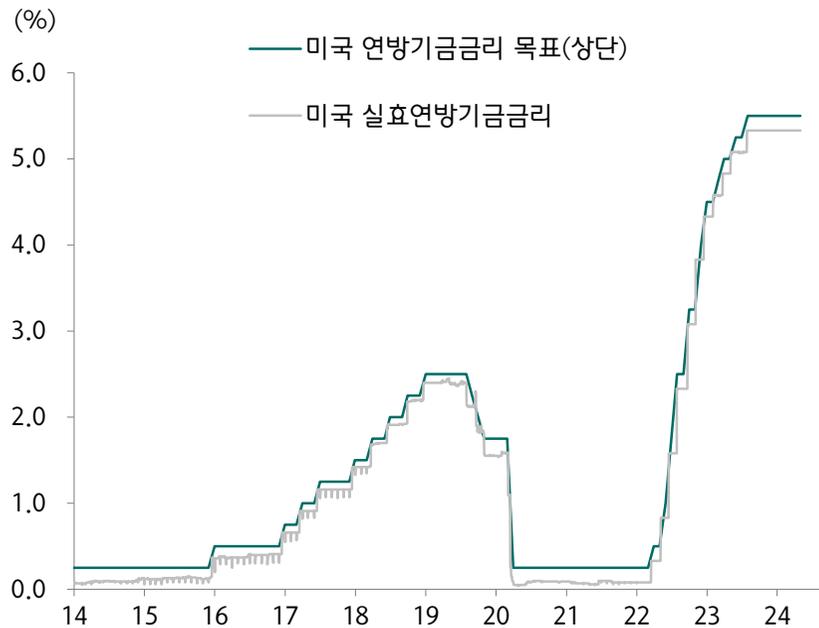


주: 점선은 2~3분기 WTI 가격이 배럴당 \$85 수준일 때의 전년비 기저효과
자료: Thomson Reuters, 하나증권

어느 쪽이든 미 연준의 금리 인하는 가능할 전망

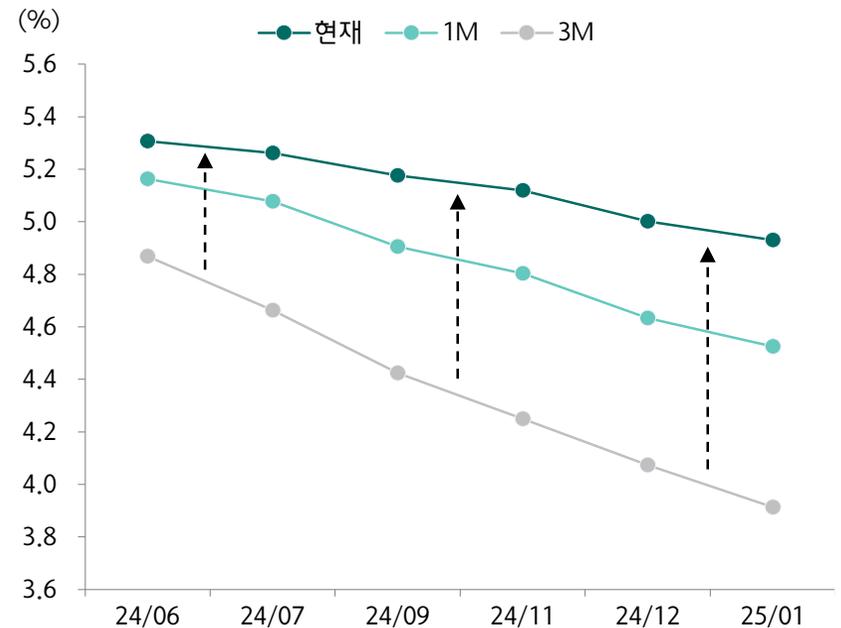
- 미 연준은 9월 경부터 물가 하락 경로에 확신을 가질 수 있을 것으로 보이며, 금년 9월과 12월 두 차례에 걸쳐 금리 인하 예상
- 물가에 대한 경계심이 높은 상황이지만, 파월 의장은 고강도 긴축으로 고용시장이 급격히 둔화될 수 있는 부작용을 염두에 두고 있음
- 연내 금리 인하에는 두 가지 시나리오가 존재할 소지:
 - 1) 고용이 좋으면 물가에 집중해 물가 안정 후 서서히 금리를 낮추는 방안, 2) 고용의 급격한 악화와 즉각적인 금리 인하 대응의 경로

미국은 물가에 대한 확신 부족으로 장기간 고금리 유지 후 9월 인하 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

미 연방기금금리 선물시장은 기준금리에 대한 눈높이를 재설정 중

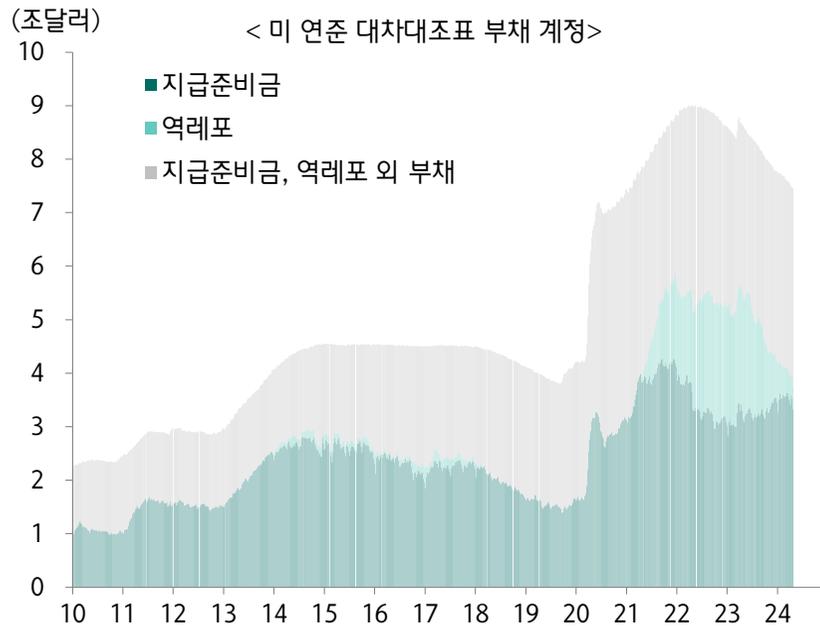


자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 조정에는 조심스럽게 접근

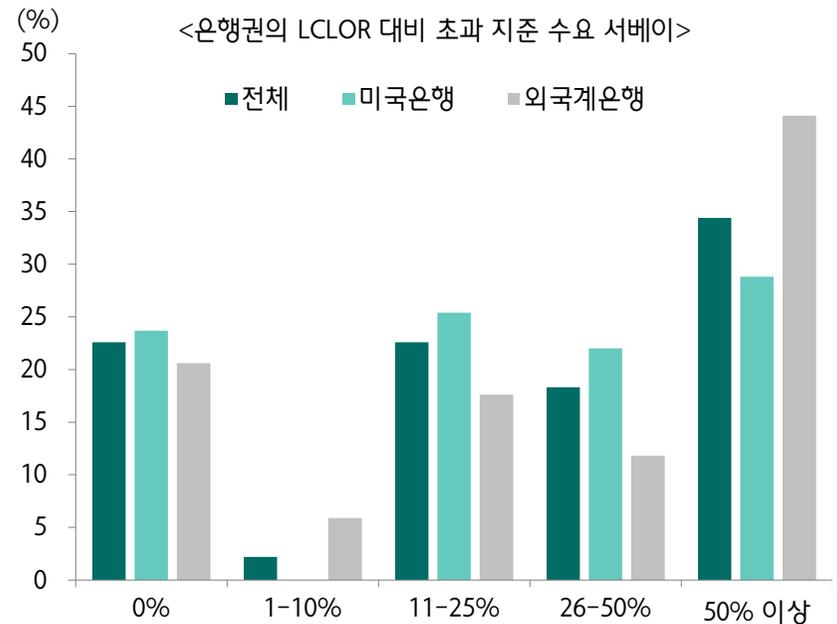
- 미 연준은 6월부터 대차대조표 축소 속도를 늦출 예정. MBS 한도는 350억 달러로 유지, 국채 한도는 기존 600억 달러에서 250억 달러로 줄이면서 단기자금시장의 스트레스 발생 가능성을 낮추고 충분한 지급준비금 확보에 대한 연준의 대응력을 높이고자 함
- 역레포가 소진되면 QT 속도만큼 지급준비금이 급격히 줄어들텐데, 은행권의 지준 선호 정도를 정확히 알 수 없어 축소 속도를 늦춤
- MBS 상환액은 현재 월간 한도를 하회하고 있어 한도 조정의 필요성 제한적. 연준은 장기적으로도 국채 위주의 자산 구조 선호

역레포 소진 후 지급준비금이 급격히 줄어들 것을 염려해 속도조절 시행



자료: Thomson Reuters, 하나증권

은행권의 초과 지급준비금 선호 정도를 정확하게 알 수 없는 연준

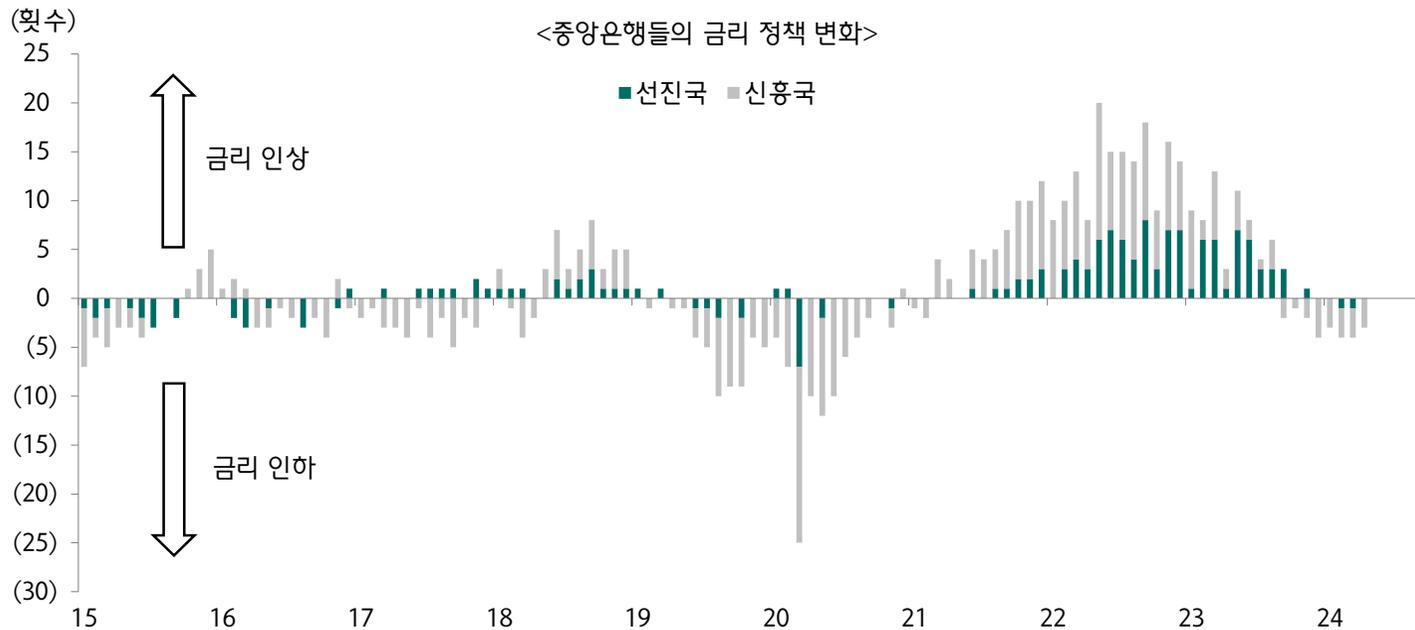


자료: FRB, 하나증권

각자도생의 시대

- 미 연준이 글로벌 통화정책의 선두주자 역할을 포기하면서 여타 중앙은행들의 운신의 폭은 넓어짐. 미국과 경제 상황 또는 인플레이션의 성격이 다르다며 독립적인 통화정책 운용을 강조할 것
- ECB는 6월 금리 인하를 시사했으며, BOE는 금리 인하 소수의견이 나옴. BOC도 물가에 대한 긍정적 평가로 금리 인하 사이클이 미국보다 빠르게 전개될 가능성을 높임. 미국과 여타 선진국들 간의 금리차 확대가 금융 자금의 흐름과 환율 방향성에 영향을 미칠 소지

글로벌 중앙은행의 통화정책은 금리 인하 쪽으로 전환

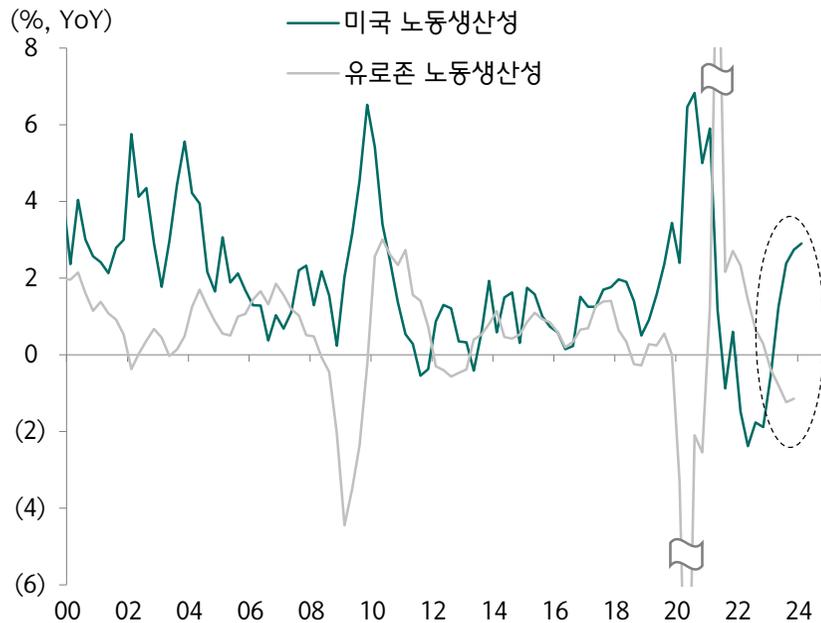


자료: Thomson Reuters, 하나증권

유럽과 미국은 기초 체력이 다르다

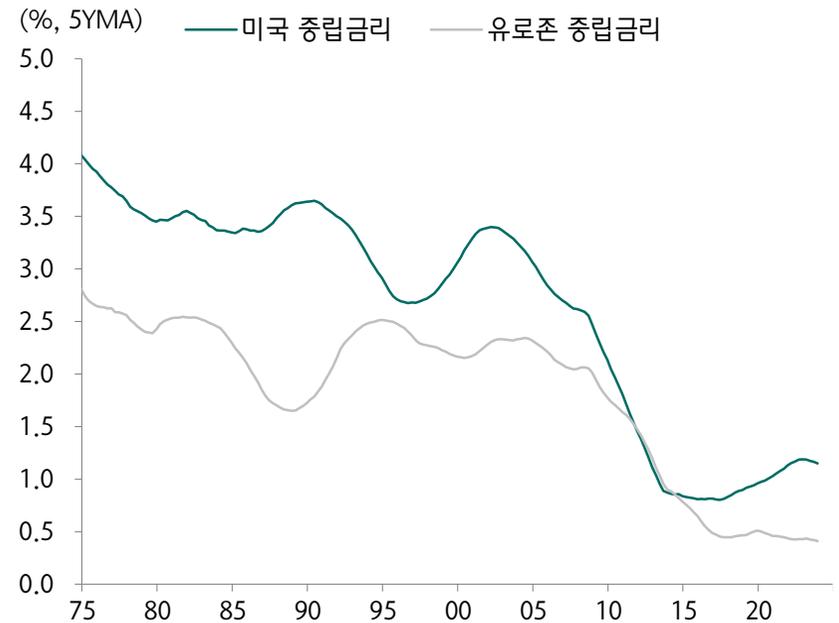
- 유로존 노동생산성은 2023년 4분기 전년비 -1.1%를 기록하며 21년 4분기부터 꾸준히 하락. 유로존은 신규 사업에 대한 규제, 낮은 경쟁력과 인센티브 등으로 여타 선진국 대비 생산성이 구조적으로 낮은 편이며, 러-우 전쟁과 에너지 타격 등으로 생산성 부진 흐름 지속. 이에 유로존 중립금리는 미국과 달리 서서히 낮아졌을 듯
- 견조한 미국 경제와 달리 유로존은 고금리 장기화의 여파로 내수경기 부진이 계속되고 있어 ECB의 금리 인하 폭은 연준보다 클 소지

유로존 노동생산성은 21년 4분기부터 꾸준히 하락하는 모습



자료: Thomson Reuters, 하나증권

미국과 달리 유로존의 중립금리는 서서히 낮아졌을 소지



주: 각국의 중립금리는 Holston-Laubach-Williams 모델로 산출
자료: NY Fed, 하나증권

2. 물가 경로에 의존할 연준과 강달러 시대

미국과 주요국의 금리차 확대되며 연내 달러 강세 지지

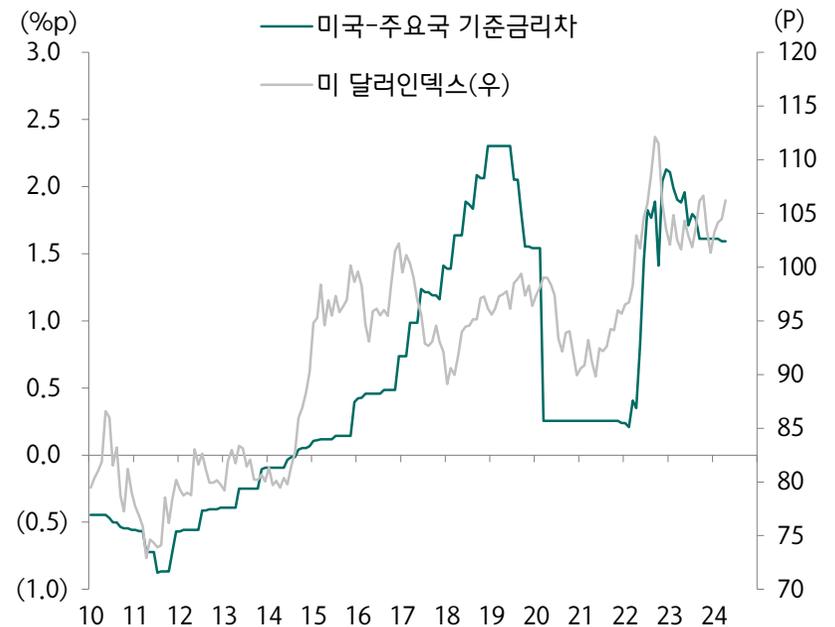
- ECB는 4월 통화정책회의 성명서에 “앞으로 나오는 데이터들이 2% 물가 목표 도달에 대한 확신을 높이는 방향으로 나온다면 현재의 제약적 통화정책 수준을 줄이는 것이 적절”하다는 문구 추가. 현재 금리수준의 지속 필요성에 대한 문구도 삭제하며 금리 인하 시사
- ECB의 금리 인하 사이클은 6월부터 시작 전망. 연내 금리 인하 횟수는 총 4회(100bp)가 될 것으로 예상
- 현재 100bp 가량 벌어진 미국과 유로존의 기준금리차가 연말 경에 150bp에 이르며 연내 미 달러 강세를 유도할 전망

하반기 중 통화정책이 환시에 미치는 영향력 높아질 소지



자료: Bloomberg, 하나증권

미국과 주요국의 기준금리차가 벌어지며 달러 강세를 유도

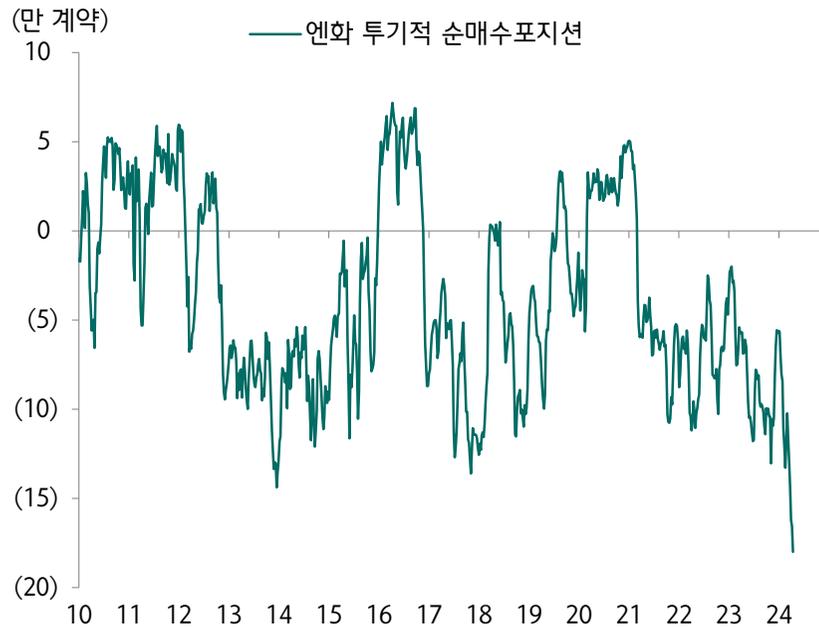


자료: Bloomberg, 하나증권

엔화의 과도한 약세는 지속될 것인가?

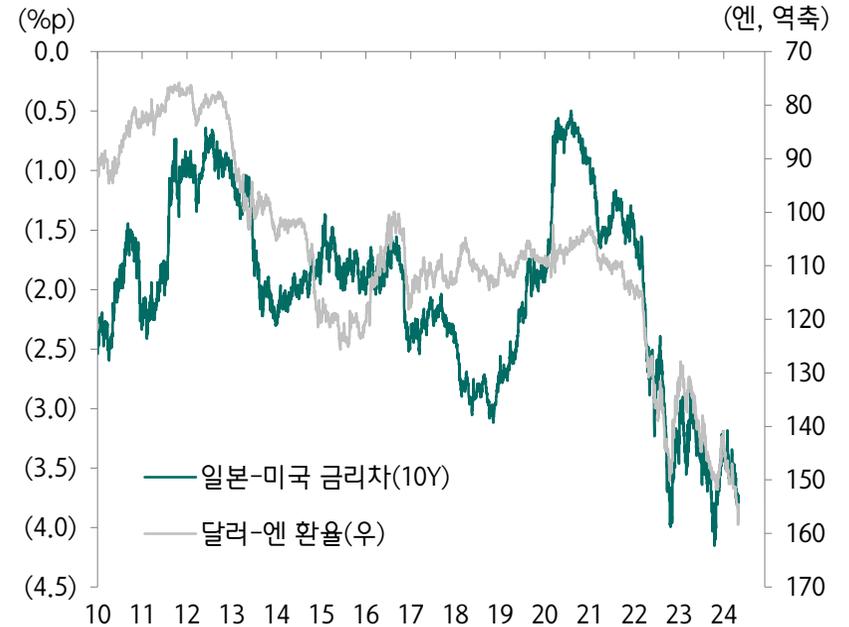
- BOJ의 통화 긴축에 대한 기대 약화로 엔화 약세가 가팔라지는 중. 엔화의 투기적인 순매도 포지션도 큰 폭으로 증가하며 변동성 확대
- 달러-엔 환율이 150엔 대에 진입한 이후 외환당국의 개입이 꾸준히 나타났으며, 하반기 일본 정부의 디플레이션 탈출 선언 가능성이 높아 하반기 엔화의 점진적 되돌림 기대해볼 수 있을 듯. 일본 외환보유고 중 엔화 매수에 바로 사용할 수 있는 예치금 규모 확대
- BOJ의 정책 수정과 미 연준의 금리 인하가 결부된다면 미-일 금리차가 줄어들며 미 달러의 일방적 강세를 일부 제한할 소지

엔화의 투기적 순매도 포지션 급격히 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 미-일 금리차가 줄어들면 달러-엔 환율도 하락 가능



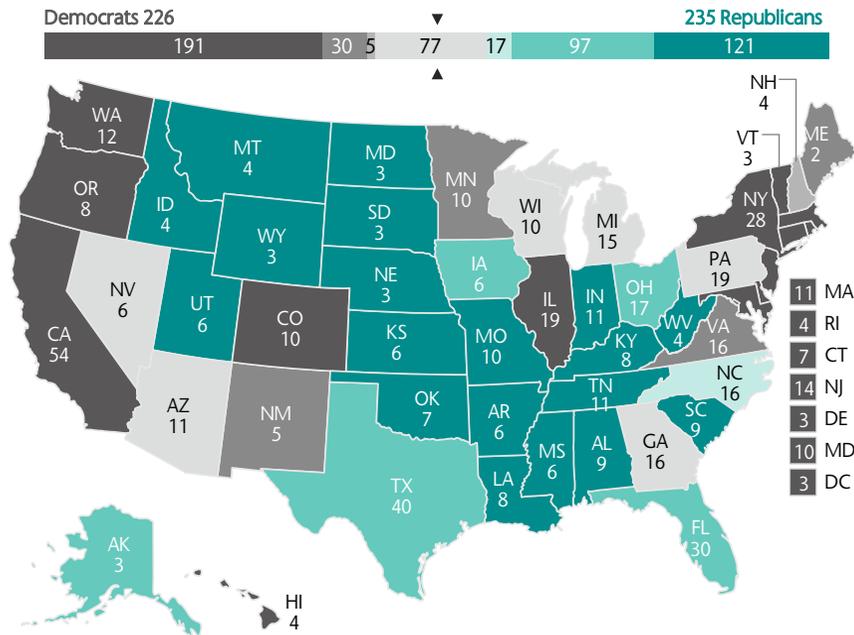
자료: Bloomberg, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

2024년 미 대선, 바이든 지지율 비상상황

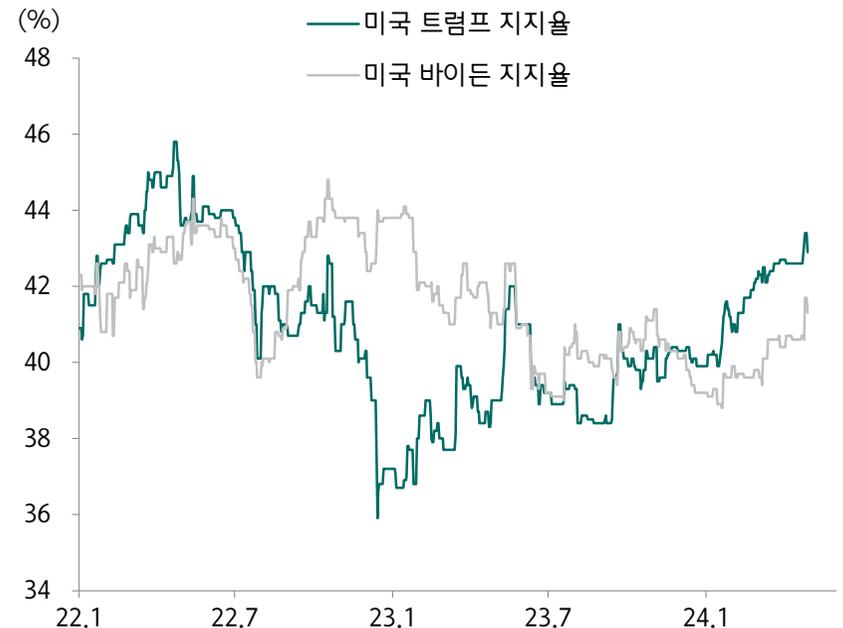
- 2024년 미국 대선은 트럼프 전 대통령과 바이든 현 대통령의 리턴 매치로 치러질 전망이다. 양 후보 모두 각 당의 최종 대선후보로 지명되기 위한 대의원 수를 확보한 상태. 미국의 간접선거 시스템 상 6개 경합주에서의 선거 결과가 미 대선 승리의 향방을 결정할 소지
- 1949년 이후 재선에 성공한 미국 대통령들의 첫 임기 평균 지지율은 58.3%로 현재 바이든의 지지율보다 크게 높은 편이며, 여론조사 결과 트럼프의 지지율이 바이든보다 높은 상황. 트럼프 당선 시 관세와 재정적자 확대에 의한 영향 주시

2024년 미국 대선 주별 판세와 6개 경합주



자료: 270twin, 하나증권

바이든보다 트럼프의 지지율이 더 높은 모습



자료: Real Clear Politics, Bloomberg, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

트럼프가 예고한 집권 2기 관세정책

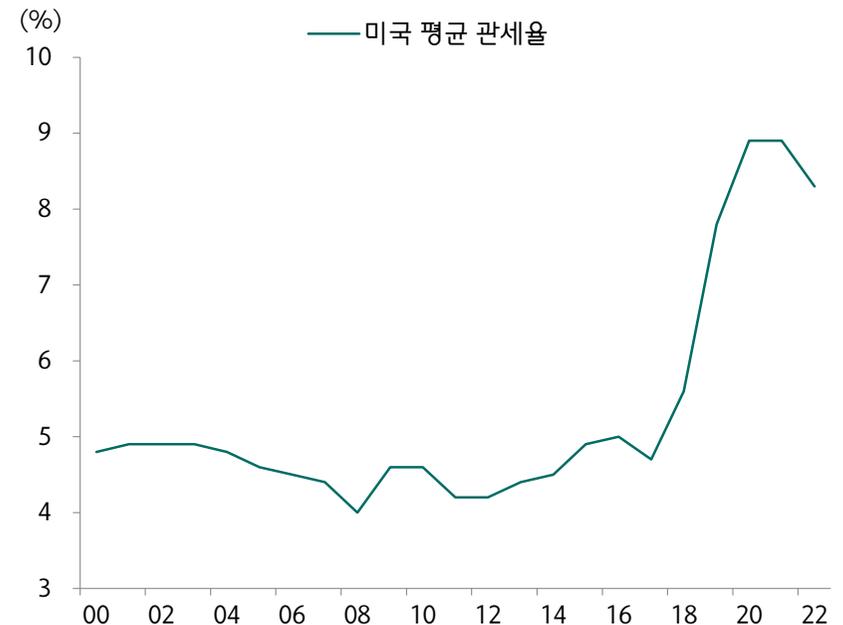
- 트럼프 캠페인은 재선 성공 시 전 수입품에 10% 보편적 기본관세를 부과하고 중국산 수입품에 일률적으로 60%의 관세를 부과하는 방안을 검토하고 있다고 언급. 또한 미국 제품에 관세를 부과하는 국가의 수입품에 보복관세를 부과하는 상호관세 통과 가능성 상존
- 자국우선주의적 성향의 유권자들이 늘어난 터라 바이든 집권기에도 트럼프 집권 당시 올라간 평균 관세율은 크게 떨어지지 않았음. 결국 금번 관세정책은 [관세율 상승 vs 하락]의 싸움이 아닌, [관세율 상승 vs 유지]의 싸움이 될 것

트럼프 캠페인에서 제시하고 있는 집권 2기 관세정책의 골자

정책	내용
10% 보편관세	<ul style="list-style-type: none"> • 전 수입품에 10%의 보편적 기본관세를 부과 • 과거 닉슨 대통령이 1971년 8~12월까지 부과한 전례가 있음 (현재 부과되고 있는 관세율에 10%p를 더하는 방식)
60% 대중국관세	<ul style="list-style-type: none"> • 중국산 수입품에 대해 일률적으로 60%의 관세를 부과 • 불공정 무역관행이 있다고 판단되는 국가의 특정 제품에 제재 관세를 부과할 수 있는 무역법 301조, 안보를 이유로 수입을 제한할 수 있는 무역확장법 232조를 사용할 수 있을 것 • 중국에 대해 최혜국 대우를 골자로 한 항구적 정상무역관계 지위 박탈을 공표
상호관세	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 제품에 관세를 부과하는 국가의 수입품에 대해 같은 비율의 보복관세를 부과 • 재선 성공 시 트럼프 호혜무역법 (Trump Reciprocal Trade Act) 통과를 공언

자료: Trump 2024 Agenda47, KIEP, 하나증권

바이든 집권기에도 미국의 평균 관세율은 크게 떨어지지 않음



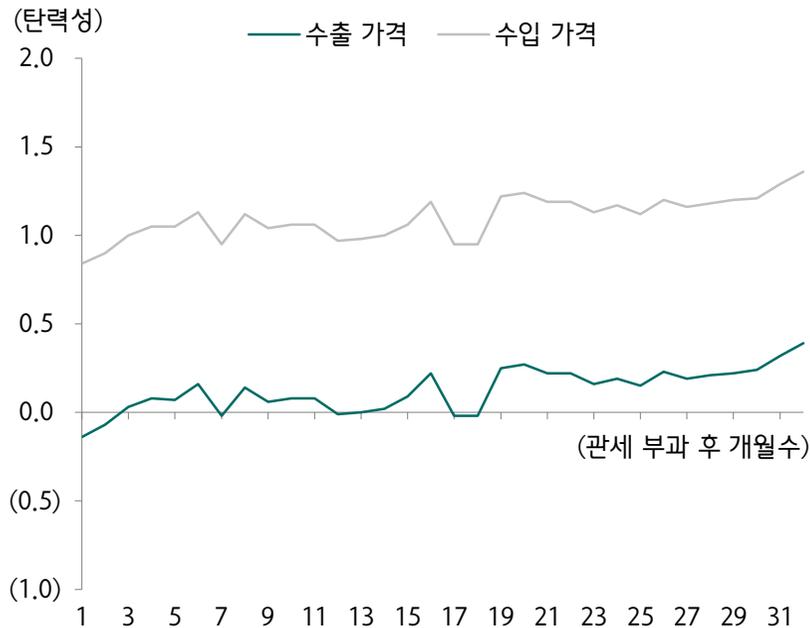
주: 관세 부과 대상 수입액 가중치 기준
자료: USITC, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

Beggar-thy-neighbor 전략은 실패였지만 정치적으로는 성공

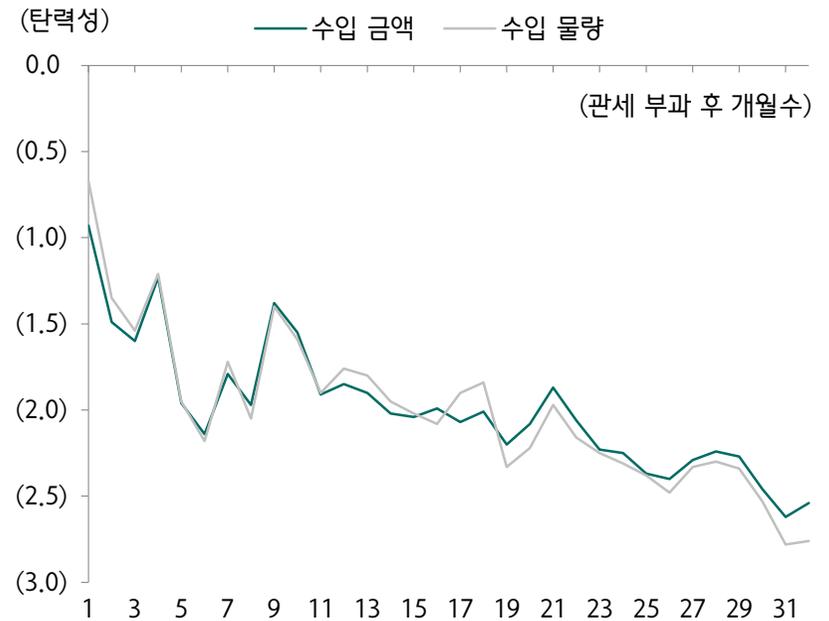
- 트럼프는 미국의 큰 경제 규모를 바탕으로 관세의 일부만 소비자 가격에 전가되고 나머지가 외국 생산자에 의해 부담돼 자국의 후생이 늘어나는 근린공핍화(Beggar-thy-neighbor) 전략을 유도. 실제로 무역법 301조를 토대로 한 고율 관세 부과로 미국의 수입 물량은 꾸준히 줄어들었으나, 수입 가격이 관세 부과로 인한 비용을 고스란히 반영하면서 실질적인 효과는 제한적이었던 것으로 판단
- 다만 정치적으로는 러스트 벨트에 위치한 주요 경합주의 유권자들의 지지를 얻으면서 성공적인 전략으로 작용

무역법 301조에 따른 관세율 상승은 수입가격에 모두 전가



주: 관세율 1% 상승 시 미국 수출 및 수입 가격 영향
자료: USITC, 하나증권

관세 부과 시 미국의 수입 물량은 시간이 지날수록 줄어드는 효과



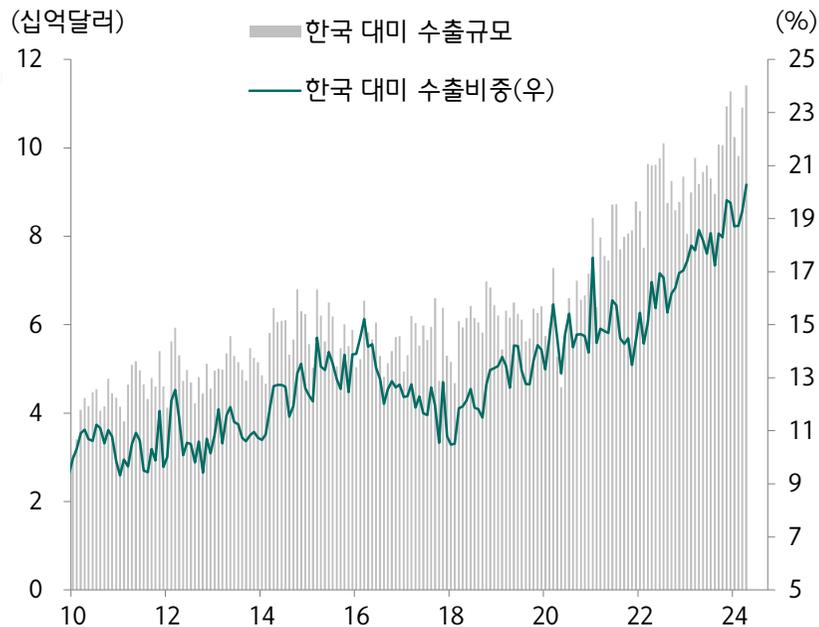
주: 관세율 1% 상승 시 미국 수입 금액 및 물량 영향
자료: USITC, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

새우등 터지는 한국 수출

- 한국의 대미 수출규모는 팬데믹 이후 빠른 속도로 늘어나 현재 국내 수출의 약 20% 수준에 근접. 특히 미국이 여타 선진국 대비 수입 수요가 견조할 것으로 기대되는 만큼 대미 수출의 중요도가 높아질 것
- 미-중 무역분쟁 확대는 수입 대체 효과 등으로 인해 국내 수출 기여도를 높일 수 있지만, 보편적 관세 부과 등으로 국내에도 관세가 적용될 경우 역효과가 더 클 수 있어 주의 필요. 주요 한국의 대미 무역수지 흑자 품목들을 중심으로 관세 부과 가능성

한국의 대미 수출규모는 해를 거듭할수록 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

한국의 주요 대미 무역수지 흑자 품목

순번	품목명	2022년 (억 달러)	2023년 (억 달러)
1	승용차	184.18	290.09
2	차량용 부분품 부속품	67.83	67.25
3	석유제품	52.84	50.63
4	배터리	39.66	46.74
5	컴퓨터 부분품 부속품	63.52	35.18
6	냉장고	19.70	21.40
7	산화금속산염, 과산화금속산염	12.98	17.53
8	각종 기계류	7.07	17.00
9	비휘발성 기억장치	56.59	15.35
10	휴대전화 및 부품	9.91	13.73

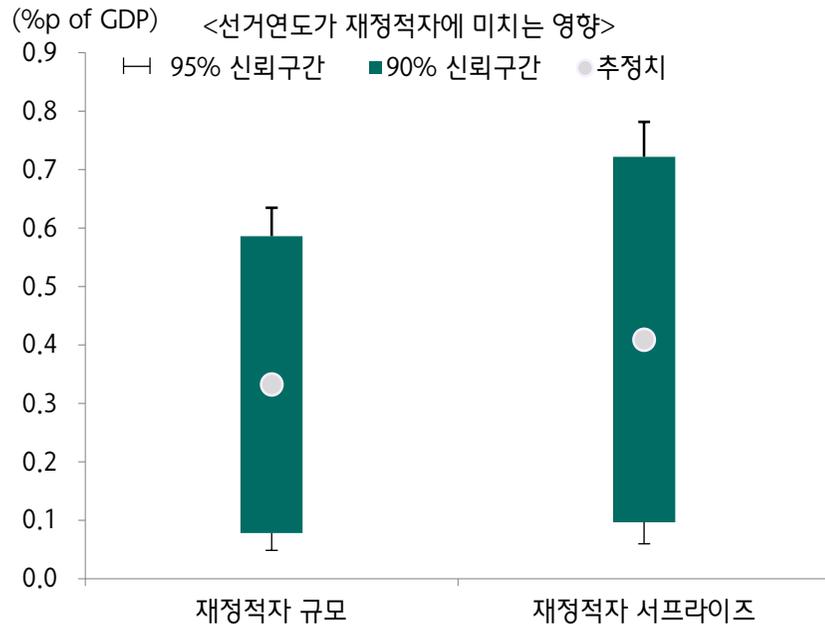
자료: 대외경제정책연구원, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

글로벌 슈퍼 선거의 해, 재정지출 확대 가능성

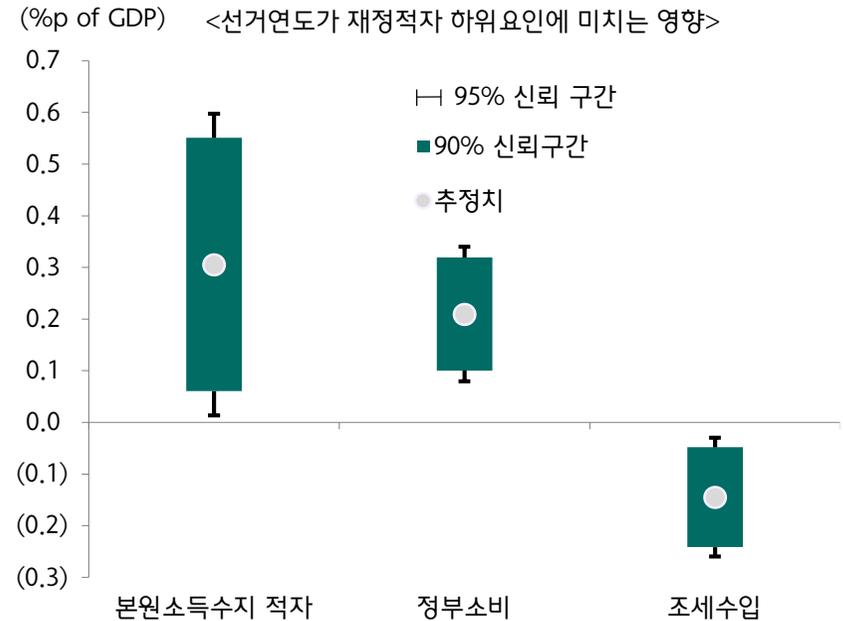
- 2024년은 미국 외에도 총 88개국에서 선거를 치르는 글로벌 슈퍼 선거의 해. IMF 분석에 따르면, 선거가 있는 해는 통상적인 때보다 GDP 대비 재정적자 규모가 0.3%p 증가하며, 기존 예측 경로보다는 0.4%p 가량 서프라이즈를 기록
- 정부소비가 증가하고 조세수입은 감소하면서 재정적자 폭이 확대될 수 있어 정부부채에 대한 우려가 더 커질 듯

선거가 있는 해는 다른 때보다 재정적자 규모가 증가하는 경향



자료: IMF, 하나증권

정부 소비가 늘어나고 조세 수입은 감소하며 재정적자를 유도



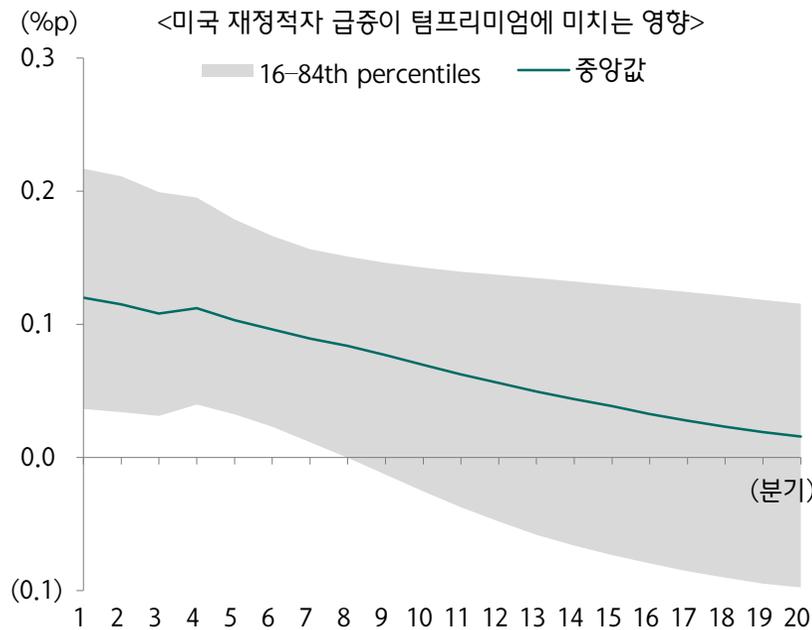
자료: IMF, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

늘어나는 재정적자와 장기금리 여파

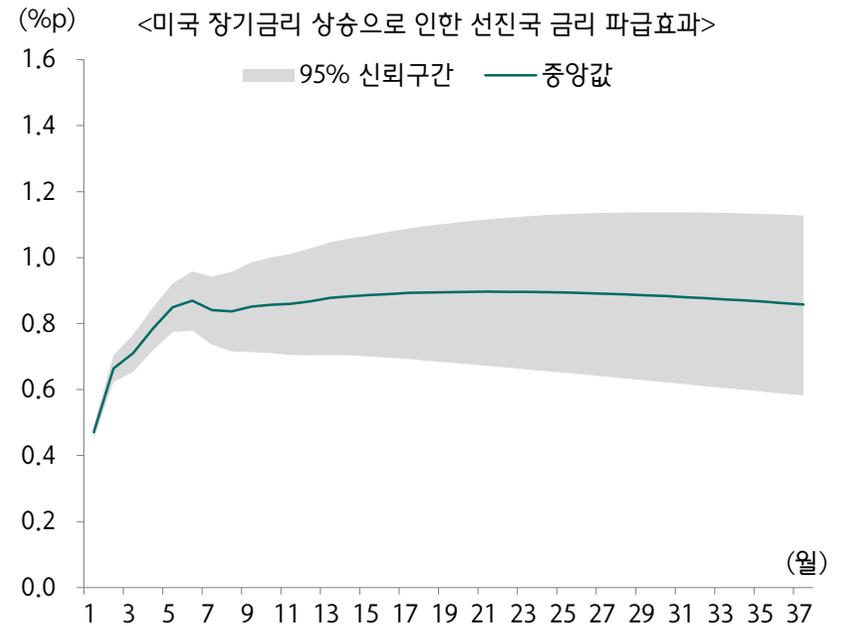
- FY2023년 미국의 재정적자가 \$1.7조에 육박하면서 GDP 대비 재정적자는 6.3% 기록. 미 의회예산국(CBO)은 FY2024년 재정적자가 \$1.6조로 소폭 줄어들 것으로 예상하고 있으나, 미 연준의 금리 인하가 3분기로 미뤄지면서 순이자 비용이 늘어날 공산이 큼
- IMF의 충격반응분석 결과 미국의 GDP 대비 본원적자가 1%p 증가하면 텀프리미엄이 즉각적으로 11bp 가량 상승하며 텀프리미엄이 완화되는 데까지 상당한 시간이 소요됨. 또한 미국의 장기금리 상승은 선진국 장기금리의 동반 상승을 야기할 수 있어 주의 필요

미국의 재정적자가 늘어나면 텀프리미엄이 곧바로 상승하는 영향



주: 미국 GDP 대비 본원적자가 1%p 증가할 때 미국 텀프리미엄의 충격반응함수
자료: IMF, 하나증권

미국의 재정적자와 장기금리 상승이 선진국 장기금리에 미치는 파급효과



주: 미국 장기금리가 1%p 증가할 때 선진국 장기금리의 충격반응함수
자료: IMF, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

고금리 유지 시 가계대출도 편안할 수는 없다

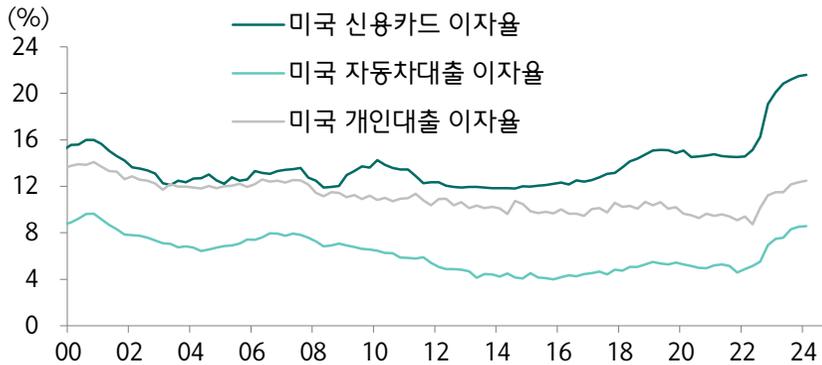
미국 가계신용 잔액은 꾸준히 늘어나는 모습



자료: Thomson Reuters, 하나증권

- 고강도 긴축으로 인해 중/저소득 가구를 중심으로 재정 압박이 늘어나고 있는 점도 고려할 필요
- 가계의 신용 대출이 늘어나면서 역내 소비를 지지하고 있지만, 신용카드 이자율이 21.6%로 2022년 초 대비 700bp 상승
- 신용 잔액 중 리볼빙대출(연체 방지 위해 일부 결제금액 이월)의 비중도 26.5%로 팬데믹 이전 수준을 넘어서며 신용의 질이 다소 악화되는 모습

급격히 높아지고 있는 가계의 대출 금리



자료 : Thomson Reuters, 하나증권

신용대출 중 리볼빙대출 비중 크게 증가



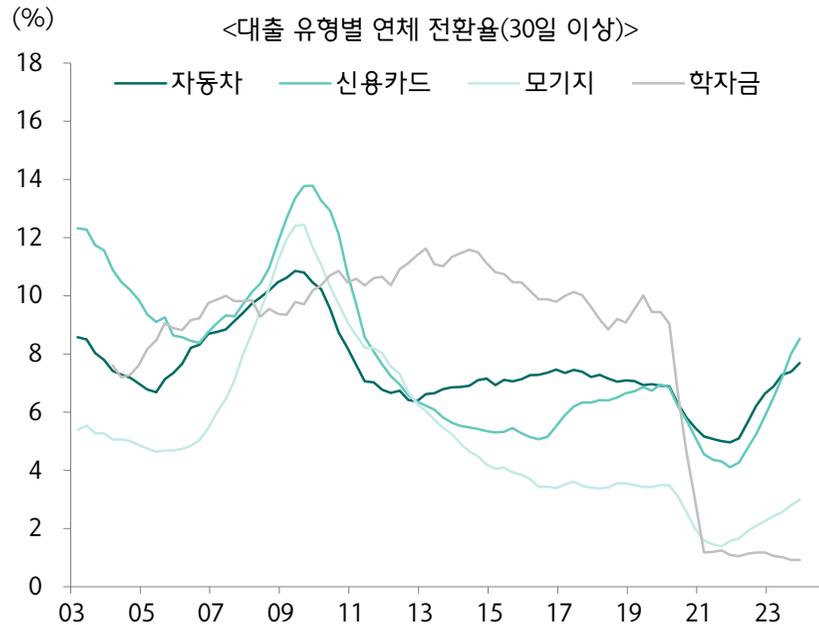
자료 : Thomson Reuters, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

악성 대출이 늘어나고 있는 가계 신용

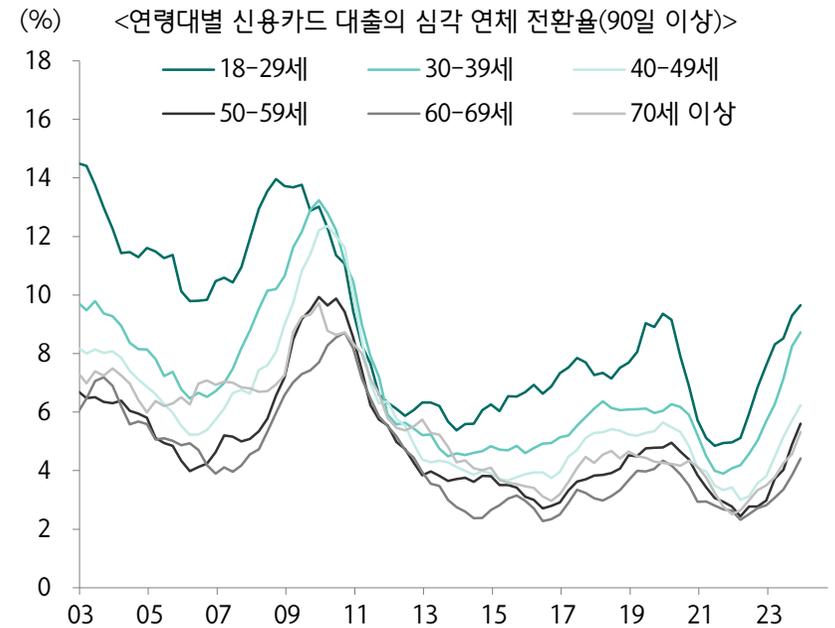
- 미국 가계부채의 약 70%를 차지하는 모기지 대출은 안정적이지만, 신용카드와 자동차 대출 연체 전환율이 팬데믹 이전 수준을 넘어 서고 있음. 특히 신용카드 대출의 경우 90일 이상 심각 연체로 전환된 비율이 6.36%로 여타 대출보다 빠른 속도로 증가
- 최근 신용카드 대출을 갚지 못하고 연체 전환하는 주체들은 젊은 연령층, 저소득, 높은 대출잔액 보유, 그리고 자동차/학자금 대출을 동반 보유한 경우가 많은 상황. 악성 대출에 대한 경계심 유효

미국 신용카드와 자동차 대출의 연체 전환율 증가



자료: NY Fed, 하나증권

젊은 층을 중심으로 신용카드 대출 심각 연체 전환율(90일 이상) 급등



자료: NY Fed, 하나증권

3. 선거와 재정적자, 불어난 부채는 안녕한가요?

고금리 지속 + 총수요 과열 = 스태그플레이션 위험 상승

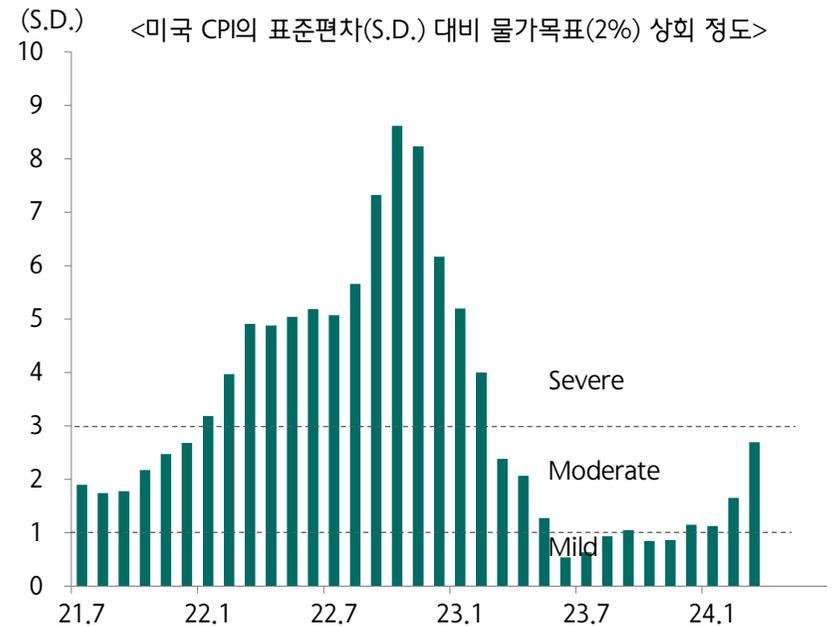
- 만일 미국 물가가 재차 과열되며 미 연준이 금리를 내리지 못하는 환경에 접어든다면, 연말로 갈수록 스태그플레이션 위험이 커질 것
- 연초부터 미국 소비자물가가 재차 오르기 시작해 현재 물가목표(2%)보다 2.7 표준편차(S.D.) 만큼 높아진 상황. 과거 경험에 비추어 볼 때, 경기가 장기 성장 추세를 하회하고 물가가 1~3 S.D. 사이에 머문다면 미국 경제는 평균 5분기 동안 스태그플레이션 지속
- 하반기 고용시장 둔화가 꾸준히 전개되고 총수요가 진정되어야 미 연준이 금리를 서서히 인하하며 연착륙을 유도할 수 있을 전망

과거 미국이 스태그플레이션 혹은 이에 근접한 상황을 경험한 기간

기간	특징	지속기간 (분기)
1Q.1957 ~ 2Q.1958	Moderate	6
2Q.1969 ~ 4Q.1970	Severe	7
2Q.1971 ~ 4Q.1971	Mild	3
3Q.1973 ~ 2Q.1975	Severe	8
2Q.1976 ~ 4Q.1976	Mild	3
4Q.1977 ~ 1Q.1978	Mild	2
1Q.1979 ~ 4Q.1982	Severe	16
4Q.1989 ~ 1Q.1991	Moderate	6
1Q.1995 ~ 2Q.1995	Mild	2
3Q.2000 ~ 3Q.2001	Moderate	5
2Q.2006 ~ 4Q.2006	Mild	3
1Q.2008 ~ 3Q.2008	Moderate	3

주: 회색 음영 표시된 기간은 경기 침체를 동반한 스태그플레이션
 자료: Iqbal(2023), 하나증권

미국 물가가 재차 과열 국면에 접어들 경우 스태그플레이션 우려 커져



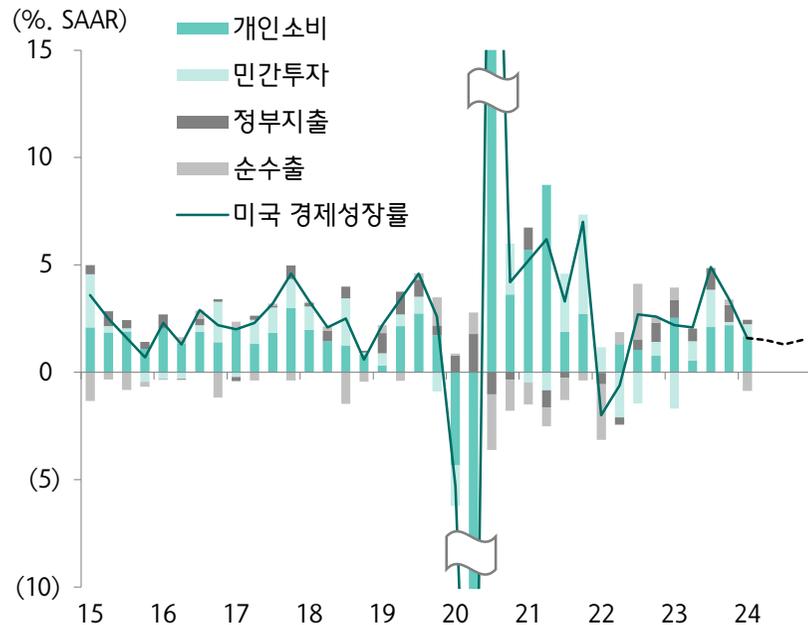
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (1) 미국

견조한 소비경기가 지지할 미국 경제의 연착륙

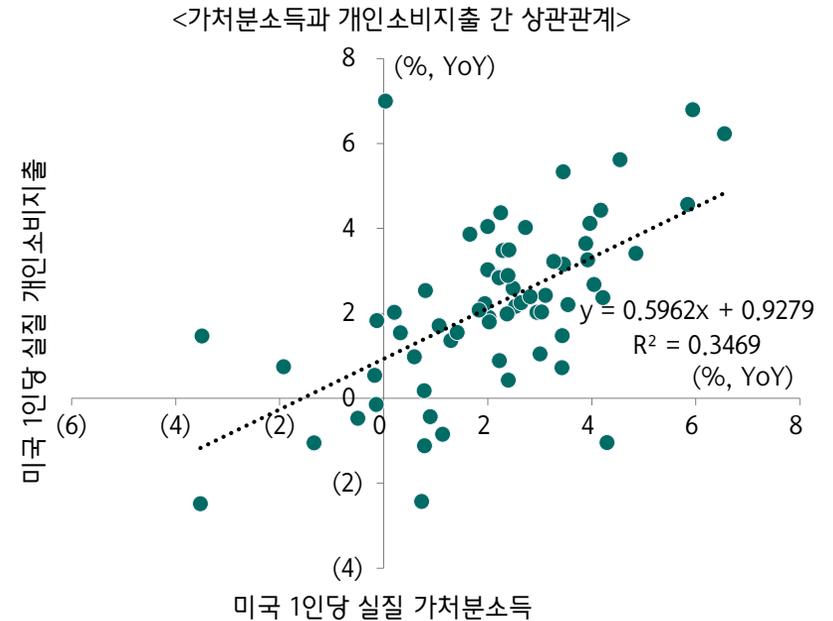
- 미국 경제는 2024년 연간 2%대 성장 예상. 성장률은 점차 약화되겠지만 견조한 소비경기가 미국 경제의 연착륙 가능성을 높일 듯
- 신용카드 연체율 상승 등 견조했던 소비경기에서 일부 균열 조짐이 나타나고 있으나 급격한 위축 가능성은 낮은 상황
- 임금상승률이 팬데믹 이전보다 높은 수준을 보이고 있고 자산가치가 상승하면서 가계 소득 여건은 양호한 수준을 유지할 듯. 1분기 가처분소득은 전년비 1.2% 증가했는데 저축성향 약화 감안 시 소득 증가가 소비로 연결되며 소비경기는 견조한 흐름 보일 가능성

미국 경제는 2024년 연간 2%대의 성장 가능할 전망



주: 24년 1분기 이후는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 실질 가처분소득과 개인소비지출 간의 양(+)의 상관관계



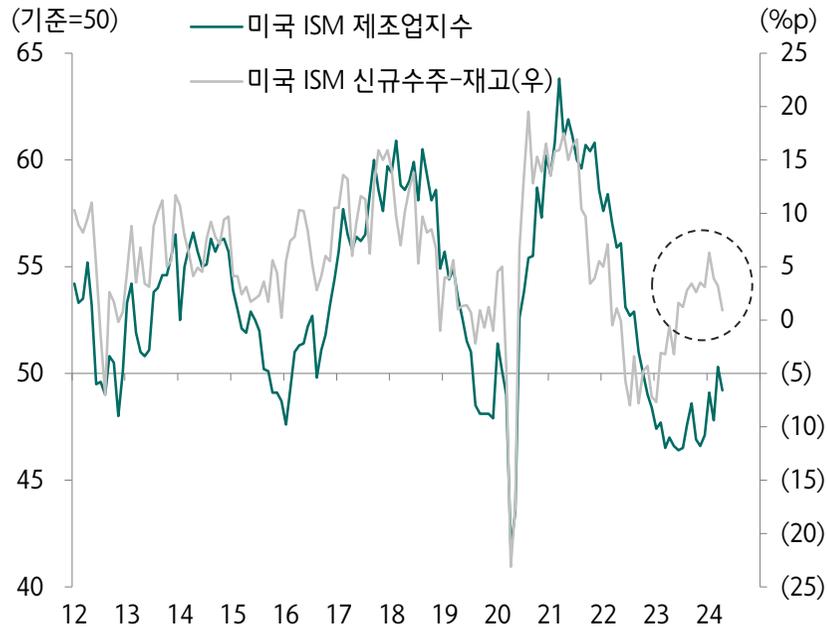
주: 각 점들은 1960-2023년 각 해 4분기의 데이터를 기준으로 산출
자료: BEA, Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (1) 미국

반등 초입부에 서있는 제조업 경기

- 미국 ISM 제조업지수가 확장과 수축의 경계선상에 위치하며 업황 회복에 대한 의구심이 생겼으나, 선행지표인 신규수주-재고 스프레드가 플러스(+)를 기록하고 있고 생산이 늘어나고 있는 만큼 제조업 경기 회복 모멘텀은 유효할 전망
- 다만 미국 제조업 재고/판매 비율은 1.47배 수준으로 여전히 코로나 이전 장기 평균수준인 1.37배를 상회하고 있음. 재고 순환 사이클 개선이 다소 느리게 전개될 수 있어 재고투자 기대는 제한적

미국 ISM 신규수주-재고 스프레드는 높은 수준을 기록 중



자료: Thomson Reuters, 하나증권

축적된 재고량 감안 시 제조업 재고투자 기대는 약화



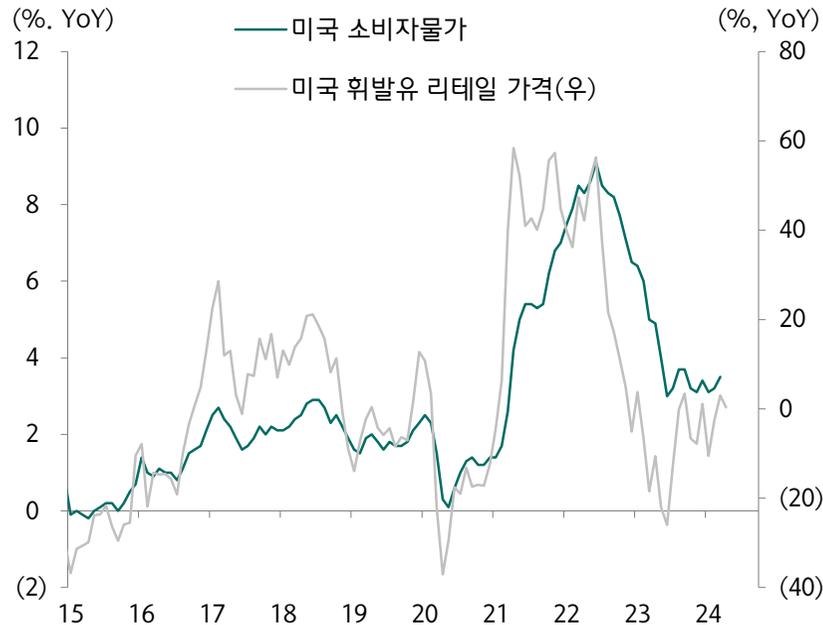
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (1) 미국

유가 VS 주거비, 미국 물가 하락 기조는 유효

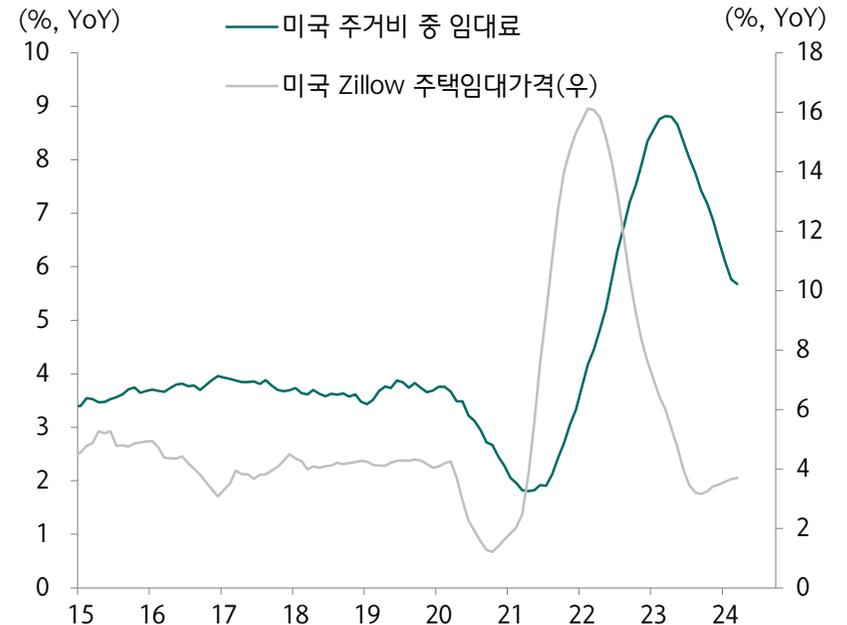
- 고유가 장기화 시 에너지 가격이 반등하며 2분기 헤드라인 물가 상승을 이끌 수 있으나, 유가 상승이 취약계층의 필수재 소비 감소로 이어져 상품물가의 가파른 상승 가능성은 낮다고 판단. 결국 물가 안정에 대한 확신을 얻기 위해서는 서비스물가의 둔화가 중요
- 서비스물가 중 높은 비중을 차지하는 주거비가 안정될 필요. 미국 임대료에 선행하는 Zillow 주택임대가격이 안정되고 있고 신규 세입자 임대가격이 급락해 주거비는 점차 안정될 것으로 보이며, 서비스임금 하락세가 이어지고 있어 하반기 물가 하락 기조 유효

단기적으로 고유가로 인한 상품물가 부담이 부각될 것



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 Zillow 주택임대가격이 전년비 3%대로 안정되며 주거비 하락 견인



자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (1) 미국

시작과 끝에 대한 고민을 모두 안고 있는 미 연준

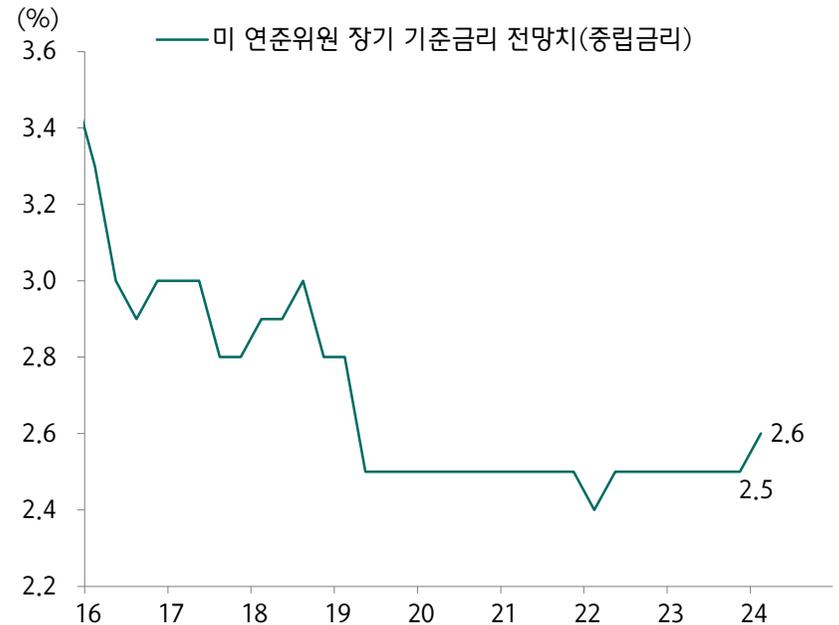
- 기업들의 구인 수요가 감소하며 미국 고용시장은 서서히 둔화될 전망. 실업자 당 빈 일자리수가 1.32개에 달해 실업률은 느린 속도로 오르기 시작할 것. 고용시장의 급격한 위축 가능성이 낮기 때문에 미 연준은 물가에 대한 확신을 가진 후 금리 인하에 나설 전망
- 미 연준은 금년 9월, 12월 두 차례(각각 25bp)에 걸쳐 금리 인하를 단행할 전망. 금리 인하 시점에 주목하고 있는 시장은 연말로 갈수록 금리 인하 폭에 대해 고민하게 될 것. 지난 3월 미 연준위원들은 장기 기준금리(중립금리) 전망치를 2.5%→2.6%로 상향 조정했는데, 앞으로 남은 세 번의 경제전망에서 중립금리 추가 상향 시 금리 인하 사이클의 끝에 대한 고민이 깊어질 수 있어 주시할 필요

점진적으로 줄어들고 있는 미국 기업들의 구인 수요



자료: Thomson Reuters, 하나증권

장기 기준금리에 대한 연준위원들의 눈높이 상향 조정 가능성



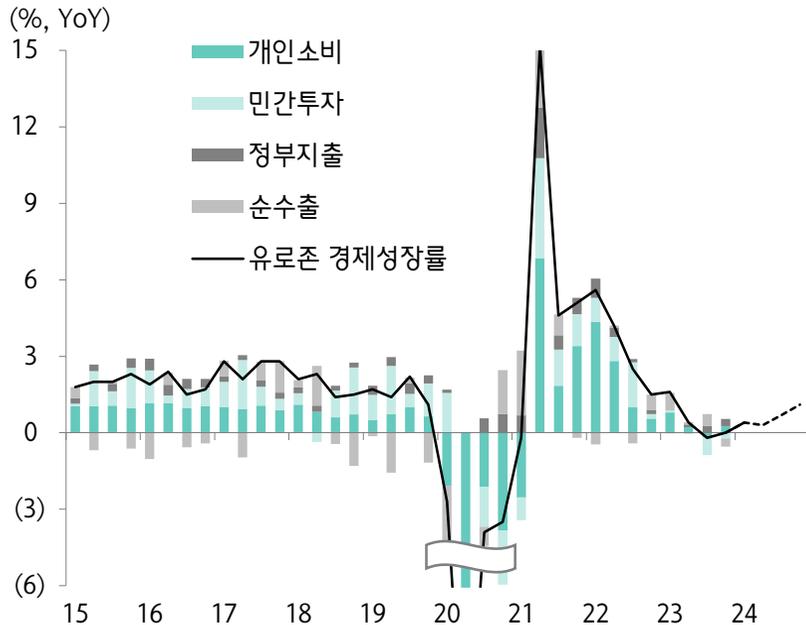
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (2) 유로존

고금리의 상처가 조금씩 아물 조짐이 보이는 유럽

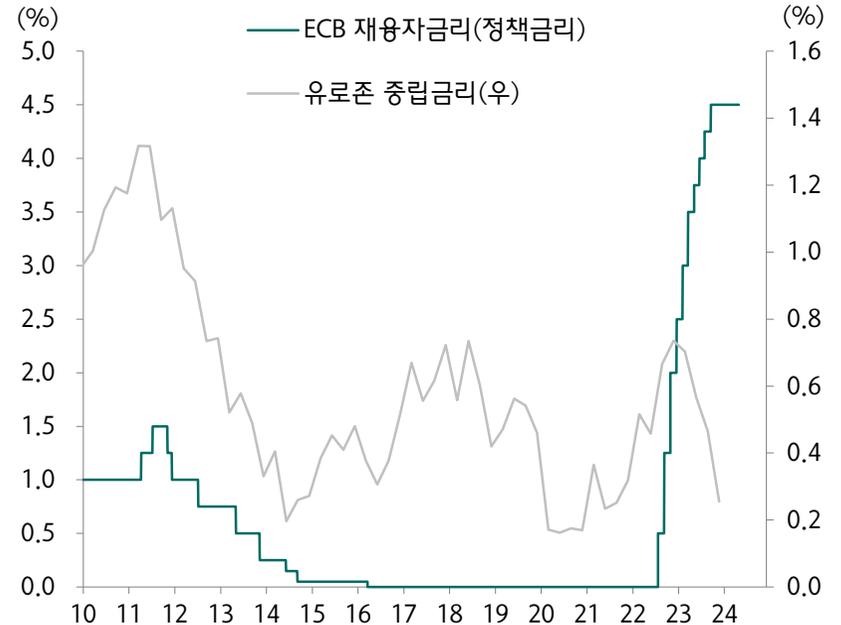
- 유로존 경제는 2024년 연간 0.6% 가량 성장 예상. 실질임금 상승 효과로 개인소비가 증가하고 글로벌 교역량 증가로 순수출이 회복되며 역내 경기 회복에 기여할 듯. 다만 긴축적 금융환경의 여파로 민간투자가 부진할 것으로 보여 큰 폭의 성장은 제한될 소지
- 유로존은 팬데믹 이후 노동생산성이 하락했고 내수 부진이 심화되고 있어 고금리를 견디기 힘든 상황. 디스인플레이션이 계속되고 있어 ECB도 물가 안정보다 경기 하방 위험 대응에 집중할 공산이 큼. ECB는 6월부터 연말까지 4회(100bp) 금리 인하를 단행할 것

유로존 경제는 2024년 연간 0.6% 가량 성장할 듯



주: 24년 1분기 이후는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

고금리 여파로 훼손된 경기 회복을 위해 금리 인하가 선행될 필요



주: 유로존 중립금리는 Holston-Laubach-Williams 모델로 산출
자료: Bloomberg, NY Fed, 하나증권

디스인플레이션 기조 유효하나 속도는 느려질 공산

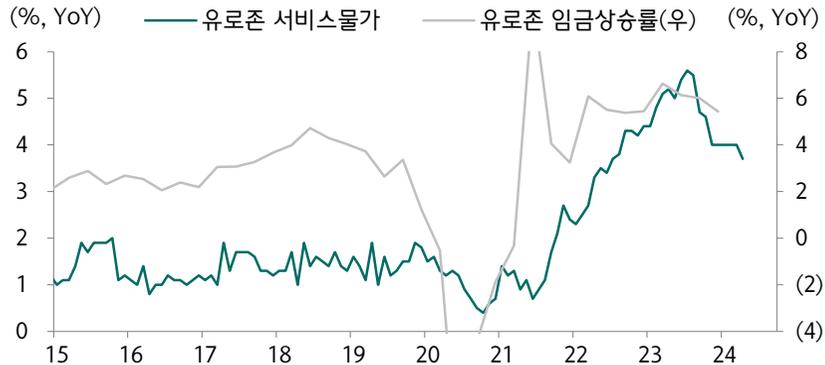
제조업 경기 부진으로 에너지 제외 산업재 물가 둔화 지속될 듯



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나증권

- 유로존 제조업 경기는 고금리 여파로 부진한 흐름을 이어가고 있어 산업재 물가가 둔화되며 디스인플레이션 유도할 전망
- Indeed의 유로존 임금상승률이 하락 추세를 지속하고 있고, 기업들의 구인 수요도 악화되는 중. 노동시장 발 임금상승 압력이 완화되면서 서비스물가도 점진적으로 둔화될 소지
- 다만 지정학적 리스크로 에너지 가격이 반등하며 물가 안정 속도가 더뎠을 수 있는 점 염두에 둘 필요

임금상승 압력 완화로 서비스물가는 점진적으로 둔화될 소지



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나증권

고유가 지속 시 에너지 물가 재반등 위험 상존



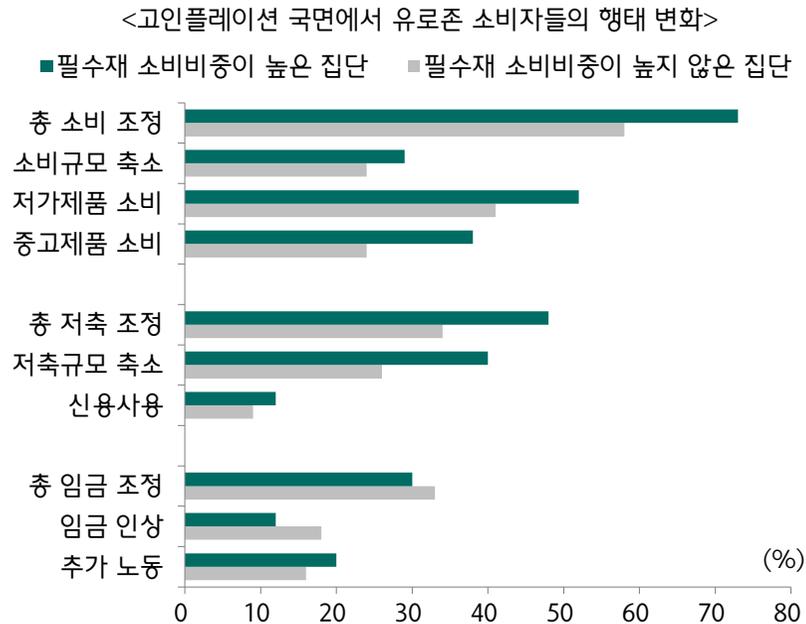
자료 : Thomson Reuters, Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (2) 유로존

실질 가처분소득 증가가 내수 안정을 유도

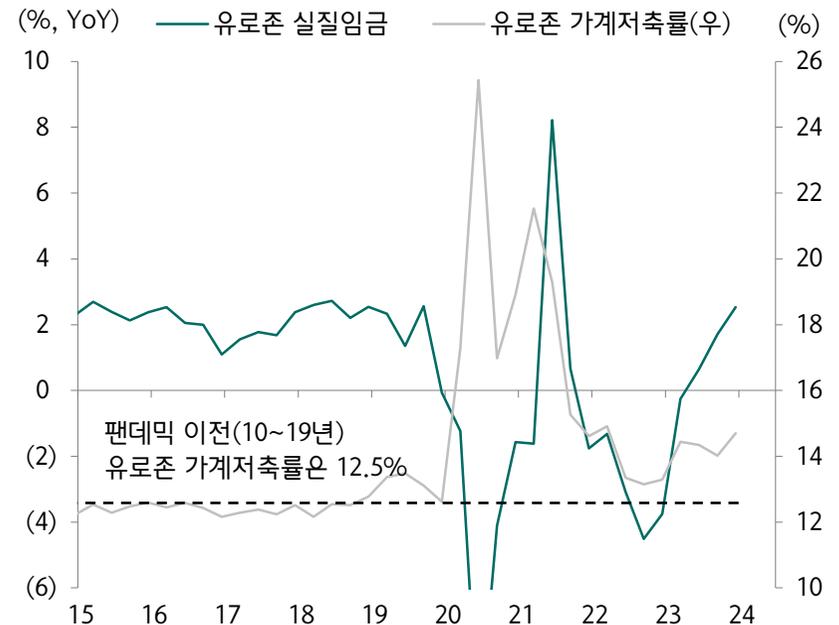
- ECB 서베이에 따르면 고인플레이션 국면에서 전체 응답자의 69%가 소비를 조정했으며, 소비규모를 줄이거나 저가/중고 제품 소비를 늘림. 또한 저축액을 줄이거나 신용을 사용해 필요한 소비에 충당하기도 하며 고금리로 인한 가계의 부정적 영향이 현실화
- 다만 디스인플레이션이 전개되면서 유로존 실질임금은 3분기 연속 상승. 생활물가 부담이 완화되고 실질 가처분소득이 증가하면서 하반기 가계 소비여력이 개선될 경우 소비경기의 점진적 회복이 가능할 듯. 역내 서비스업 수요도 점차 개선되는 양상

고물가가 유로존 가계의 소비 및 저축에 부정적 영향 미쳐



주: 서베이는 금년 1월 기준
자료: ECB, 하나증권

디스인플레이션을 기반으로 실질임금 증가가 소비 회복을 유도할 듯



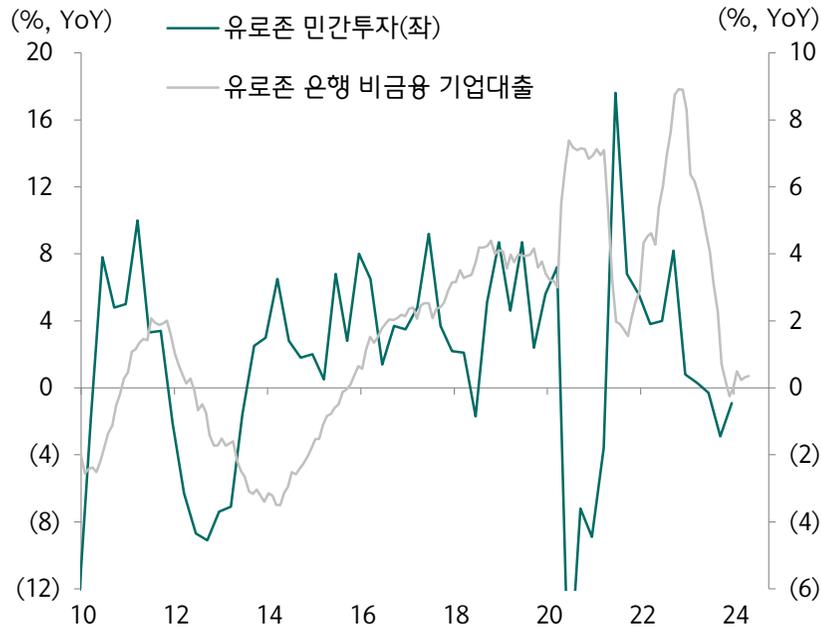
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (2) 유로존

금리 인하가 시작되더라도 시간이 걸릴 투자의 봄

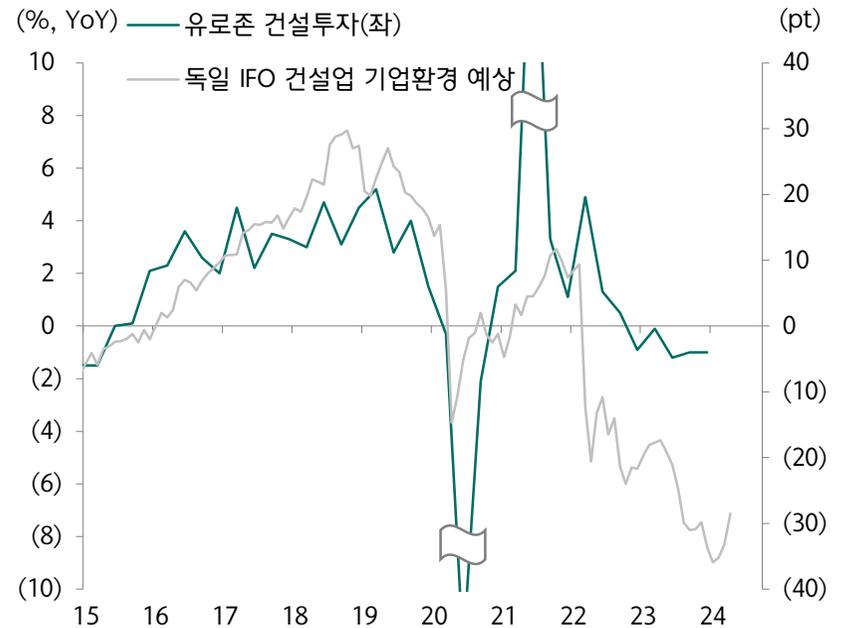
- 유로존의 비금융 기업대출 규모는 3월 전년비 0.3%로 긴축적인 금융 여건의 여파가 이어지고 있음. 하반기 ECB의 금리 인하가 시작되더라도 제조업 업황 회복까지 시간이 소요될 것으로 보여 민간투자 회복은 제한적일 듯
- 역내 최대 경제규모를 가진 독일 IFO의 건설업 기업환경 예상지수도 여전히 위축 국면에 머물고 있음. 역내 주택가격 조정기 진입과 주택 수요 약화 등을 고려할 때 건설업 경기 부진이 당분간 계속될 수 있어 건설투자 회복도 기대난

긴축적인 금융 여건으로 인한 대출 감소로 민간투자 회복은 제한될 소지



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나증권

건설업에 대한 유로존 기업들의 기대감은 상당히 낮은 수준



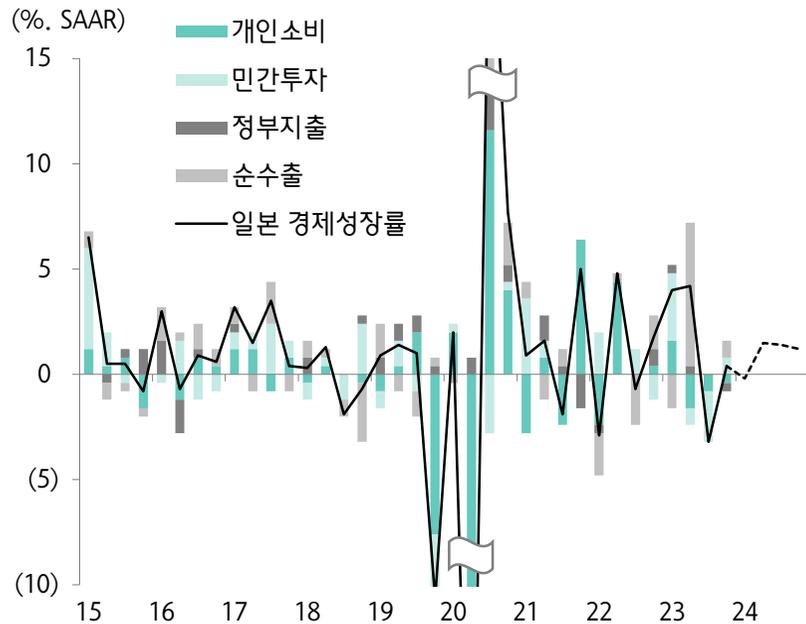
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (3) 일본

내수 회복이 견인할 일본 경제 성장

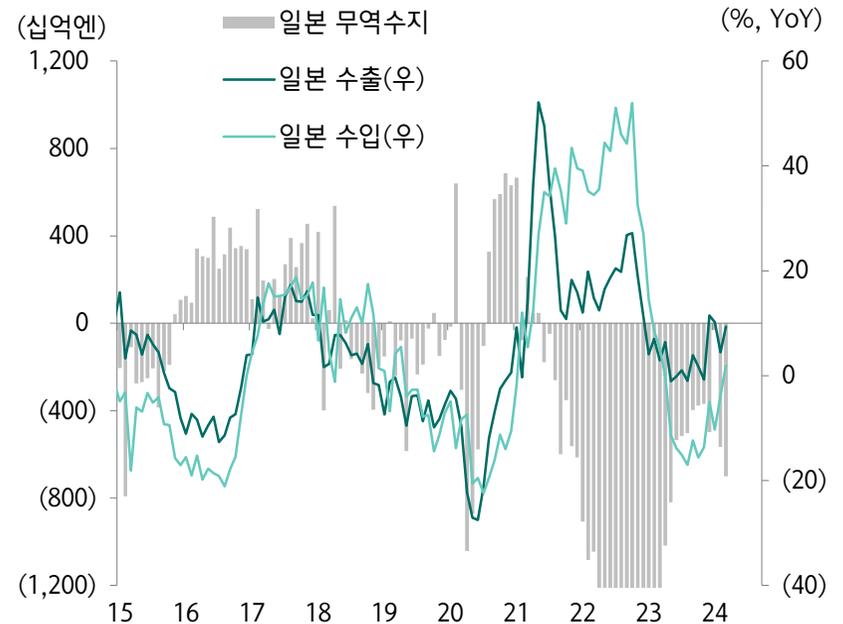
- 일본 경제는 2024년 연간 0.7% 성장 예상. 1분기 GDP는 1월 노토반도 대지진과 자동차 공장 생산 차질 등으로 역성장할 가능성이 높으나, 완화적인 금융 환경과 춘투 임금인상 효과가 가시화되면서 2분기부터 내수 중심으로 완만한 성장세가 나타날 전망
- 다만 대외부문 부진은 이어질 소지. 엔저 현상으로 2022년부터 일본 수입물가가 높은 수준을 유지하고 있는데, 일본의 수출 동력이 약한 상황에서 수입 단가가 높아지며 수입증가율이 상승해 무역수지 적자 기조는 계속될 전망

일본 경제는 2024년 연간 0.7% 성장할 듯



주: 24년 1분기 이후는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

높은 수입단가로 인해 일본 무역수지 적자 기조는 계속될 소지



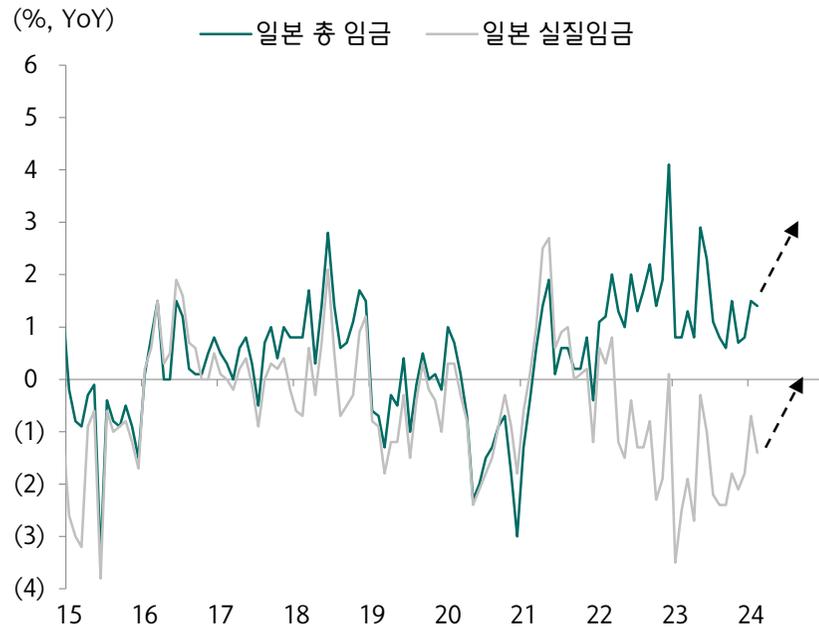
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (3) 일본

소비와 제조업 업황 개선이 내수 회복을 이끌 듯

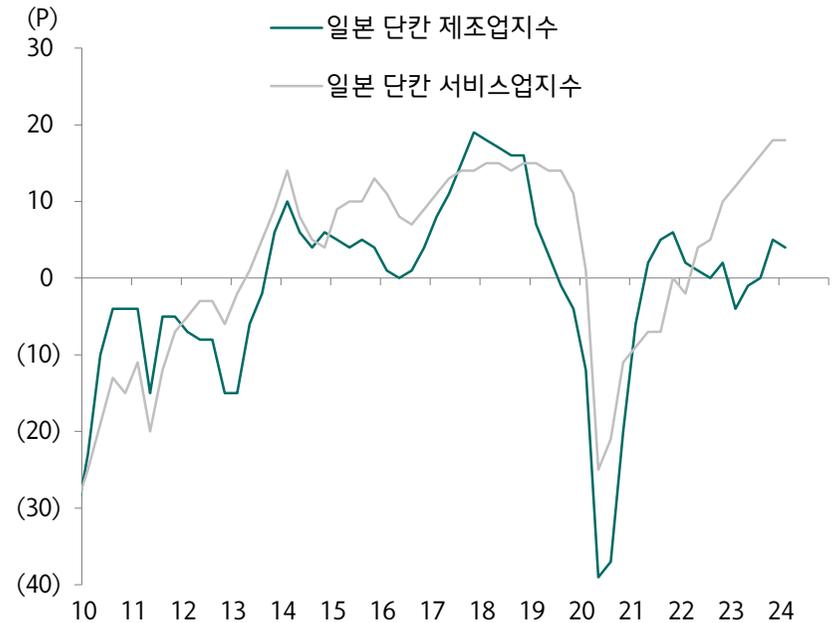
- 3월 춘투 협상에서 임금상승률은 5.28%로 타결. 임금인상 효과가 나타나고 물가가 2%대에서 안정적으로 유지된다면 2년 가까이 마이너스(-) 국면에 머물던 실질임금이 반등하며 가계 소득여건이 개선될 전망. 소비모멘텀이 점진적으로 강화될 가능성
- 일본 단칸 제조업지수가 꾸준히 상승하며 제조업 기업심리 회복 시사. 광공업생산도 저점 확인 후 반등 기대. 다만 대기업과 중소기업 간 체감 경기 격차가 커지고 있는 점은 제약 요인. 2024년 설비투자계획액 증가율이 작년보다 줄어 설비투자 규모는 축소될 소지

임금인상에 따른 가계 소득여건 개선으로 소비 회복 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

일본 제조업 및 서비스업 기업심리도 개선되는 중



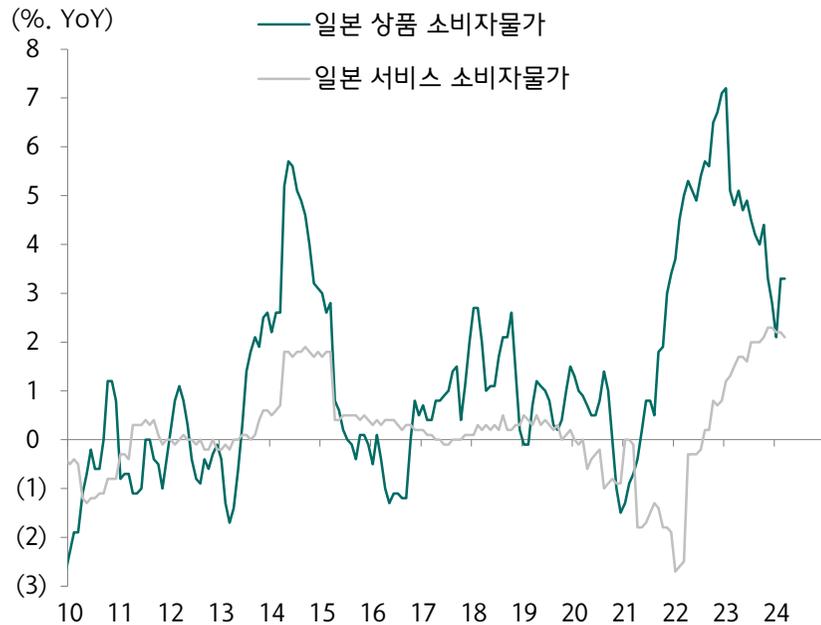
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (3) 일본

일본 물가는 기초적 상승세를 이어나갈 수 있을까?

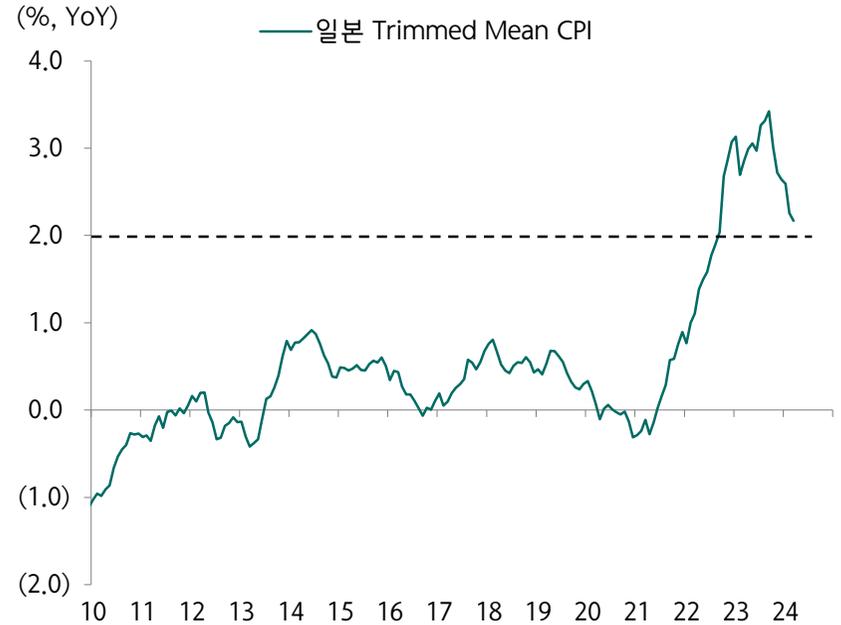
- 일본 소비자물가는 22년부터 2% 물가 목표를 상회하고 있으며 23년부터는 서비스물가가 인플레이션을 지지. 금년 서비스물가의 상승세는 소폭 둔화되겠으나 단기 에너지물가 압력 확대 등 감안 시 2% 물가 목표에 안정적으로 안착 가능할 듯
- 다만 최근 절삭평균(Trimmed Mean) CPI가 둔화되며 기초적 물가 상승에 대한 의구심이 일부 상존하는 만큼 디플레이션 탈출 여부에 대한 판단은 신중하게 내리게 될 것. 일본의 디플레이션 탈출을 확실하기 위해선 GDP 갭 축소와 수요측 물가 압력을 확인할 필요

23년부터 서비스물가가 일본의 물가 상승을 지지



자료: Bloomberg, 하나증권

일본의 절삭평균 물가는 둔화되며 기초적 물가 상승에 대한 의구심 키워



자료: BOJ, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (3) 일본

조심스러운 추가 액션을 기대해볼 BOJ

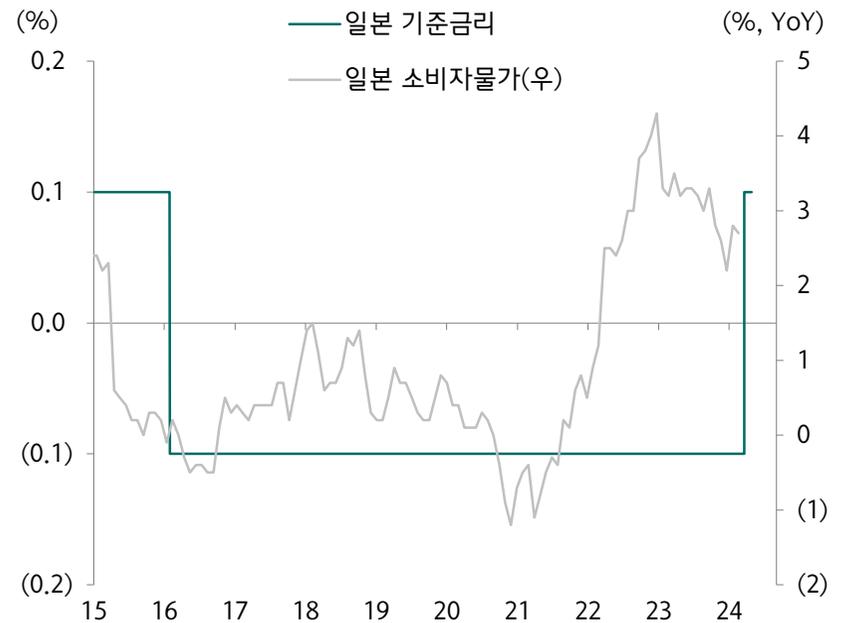
- BOJ는 4월 통화정책회의에서 유가 상승, 엔저로 인한 수입물가 반등 가능성 등으로 물가 전망치를 상향 조정. 다만 근원 소비자물가 전망치는 1.9%로 유지. 우에다 총재는 수요측 압력에 의한 기조적 물가 상승이 전제되어야 정책변경을 고려할 수 있다고 언급
- 여전히 수요측 물가 압력 회복 및 실질임금 플러스(+) 전환 가능성에 대한 불확실성이 상존하지만, 가계와 기업의 기대 인플레이션이 상승하고 있어 하반기 중 디플레이션 탈출 선언 기대감 확대될 듯. BOJ는 10월 혹은 12월에 0.25%로 한 차례 추가 금리 인상 예상

엔저가 지속되면서 수입물가 반등 위험 커져



자료: Bloomberg, 하나증권

3월 회의에서 0.0~0.1%로 금리 인상한 BOJ, 하반기 한 차례 추가 인상 기대



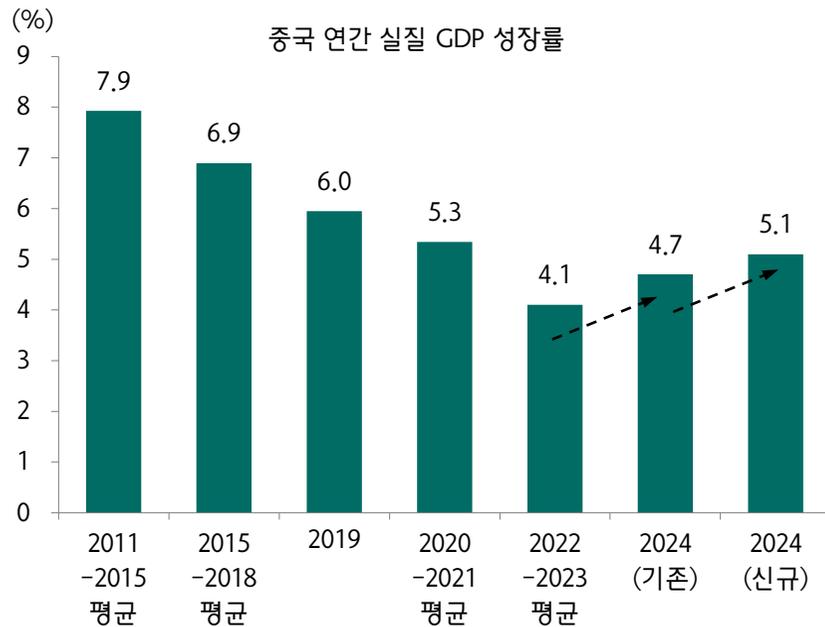
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (4) 중국

중국은 팬데믹 후유증 탈피하고 성장 눈높이 상향 조정

- 리오프닝 2년차에 돌입한 중국 경제는 연간 5% 이상 성장을 위한 순항 시작. 1분기 GDP 성장률이 제조업(2.2%p)과 순수출(0.8%p) 반등, 서비스업 안정을 통해 전년비 5.3% 기록
- 2024년 성장률 컨센서스 4.5%→4.8%로 상향조정. 이는 22-23년 평균 4.1%를 상회하는 것으로 팬데믹 후유증 탈피 시사

2024년 중국경제는 연간 5.1%이상 성장 전망 (하나증권 예상치 상향조정)

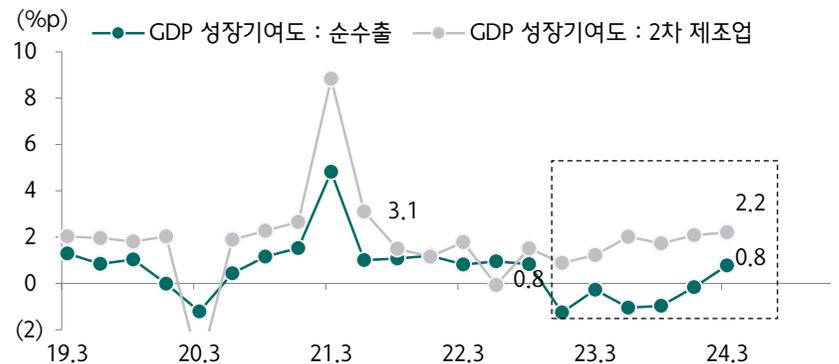


자료: CEIC, Wind, 하나증권

1-2월 경제지표와 1분기 성장률 서프라이즈 기록 이후 시장 컨센서스 상향조정



1분기 GDP 성장률 순수출 기여도 2년래 최고, 2차 제조업 3년래 최고 기록



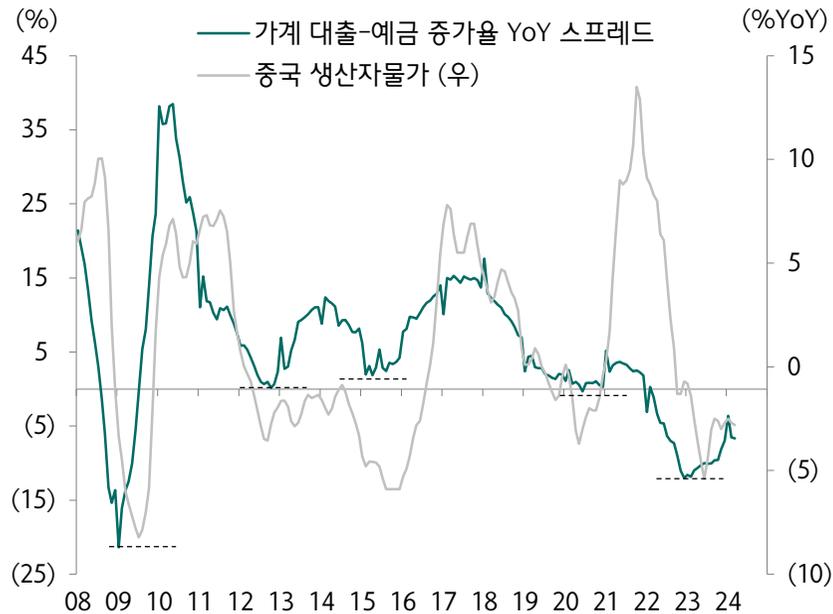
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (4) 중국

상반기 중국 가계와 기업의 체감 경기는 최악을 통과

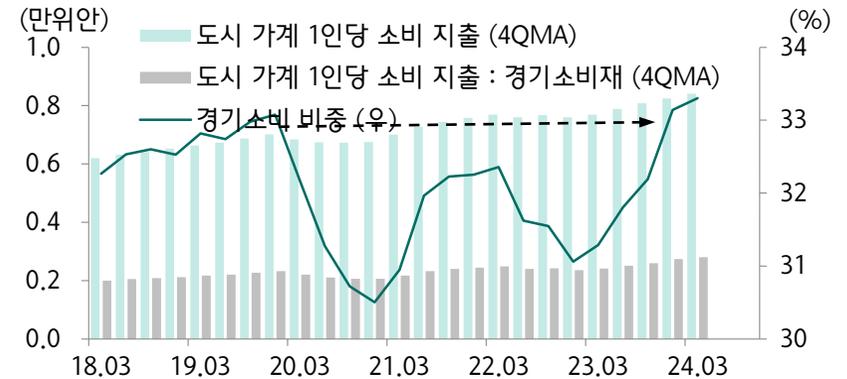
- 팬데믹과 부동산 충격이 심했던 가계 소비와 제조업 공급 과잉, 서비스업 고용은 순환적인 관점에서 상반기 최악 통과
- 핵심 바로미터인 가계 대출-예금 증가율 스프레드와 소비 지출 비중은 꾸준히 회복 중. 2024년 소매판매는 연간 5.3% 증가하며 팬데믹 이후 처음으로 GDP 성장률을 상회 예상

상반기 중국 가계와 기업 컨디션 최악을 통과, 완만하지만 꾸준한 회복 예상



자료: CEIC, Wind, 하나증권

가계 1인당 경기소비 지출 비중은 서비스 소비 호조를 통해 2019년 수준 회복



중국 제조업과 서비스업 고용 완만한 회복세



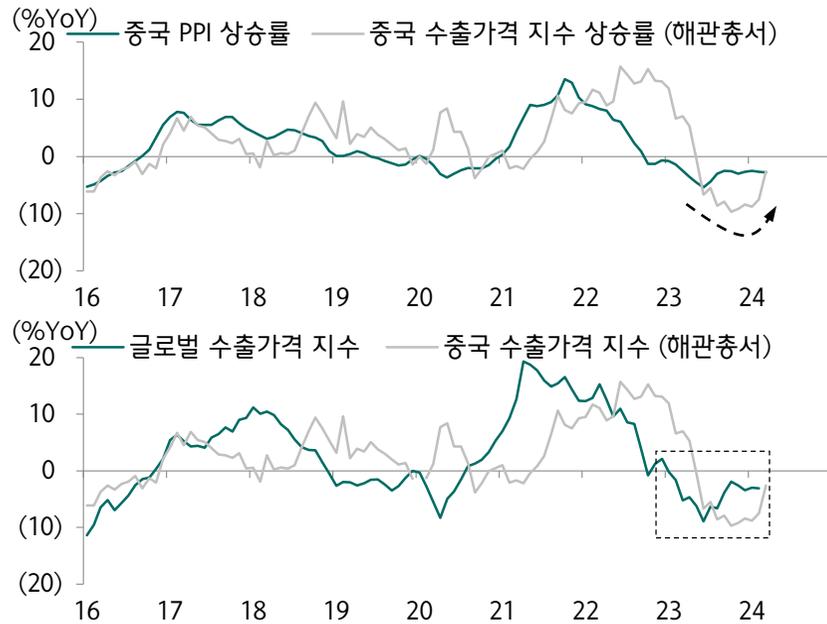
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (4) 중국

중국 수출 회복과 디플레이션 압력 완화 기대

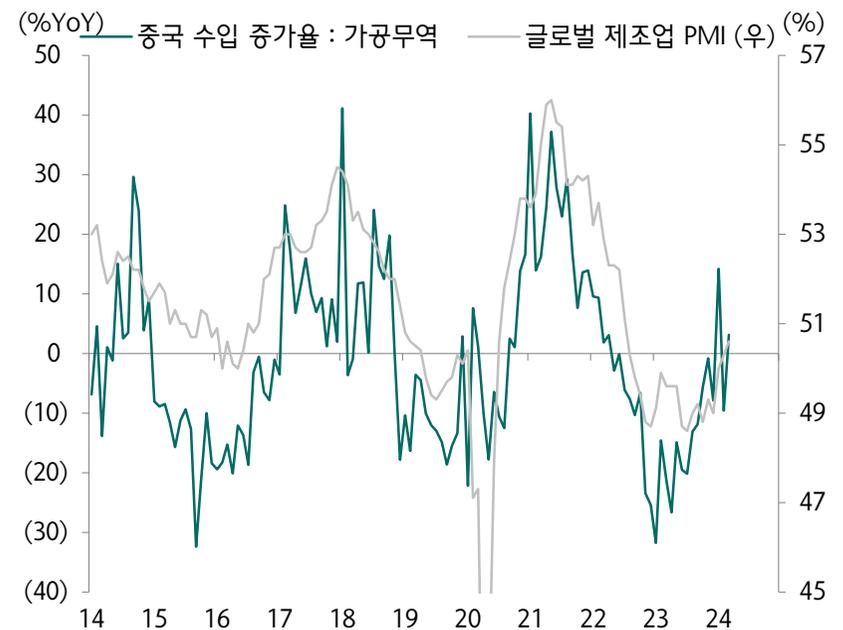
- 2024년 중국 수출 회복을 통한 디플레이션 압력 축소와 재고사이클 회복 기대. 중국 수출은 1) 글로벌 PMI와 가공무역 수입 등 선행 지표의 강한 반등, 2) 선진국 재고조정 종료와 신흥국 수요 회복 등으로 3년 만에 4~5%대 증가세 전환 예상
- 수출 회복의 퀄리티도 제고될 전망. 2023년 물량 증대를 위해 급락한 수출가격은 PMI 지수 확장 전환과 함께 1분기 반등 시작. 글로벌 수출가격 대비 가격 괴리 축소 예상

상반기 중국 수출 가격 반등 시작, 중국 PPI 및 글로벌 가격 대비 괴리 축소



자료: CEIC, Wind, 하나증권

상반기 중국 수출 선행지표 꾸준히 반등: 가공무역용 수입, 글로벌 제조업 PMI 등



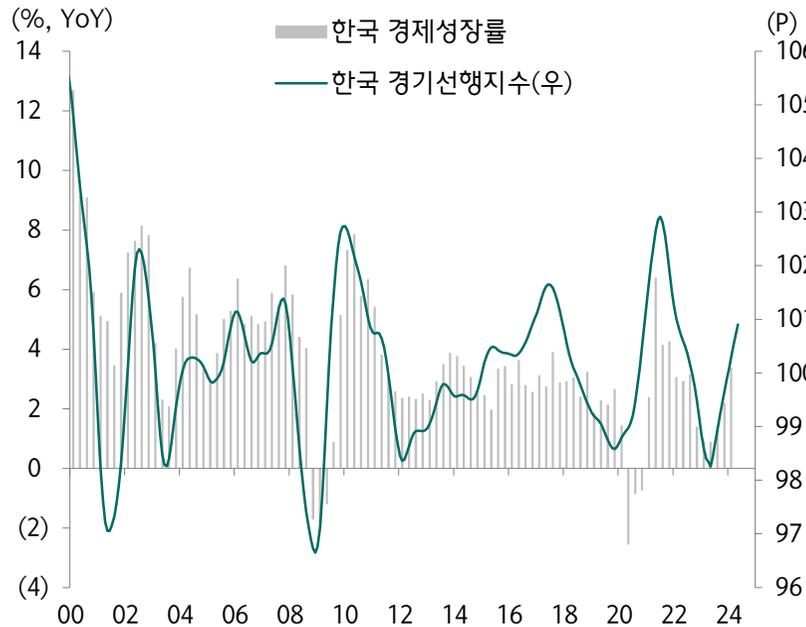
자료: CEIC, Wind, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (5) 한국

한국 경제는 2024년 연간 2.4% 성장 예상

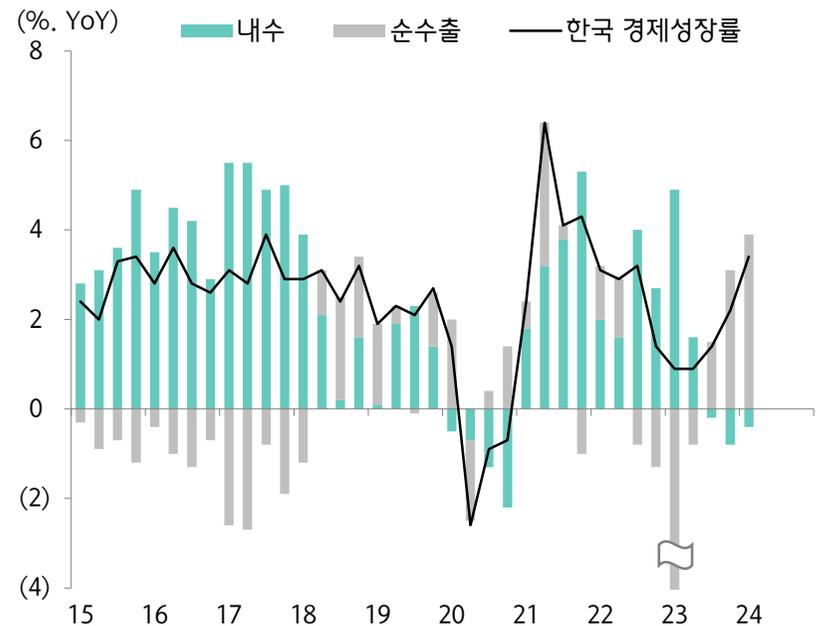
- 한국 경제성장률은 올해 연간 2.4% 수준을 기록할 전망. 한국 경기선행지수가 12개월 연속 상승하며 경기 회복을 시사
- 경제 성장은 여전히 대외부문 주도로 이루어질 것. 지난해 2분기부터 플러스(+) 전환한 순수출 기여도가 하반기에도 양호한 수준을 보일 전망. 내수는 소비와 설비투자 중심으로 완만한 회복을 기대하나 국내 부동산 PF 구조조정 등 하방 리스크도 염두에 둘 필요
- 한편 1Q GDP의 강한 서프라이즈(전기대비 1.3%)로 인해 분기별 성장 경로 등락은 커질 듯. 2Q 역성장 후 하반기 완만한 반등 기대

한국 경기선행지수는 12개월 연속 상승



자료: Thomson Reuters, 하나증권

국내 경제는 대외부문 주도의 성장세 지속



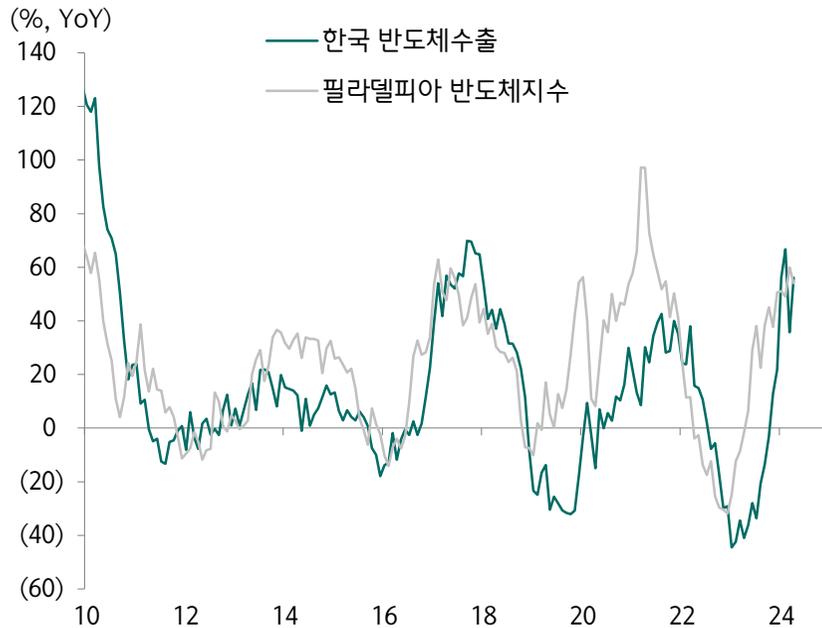
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (5) 한국

수출 호조 업종 중심으로 생산 증가 기대

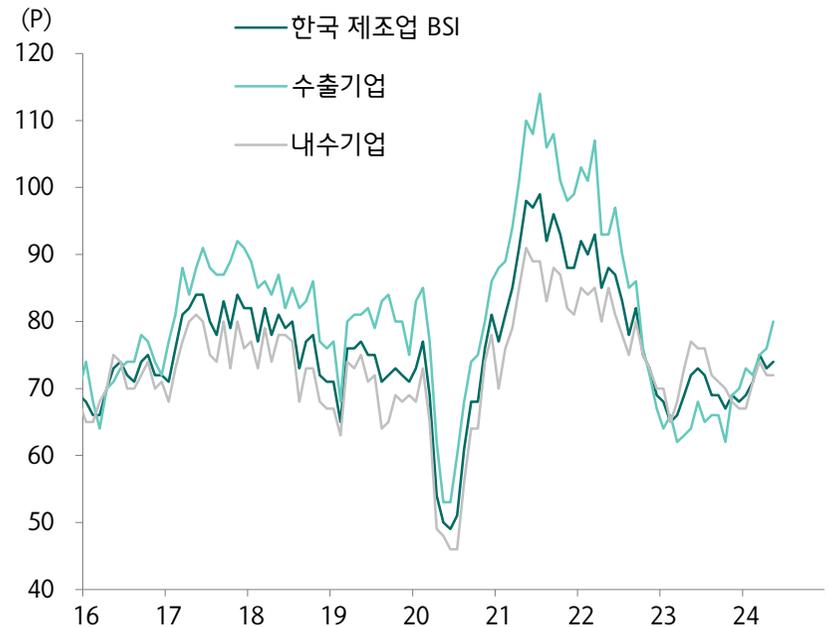
- 최근 원자재 가격 상승으로 인한 국내 수입 증가율 상승은 부담스럽지만, IT 중심의 수출 개선 흐름이 뚜렷하게 나타나고 있는 만큼 반도체 수출 증가로 상품수지 흑자가 이어질 전망. 한국 수출 내 반도체 수출이 차지하는 비중은 20% 수준으로 재차 높아짐
- 향후 국내 수출의 증가 속도는 중국 경기의 회복 정도에 연동되겠지만, 최근 대미 수출 규모가 대중 수출 규모를 넘어서며 영향력은 다소 약화. 수출 업황 개선으로 수출기업들을 중심으로 제조업 생산도 늘어날 가능성

글로벌 반도체 업황 개선으로 반도체 수출 회복세 이어질 듯



자료: CEIC, Thomson Reuters, 하나증권

국내 제조업 기업 심리도 수출기업 중심으로 회복되는 중



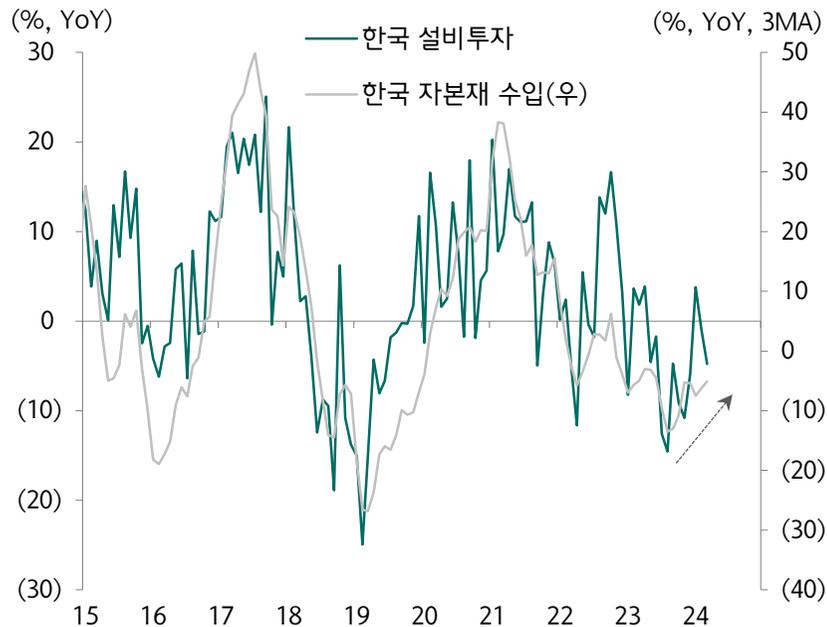
자료: CEIC, Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (5) 한국

설비투자는 점진적 회복 기대. 건설투자는 기대하기 일러

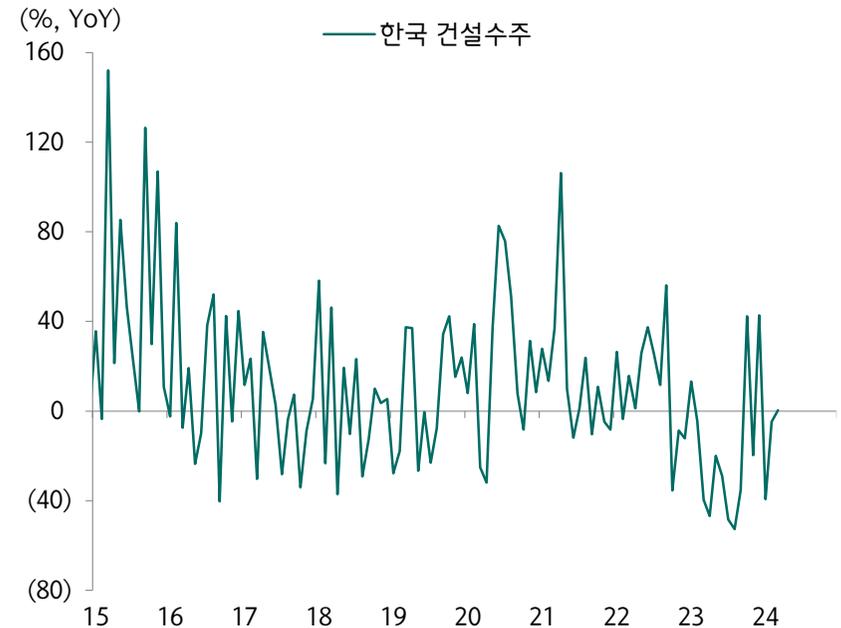
- 고금리와 대외 불확실성으로 기업의 투자 유인이 크지는 않지만, 한국 설비투자는 반도체 업종을 필두로 기계류 투자가 늘어나며 점진적으로 회복될 것으로 기대. 설비투자에 선행하는 자본재 수입액은 서서히 늘어나는 양상
- 건설수주 부진 및 착공 위축 등으로 하반기 국내 건설투자 회복은 제한될 소지. 1분기 건설투자가 전기대비 2.7% 상승하며 호조를 보였으나, 이는 연초 건설기성 상승으로 인한 일시적 영향으로 해석

한국 설비투자에 선행하는 자본재 수입은 점진적으로 회복



자료: KOSIS, KITA, 하나증권

건설수주 부진 감안 시 건설투자 증가가 이어지기는 힘들 듯

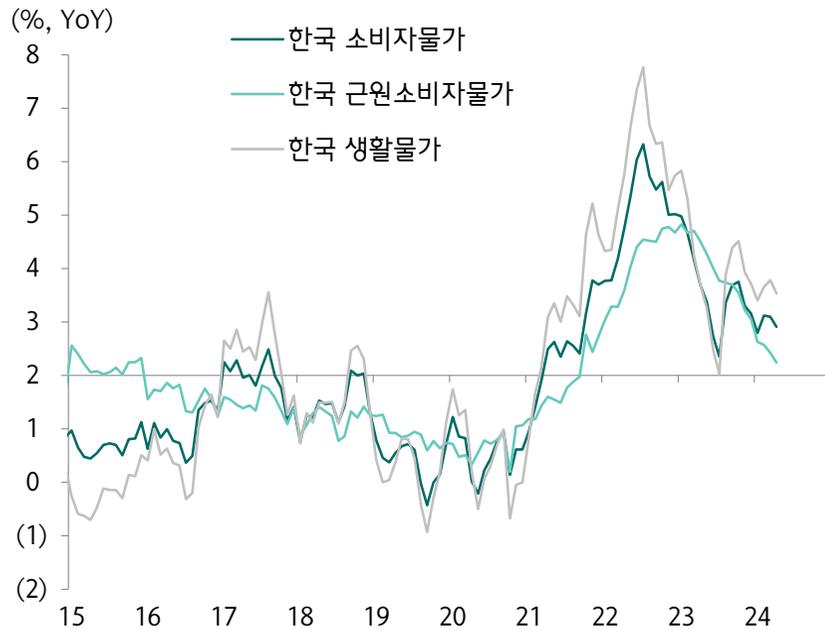


자료: CEIC, 하나증권

옆친데 덮친 수입물가, 한국 소비자물가 눈높이 상향 조정

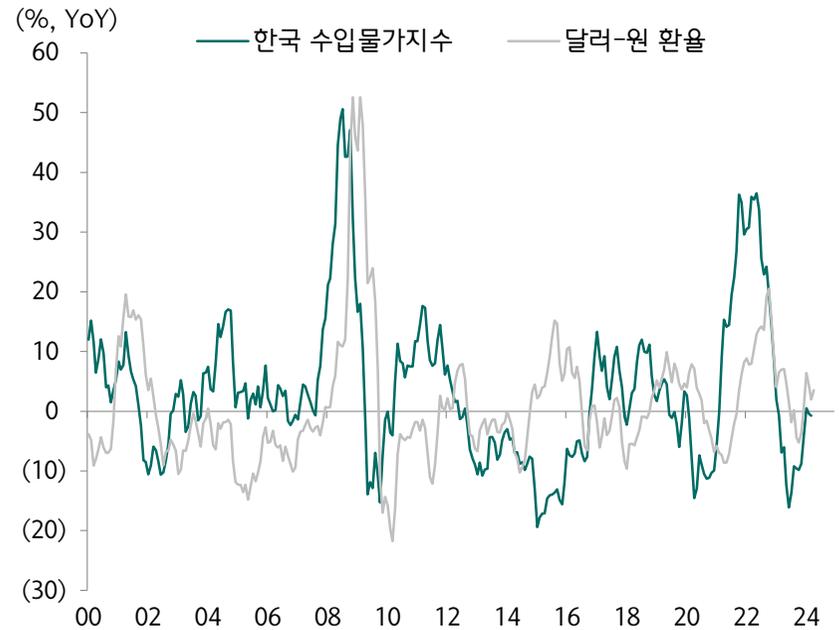
- 달러-원 환율과 국제유가 상승으로 수입물가 부담이 커지고 있어 한국 소비자물가에 대한 눈높이도 상향 조정할 필요
- 중동 발 지정학적 리스크로 2분기 에너지 가격 상승 가능성이 높아 소비자물가는 2분기까지 주기적으로 3%대를 시현할 가능성
- 하반기에도 달러-원 환율 상승에 대한 경계감이 지속될 수 있어 물가의 업사이드 리스크 상존. 이는 소비심리를 약화시키고 한국은행의 금리 인하 시점에 대한 불확실성을 높일 수 있어 민간 소비 및 투자에 부정적

근원 물가의 하락 추세는 뚜렷하나 생활물가 부담 높아



자료: Thomson Reuters, 하나증권

환율과 유가 상승 감안 시 수입물가 상승이 물가 안정을 제한할 듯



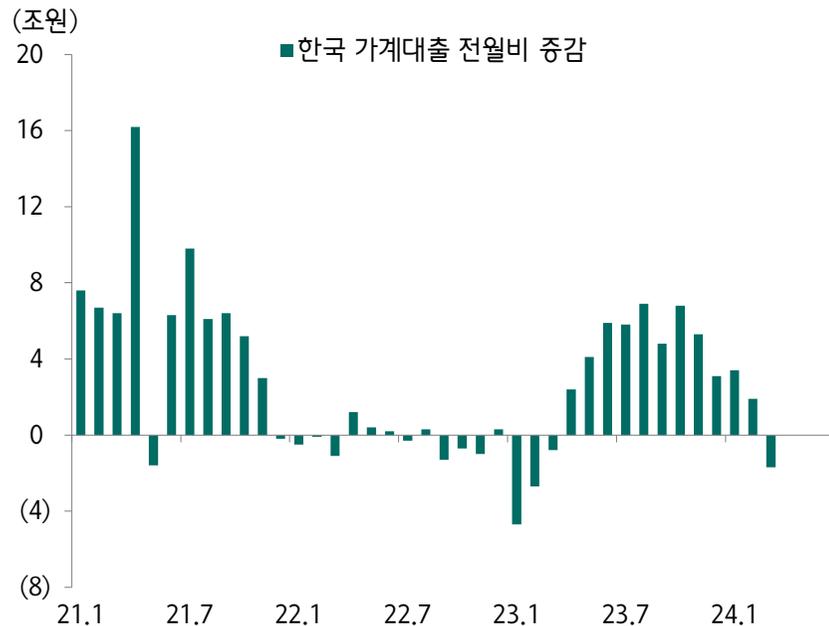
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (5) 한국

고금리와 고물가를 체감하기 시작한 가계

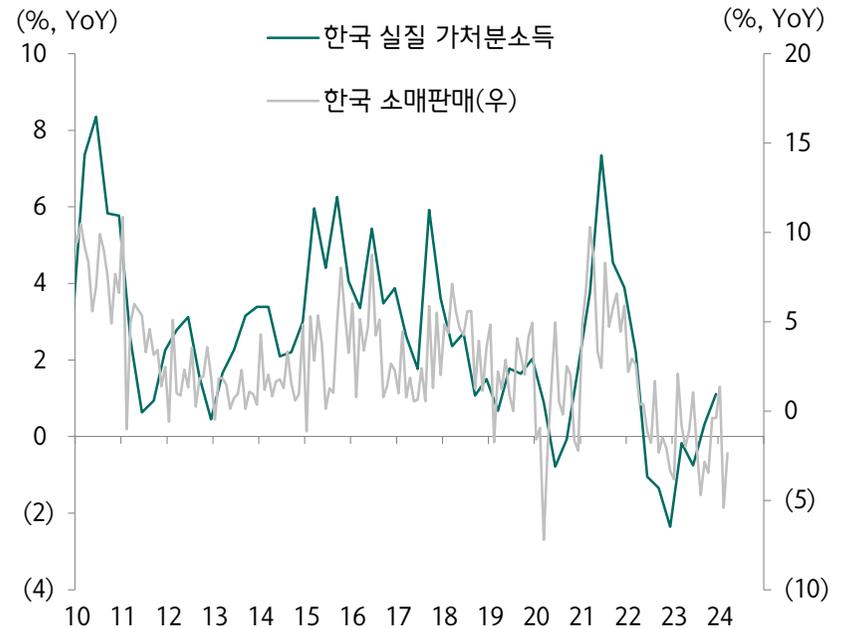
- 고금리 영향이 가시화되며 한국 가계대출은 금년 3월 감소 전환. 주택담보대출 증가폭이 크게 축소되고 신용대출 상환 등으로 기타 대출이 감소. 다만 1분기 금융기관 대출 서베이 결과, 가계의 주택 대출 수요는 2분기에도 증가할 것으로 전망되고 있어 한국은행이 곧바로 통화정책을 완화적으로 전환하기는 어려울 듯. 한국은행은 금년 3분기, 4분기에 각각 한 번 씩 금리 인하 예상
- 민간소비는 음식/숙박업과 같은 서비스업과 의류 등의 재화 소비가 동반 증가했지만 내구재 소비는 꾸준히 약화되고 있어 상품 소비에 대한 의구심이 여전한 상황. 고물가로 인해 실질 가처분소득이 낮은 수준을 보이고 있어 소비 모멘텀은 높지 않을 듯

고금리 여파로 한국 가계대출 규모 감소



자료: Thomson Reuters, 하나증권

고물가로 인해 실질 가처분소득 낮은 수준. 소비 모멘텀은 높지 않아



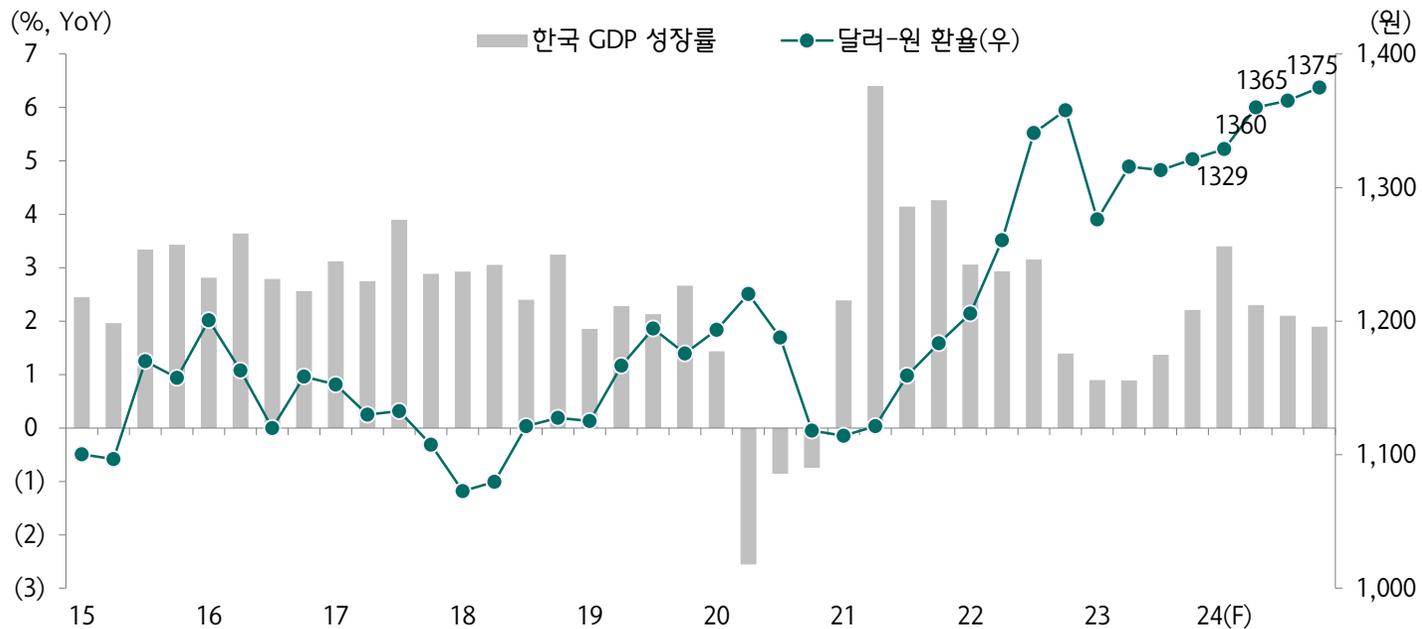
자료: Thomson Reuters, 하나증권

4. 국가별 경제 전망 (5) 한국

달러-원 환율, 1,300원대 뉴노멀의 시대

- 달러-원 환율은 미 달러 강세 영향으로 연말까지 점진적으로 상승할 전망. 미 연준의 금리 인하 시점이 지연되고 여타 중앙은행들이 금리를 인하하는 과정 속에서 미 달러의 강세 흐름이 전개될 것. 국내 경기 펀더멘털은 대외부문을 중심으로 견조하지만 무역흑자의 환시 영향력은 제한적이며 원화는 국내 경기보다 미 달러 향방과 대외 변수에 취약한 상황
- 분기별 평균 환율은 1Q 1,329원 - 2Q 1,360원 - 3Q 1,365원 - 4Q 1,375원, 연평균 1,357원 내외로 예상

달러-원 환율은 2024년 평균 1,357원 내외를 기록할 전망



주: 2024년 2분기부터는 당사 전망치
자료: Thomson Reuters, 하나증권



Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.