

경제/환율

후반전을 향해

이정훈 jhoon.lee@daishin.com

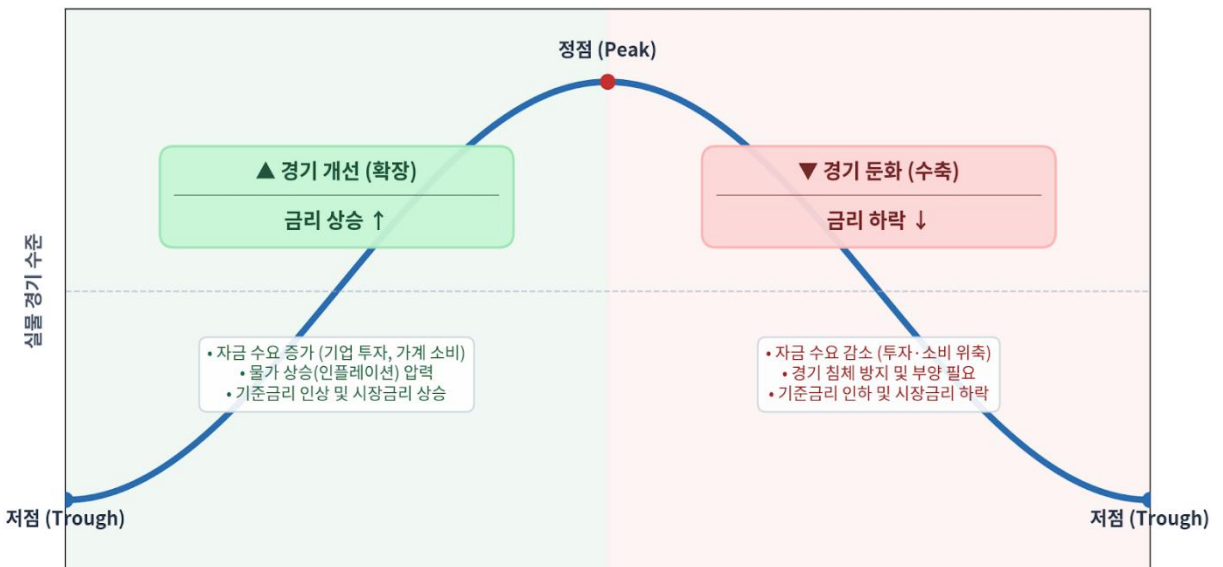


[미국] 성장과 함께 오른 금리, 결국에는 성장 둔화로

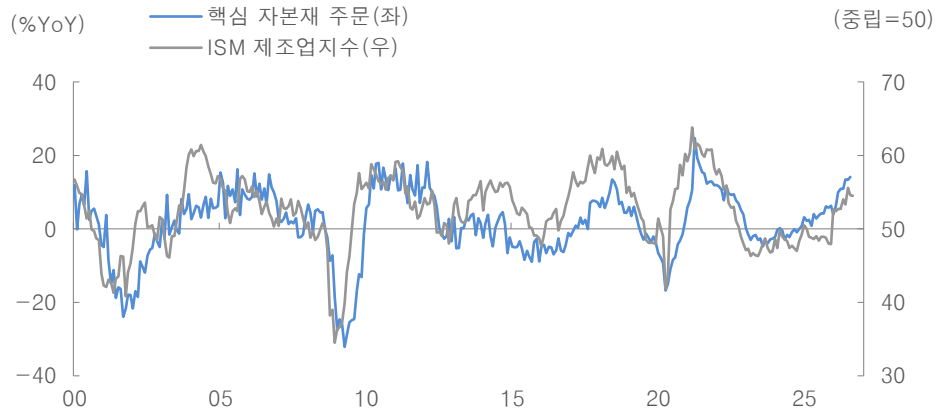
아직은 견고한 경기 확장 사이클, 그러나 높아진 금리가 시차를 두고 경기 둔화 유발

- 경기 순환과 금리와의 관계를 되짚어 보면, 경기 확장기에는 인플레이션이 확대되고 경제 주체들의 위험 선호 심리와 자금 수요가 증가하면서 요구 수익률이 높아짐. 그러다 어느 순간 한계 수익률이 감소하고, 높아진 금리가 점차 경제 주체들에게 부담으로 작용하면서 경기 둔화 국면으로 전환됨
- 현재 미국 경제는 AI 투자를 중심으로 견고한 성장을 지속. 경기 사이클을 나타내는 주요 지표들은 여전히 상승 추세에 있으며, 재고 부담도 크지 않음. 전형적인 경기 확장 국면에 위치함
- 즉 올해 미국 장기금리 상승에 대해 여러 요소들이 그 원인으로 제기되지만, 기본적으로는 미국의 높아진 물가 및 성장의 레벨과 지금의 경기 사이클이 이를 상당 부분 정당화하는 측면이 있음. 2023년 말 10년물 국채금리가 5%를 터치했을 당시와는 다른 환경
- 정부 부채 등 구조적인 문제들을 제외하고 경기 사이클 측면에서 본다면, 높아진 금리는 결국 2027년 미국 경제 성장을 둔화시키는 쪽으로 작용할 것. 핵심은 1) 경기 모멘텀이 정점에 도달하는 시점과 2) 경기 둔화의 강도가 될 것으로 예상

경기 순환과 금리와의 관계, 경기 회복 과정에서의 금리 상승은 결국 경제를 둔화시켜

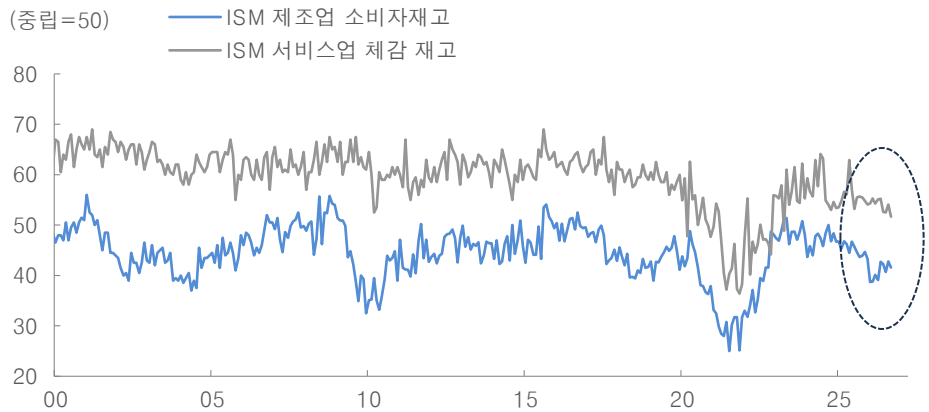


미국 경기 지표들을 보면 아직 완전한 확장 국면에 위치



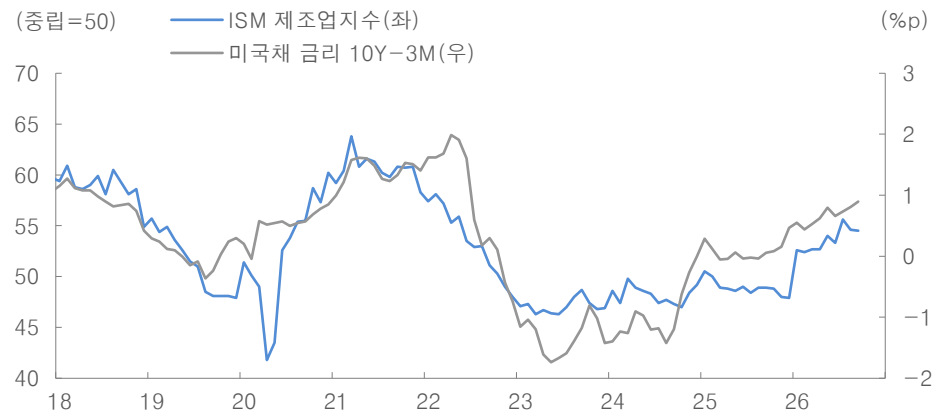
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반면 아직 재고 부담은 높지 않은 상황



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

현재 금리 상승에는 경기 사이클이 반영된 상태

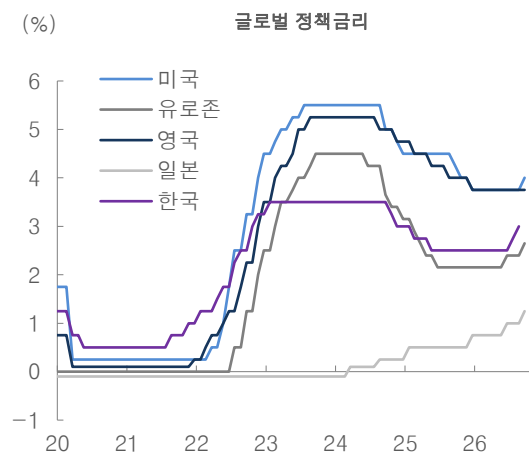


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

상반기 중 경기 모멘텀은 정점 형성

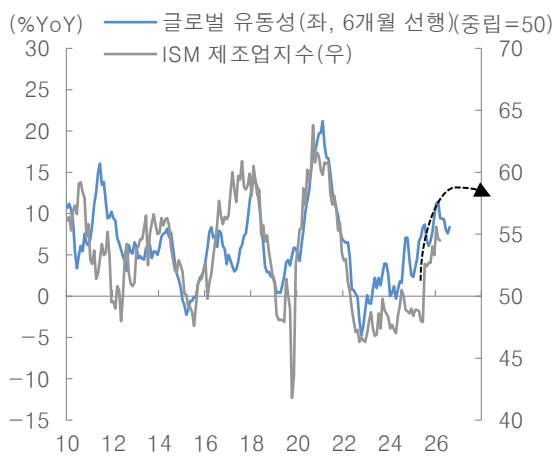
- 선제적으로 금리를 인상하기 시작한 한국/유럽 등에 이어 미국도 긴축 대열에 합류
- 경기 모멘텀의 정점을 정확하게 예측하기는 어려우나, 금리 및 유동성 증가 추세를 감안할 때 내년 상반기 중 고점을 통과할 가능성이 높음
- 높아진 금리는 그간 빠르게 증가하던 글로벌 신용 팽창에 조금씩 제동을 걸 것으로 예상. 이 과정에서 신용 여건이 지나치게 타이트해지지 않는 것이 중요. 미국 하이일드 스프레드는 최근 채권 시장 변동성 과정에서 상승했으나, 아직은 장기 평균을 큰 폭으로 하회하며 안정적인 상황

글로벌 금리 인상 기조 시작



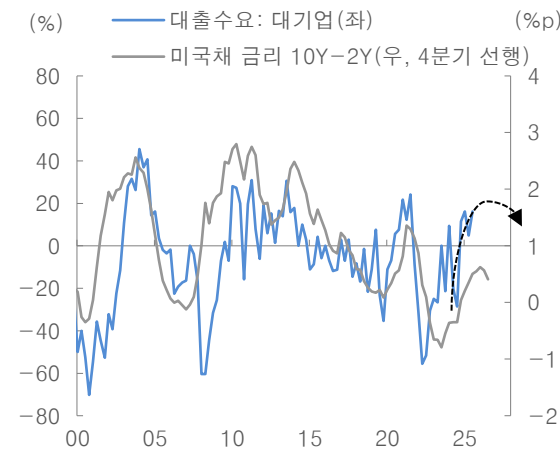
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

내년 상반기 중 경기 모멘텀 고점 통과 전망



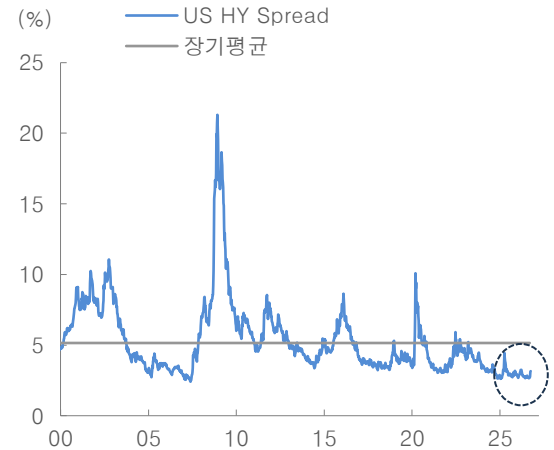
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

대출 수요도 점차 약해질 것



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

신용여건이 과도하게 타이트해지지 않는 것이 관건



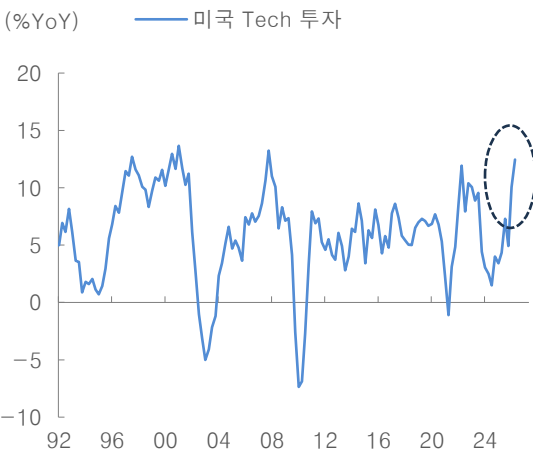
자료: Fred, 대신증권 Research Center

[미국] 하지만 급격한 경기 하강 위험은 낮아

현재 미국 경제 성장을 주도하는 부문은 금리에 덜 민감한 섹터

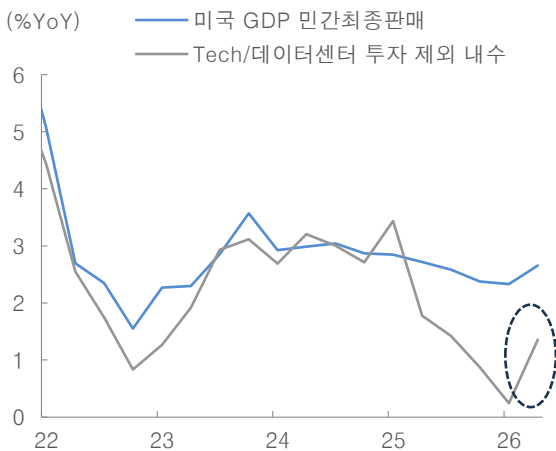
- 현재 미국 내수 부문은 3% 내외의 성장을 유지하고 있지만 2025년부터 성장의 양상이 달라짐. AI와 연계된 부문과 그 외 부문 간 괴리가 지속되고 있음
- 미국 AI 투자를 주도하는 하이퍼스케일러들의 경우 기존 회사채 발행이 고정금리/장기물로 발행된 데다 기본적으로 재무 구조가 건전함. 이들이 생존을 걸고 투자하고 있는 것이 맞다면, 시장금리가 50~100bp 상승했다고 투자를 줄일 가능성은 높지 않음
- 반면 대표적인 금리 민감 섹터인 주택 시장의 경우 2023년 이후 이미 부진이 장기화된 상태임. 그 이유에는 만성적인 공급 부족도 있지만, 팬데믹 전후 초저금리 시기에 고정금리로 차입한 가계들이 주택을 매도하지 않고 있기 때문
- 이러한 고정금리 차입 때문에 6~7% 대의 모기지 금리가 장기화된 것과 달리 가계의 실제 모기지 부담은 매우 더딘 속도로 증가 중. 따라서 이번 금리 상승이 가계의 원리금 상환 부담이 단기간에 급증하는 결과로 이어지지는 않을 것
- 즉 현재 미국 경제 성장을 이끌고 있는 것은 금리에 민감하지 않은 섹터임. 이를 감안하면 내년 미국 경기가 둔화된다고 하더라도 급격한 하강 국면으로 이어질 위험은 제한적

미국 Tech 투자는 닷컴버블 수준으로 급등



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

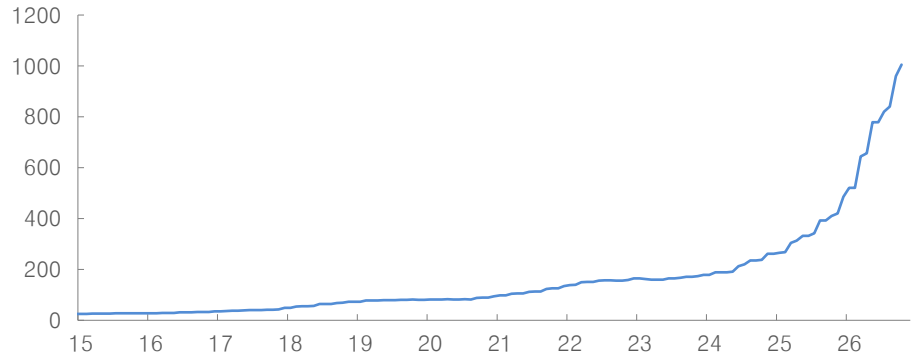
Tech 제외한 내수 부문은 부진한 상황



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

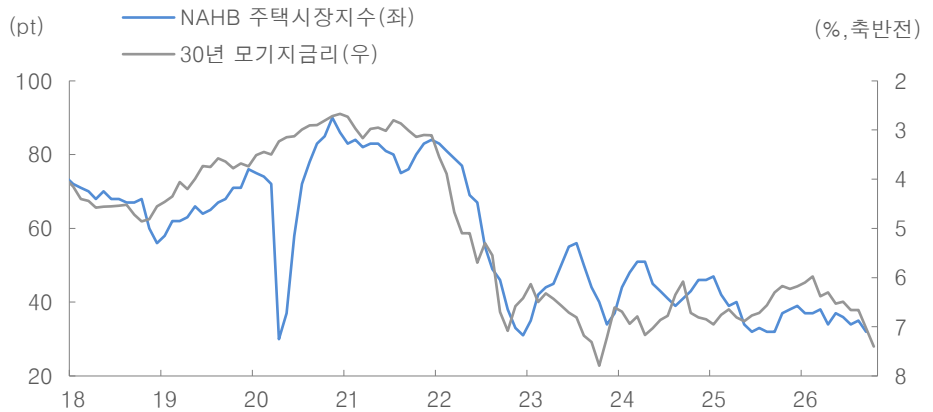
하이퍼스케일러들의 CapEx 전망은 여전히 우상향 추세

(십억달러) — 하이퍼스케일러5 12M Fwd CapEx



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

미국 주택경기 부진은 이미 장기화된 상황



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

모기지 금리 상승에 비해 실효 금리는 더디게 상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

가계의 원리금 상환 부담은 팬데믹 이전보다 낮아



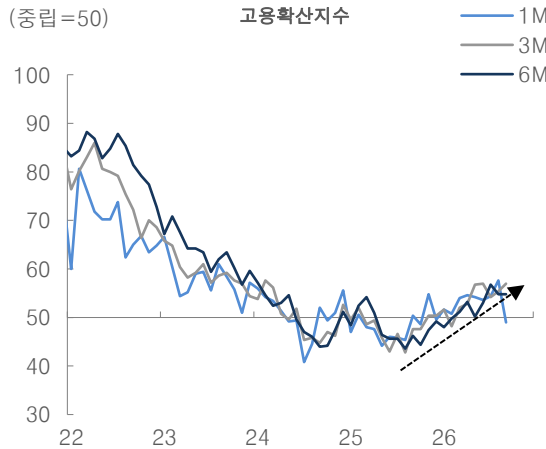
자료: FRB, 대신증권 Research Center

[미국] 고용 상황도 안정적

뜨겁지 않지만 온기는 있다

- 미국 고용 시장 또한 안정적. 올해 월평균 취업자 증감은 +6.8만 명으로, 지난해 +0.9만 명 대비 큰 폭으로 개선됨. 2분기 이후 양적 증가세가 다소 둔화되었으나, 3개월 평균으로 보면 5만 명 내외로 손익분기 수준을 유지함. 실업률은 4.2%로 연초 이후 하락함
- 낮은 실업률에도 불구하고 현재 미국 고용 시장을 절대 뜨겁다고 할 수는 없음. 하지만 지난해부터 이어진 '저고용-저해고' 환경에서 나름의 균형을 잘 유지하고 있으며, 지난해 대비 개선되었다는 점은 분명
- 기업들은 적극적으로 채용에 나서지도 않지만, 반대로 해고도 하지 않고 있음. 최근 해고 관련 데이터들은 오히려 감소. 고용 시장이 크게 흔들릴 조짐은 없음

고용, 뜨겁지는 않아도 회복세



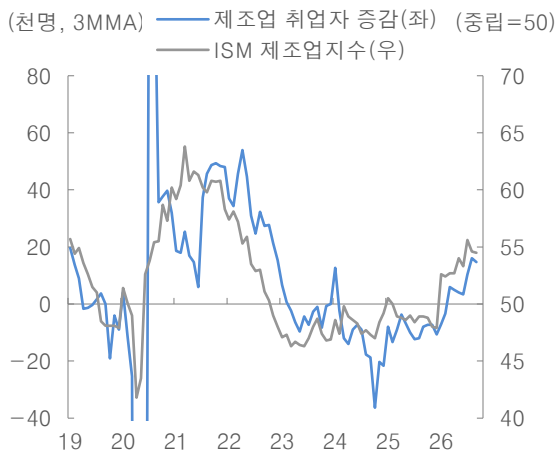
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

임금 상승률은 계속 둔화



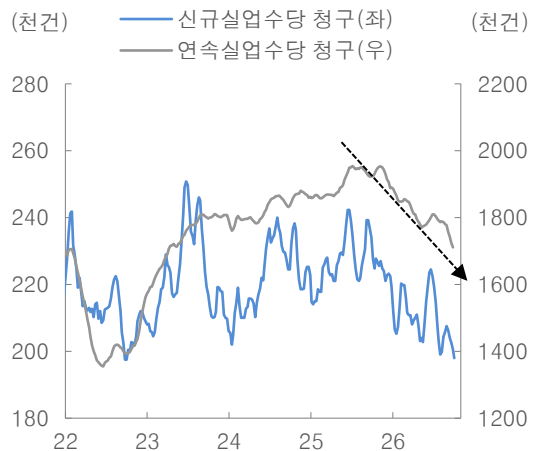
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

제조업 고용은 오히려 호조에 가까워



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

실업급여 청구건수는 감소폭을 더 확대



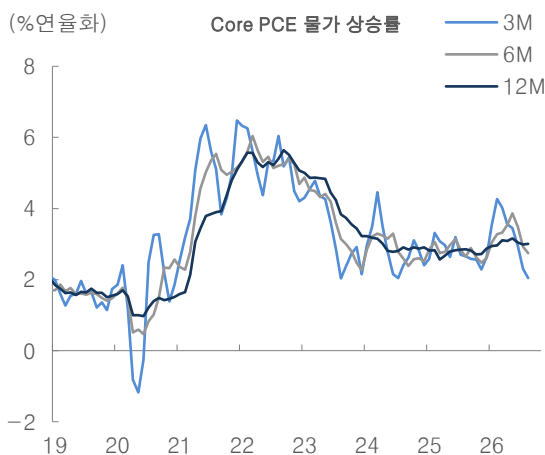
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[미국] 인플레이션, 불안한 유가와 그래도 덜 불안한 Core

상방 위험 있으나 통제 불능은 아니야, 유가 상승에도 Core 인플레 영향 크지는 않을 듯

- 미국 PCE 인플레이션은 9월 말 통계 조정 후 그간의 상승 트렌드가 매우 완만해짐. 비시장성 품목들의 급등을 조정함으로써 이미 2%대 초중반까지 둔화된 Core CPI와의 괴리를 상당 부분 축소
- 그러나 중동 전쟁 이후 에너지 가격이나 물류비 상승이 상당 기간 지속된 만큼 결국 시차를 두고 다른 부문에 영향을 줄 위험 고려해야 함. 이미 이러한 조짐이 9월 물가에서 나타났으며, 향후에도 일정 부분 지속될 가능성이 농후
- 하지만 그렇다고 미국 물가가 연준의 통제 범위를 벗어난 정도로 위험한 것도 아님. 먼저 아직까지 미국 인플레이션 중 관세 영향이 차지하는 부분이 적지 않음. 최근 캐나다 대상 50% 관세 부과로 이러한 리스크가 다시 부각되었으나, 양국은 결국 합의를 도출할 가능성이 높음
- 또 다른 이유는 현재 미국 경기가 좋은 상태에 있음은 분명하나, '과열'과는 거리가 멀다는 것에 있음. 현재와 가장 많이 비교되는 90년대 후반 닷컴 버블 당시의 경우, Tech를 포함해 투자와 소비 전반이 과열되었음. 반면 현재 미국 경제 성장은 Tech 투자에 집중되며, 노동시장도 전혀 과열스럽지 않음
- 특히 90년대와 달리 유형자산 투자에 필요한 제품을 수입에 의존하는 정도가 높아졌음. 이는 CapEx 붐이 경제 전반의 수요 과열로 이어질 위험이 과거에 비해 구조적으로 낮아졌음을 의미하며, 연준이 이미 금리 인상에 나서고 있는 현재 상황에서는 더 그러함
- 즉 미국 인플레이션에 상방 위험이 남아있는 것은 사실이나, 이는 인플레이션 재가속화 보다는 기대보다 더디게 둔화되는 쪽으로 보는 것이 더 적절함. 고유가가 장기화된다고 하더라도 Core 인플레이션에 미치는 영향은 우려만큼 크지 않을 전망. 마찬가지로 연준도 수요 과열을 우려해 필요 이상으로 매파적인 스탠스를 보일 필요는 없음

미국 Core PCE 인플레이션 추이



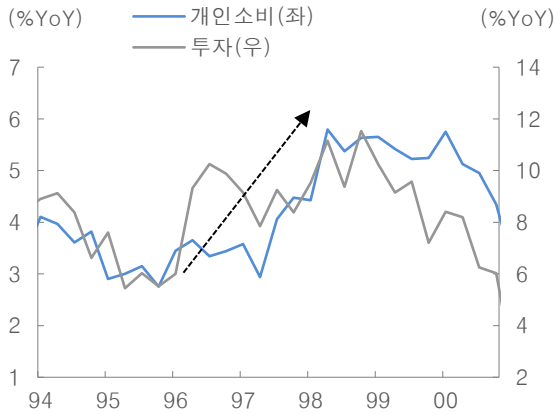
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

디젤 가격은 이미 러-우 전쟁 당시를 넘어서



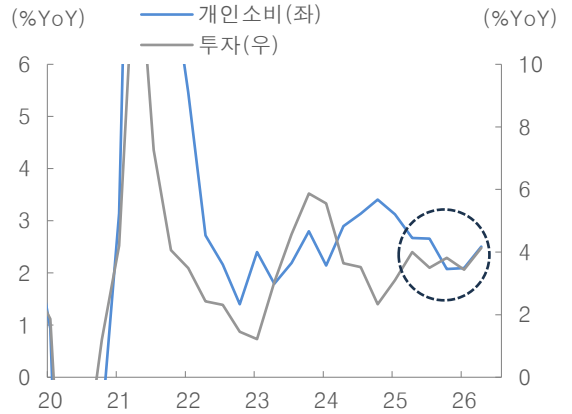
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

1996년 이후 소비와 투자 전반의 가속화



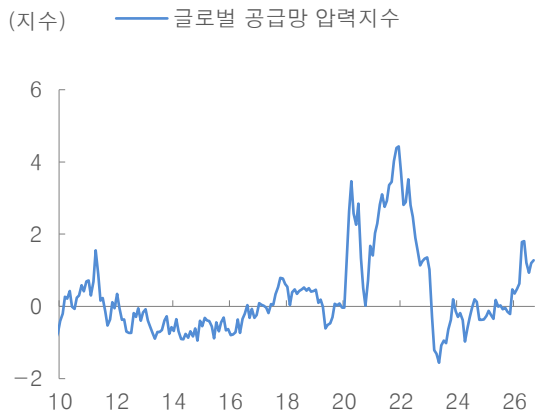
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반면 지금은 과열과는 거리가 멀어



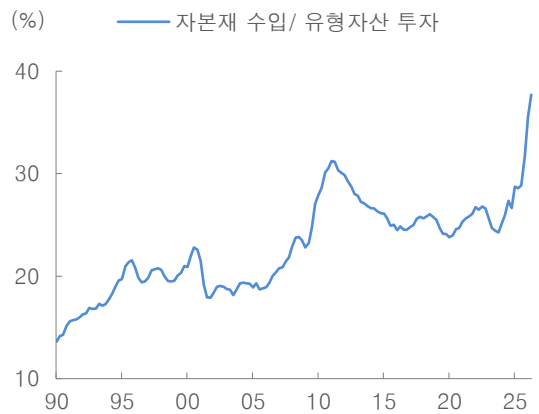
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

공급망 차질, 부담스럽지만 팬데믹 만큼은 아니야



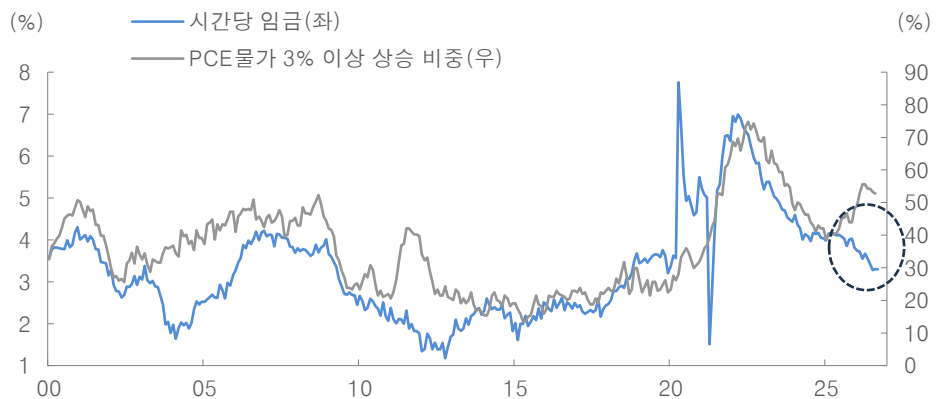
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

90년대에 비해 투자의 수입 의존도 현저히 높아져



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

임금 상승률 감안하면 인플레이션의 추세적 반등 가능성 낮아



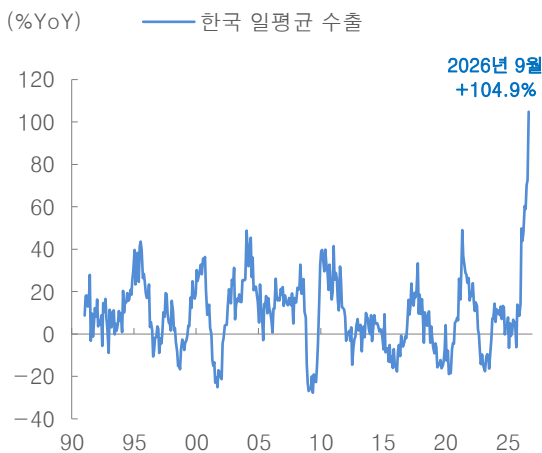
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[한국] 2027년 수출 둔화, 하지만 과거 고점에 육박

2027년 20% 내외로 둔화, 결코 나쁜 수치 아니야

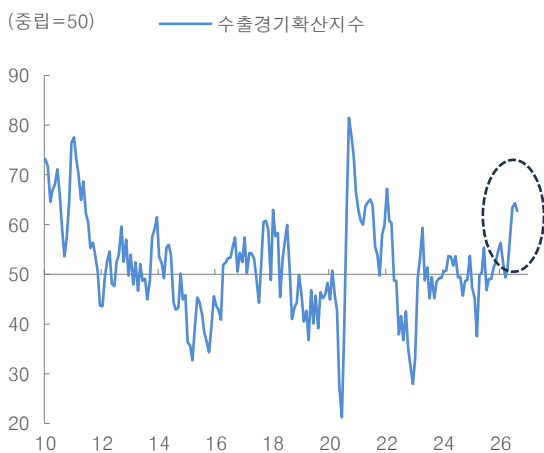
- 한국은 2027년에도 반도체 수출 호조가 경제 성장을 견인할 전망. 올해 9월 기준 일평균 수출 증가율은 +104%까지 급등했으며, 반도체 수출은 9월까지 누적 +284% 증가함
- 하지만 반도체 수출만 좋은 것도 아님. 수출경기 확산지수는 60을 상회함. 반도체가 너무 좋을 뿐 석유 제품/무선통신기기/화장품/바이오헬스/이차전지 등 전반적인 수출 경기가 호조를 보이고 있음
- 지금과 같은 수출 증가 속도를 언제까지나 유지할 수는 없음. 내년 연간 수출 증가율은 20% 내외로 올해(60%) 대비 크게 둔화될 것으로 예상. 하지만 그마저도 과거 수출 확장 사이클의 고점에 버금가는 수준으로, 충분히 높은 증가율임
- 현재 수출은 물량 기준으로 증가세가 호조를 보이고 있으나, 핵심은 반도체 가격 상승이었음. 덕분에 상반기 한국 명목 GDP는 전년대비 +21.8% 급증함
- 연초 이후 급등한 반도체 가격은 상승세가 현재 진행형이며, 내년에도 추가 상승할 가능성이 유력하게 제기되고 있음. 환율 하락에 따른 원화 환산 수출액이 감소하는 영향이 있지만 명목성장률은 2026년 20%를 상회한 후 2027년에도 10%에 육박하는 수준을 기록할 전망

100%를 넘어선 일평균 수출 증가율



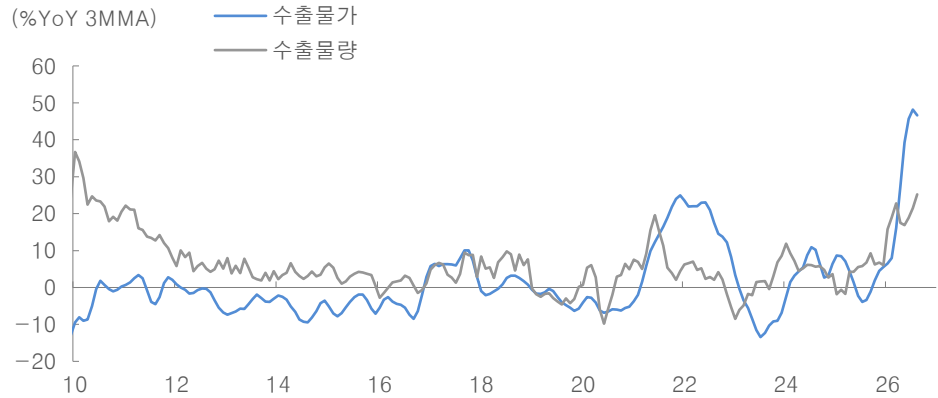
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

수출 경기 전반의 호조



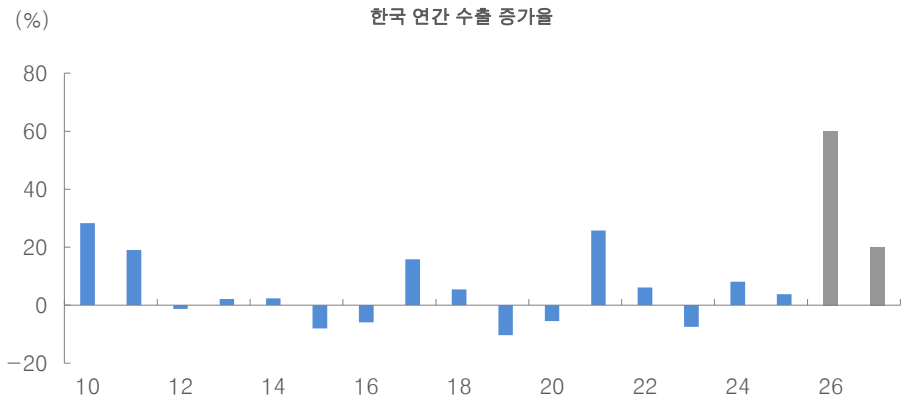
자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 3개월 이동평균

수출은 가격과 물량이 동반 호조



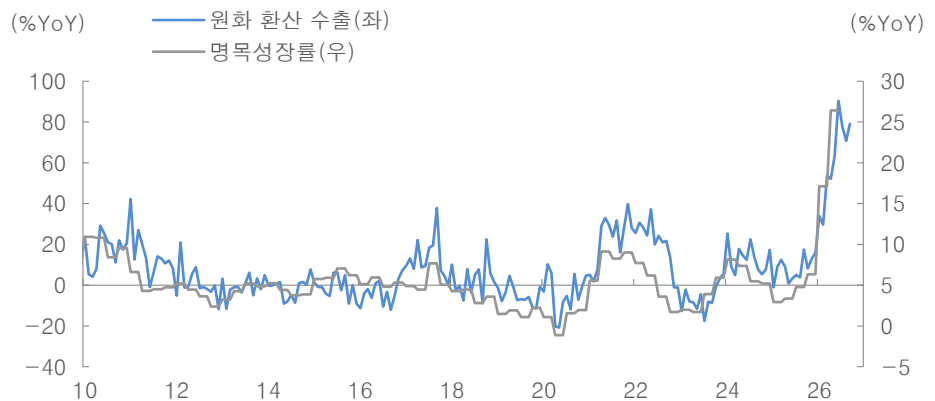
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

내년 수출 증가율 20%면 과거 싸이클 고점에 육박하는 수준



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2027년 명목성장률 큰 폭 둔화, 그러나 과거 대비 높은 수준 지속할 전망

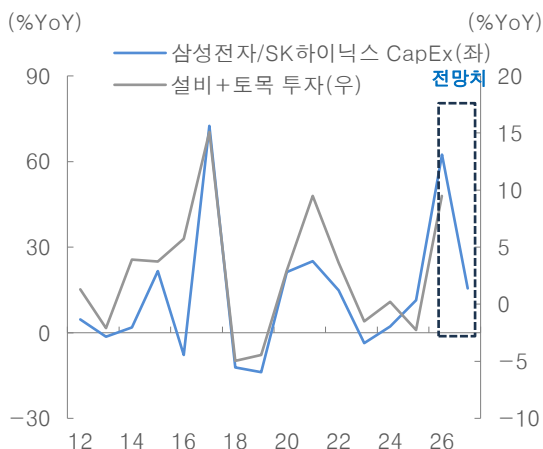


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반도체 수출 낙수효과 가시화, 그렇다고 과열로 갈 위험은 제한

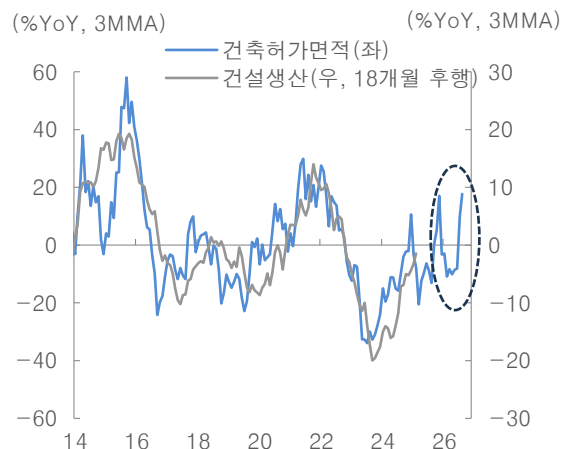
- 2026년 상반기 GDP 수출은 +10.3% 급등했지만 내수도 +2.2%로 2025년 +0.6%에서 개선됨. 올해 강력한 명목성장의 파급효과가 나타나면서 내년에도 수출 및 내수의 동반 성장 흐름은 지속될 전망
- 반도체 기업들의 국내 투자가 본격화되면서 설비투자는 내년에도 증가세를 이어갈 것으로 예상되나, 증가율은 둔화되면서 성장 기여도는 올해 대비 축소될 것으로 예상. 지난 수 년간 한국 성장률을 가장 크게 하락시켰던 건설투자도 선행지표의 추이를 감안하면 내년 소폭이나마 (+) 전환이 가능할 전망
- 올해 세수 호황으로 정부도 내년 예산안을 확장적으로 편성해 정부 부문의 성장 기여도도 올해보다 더 확대될 가능성 높음. 내년에도 기존 잠재성장률을 상회하는 2.6% 성장을 예상함
- 2027년 다소 아리송한 부문은 소비임. 반도체 기업들의 막대한 성과급 지급 덕에 전체 민간소비는 내년에도 호조를 보일 것으로 예상됨
- 하지만 고용 상황과 금리 및 주거비 상승 등을 감안하면, 반도체 낙수효과가 미치지 못하는 가계의 소비 증가는 크게 좋아지기 어려움. 올해 나타났던 K자형 회복 추세가 이어질 전망. 즉 한국 성장률이 호조를 보이는 것과 달리 실제로 경제 전반이 과열된 상황이 아님
- 이를 감안하면 한국의 인플레이션도 다르게 보일 수 있음. 현재 근원 인플레이 확대는 내구재와 외식 외 개인 서비스 부문에서 비롯되는데, 전자기기와 여행 물가 등이 주도. 그러나 이들의 가격 상승은 수요 과열보다는 반도체와 원유의 공급 차질 영향이 더 큼
- 최근 가파른 전월세 가격 상승은 내년 물가 상방 압력으로 작용할 것. 하지만 수요 과열에 의해 인플레이션이 더 고조될 위험은 크지 않으며 최근 환율 급락도 물가 상방 압력을 낮추는 요인

설비투자는 내년에도 증가, 기여도는 축소 예상



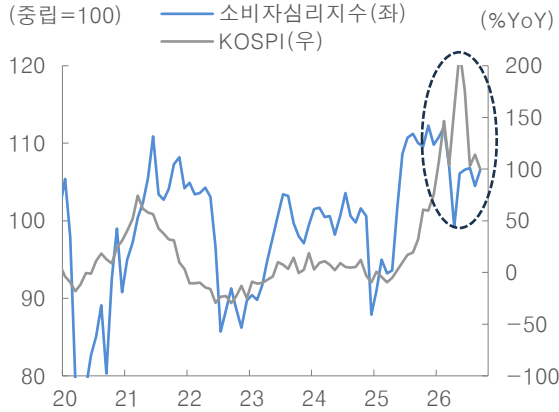
자료: CEIC, Quantilwise, 대신증권 Research Center

건설투자는 내년 (+) 전환 가능성



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주가 조정 감안 시 소비심리 더 좋아지기 어려워



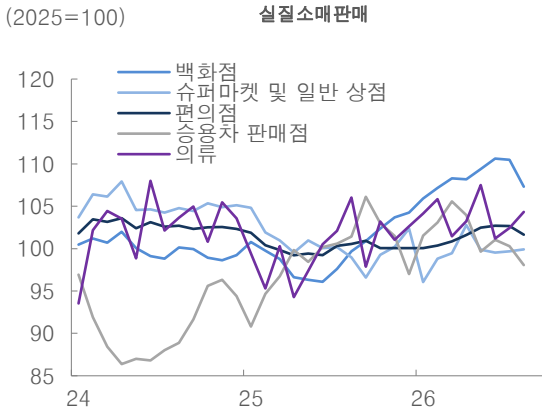
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

가계 이자 부담은 내년까지 계속 상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

올해 소매판매는 거의 백화점만 좋았음



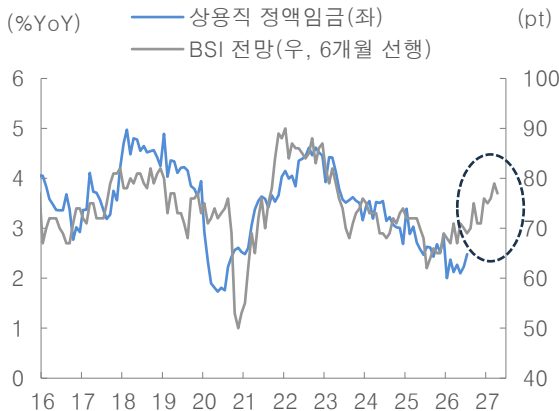
자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 3개월 이동평균

고용은 최근 회복 중이나 강도는 약해



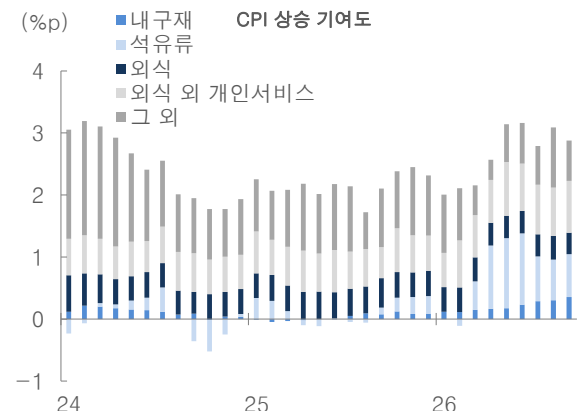
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

임금 상승률은 조금 더 개선될 여지



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

내구재/외식 외 서비스 주도 물가 상승, 공급 영향 커



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

연준 긴축 기조 마무리, 내년 상반기 약세

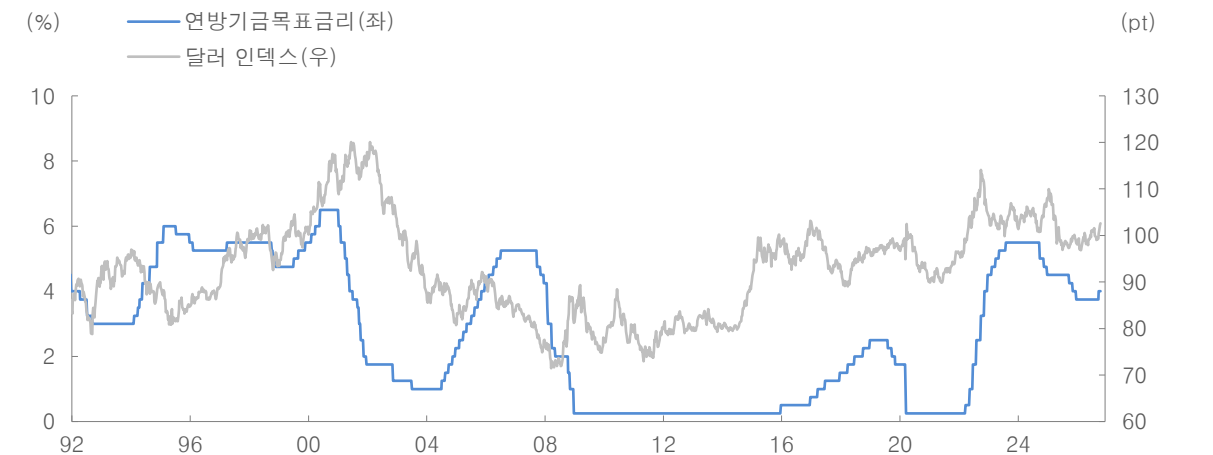
- 달러 인덱스는 올해 하반기 들어 연준의 긴축 시작을 반영하면서 지난해 4월 이후 최고치로 상승. 인플레이션 관련 불확실성이 남아있어 연준의 최종 금리 수준이 어디가 될 것인지에 대한 의문이 풀리기 전 까지 달러 강세 압력은 유지될 전망
- 그러나 미국 인플레이션의 추세 자체가 불안한 상황은 아님. 연준이 조금 더 매파적으로 변한다고 하더라도 금리 인상은 내년 초면 마무리될 가능성이 높음
- 과거 연준 금리 인상 시기 달러 인덱스는 긴축 사이클 중후반에 먼저 고점을 형성한 후 하락함. 금융 시장은 금리 인상을 선반영하기 때문. 현재 채권시장은 연준의 최종금리가 최대 5%(상단)에 도달하는 것 까지 반영한 상황
- 이를 감안하면 내년 초를 기점으로 달러 단기적인 고점을 형성할 가능성이 높으며, 현 수준에서 추가적인 강세 폭도 크지 않을 것으로 전망함

과거 달러는 대체로 인상기 중후반에 고점 형성

인상 시기	인상 기간	인하 시작 (첫 인상 후)	DXY 고점 (첫 인상 후)	DXY 고점/ 인상 기간
1994~1995	364일	518일	0일	0%
1999~2000	322일	553일	476일	148%
2004~2006	728일	1,176일	497일	68%
2015~2018	1,099일	1,323일	364일	33%
2022~2023	497일	917일	189일	38%
평균	602.0일	897.4일	305.2일	57%

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

미국 정책금리 및 달러 인덱스 추이

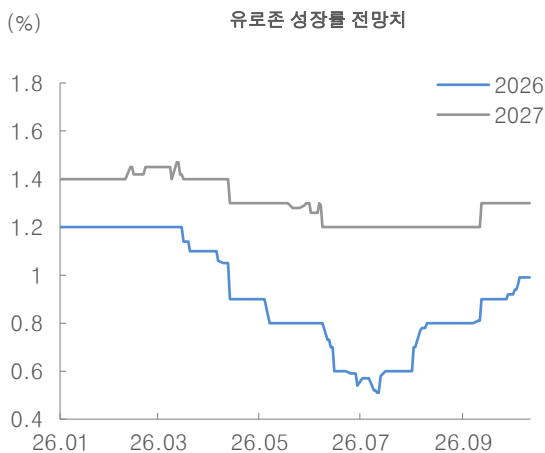


자료: LSEG, 대신증권 Research Center

통화정책과 경기 모멘텀 모두 기대하기 어려워

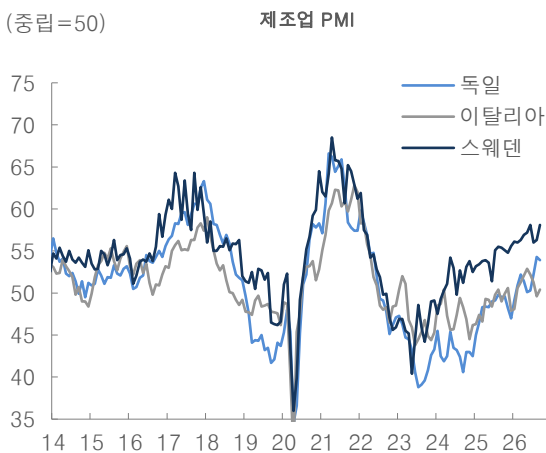
- 그러나 내년 유로화가 크게 강해지기 쉽지 않아 달러 약세 여력도 제한적. 유로존은 미국보다 먼저 금리 인상을 시작했으나 미국이 인상 대열에 합류함으로써 통화정책 측면의 모멘텀은 기대하기 어려움
- 올해 유로존은 중동 전쟁 이후 에너지 가격 급등에도 불구하고 글로벌 제조업 경기 호조 덕분에 우려보다 선전했음. 성장률 전망치는 올해 여름 이후 상향 추세로 반전됨. 하지만 아시아 국가들처럼 AI 투자의 수혜를 크게 받지는 못하고 있음
- 글로벌 경기 사이클에 민감하며 AI 낙수효과가 적은 유럽 경제의 특성 상 글로벌 통화정책 긴축 효과가 나타나기 시작하는 내년 상반기 이후 경제 하방 압력이 상대적으로 더 클 것으로 예상함
- 내년에도 에너지 시장을 낙관하기 어렵다는 점도 유로화에는 불안 요인. 상반기 연준 긴축 종료 시점에 일시적인 강세를 보였다가 하반기 에너지 가격 추가 상승과 함께 재차 약세로 전환될 전망. 마찬가지로 달러도 하반기 반등을 예상함. 내년 유로화 가치는 통화정책 보다는 에너지 가격의 향방에 더 큰 영향을 받을 것으로 예상
- 내년 4월 예정된 프랑스 대선을 둘러싼 정치적 불확실성도 변수. 지난 2022년 이탈리아의 멜로니 총리 당선 사례를 감안하면, 르 펜이 대선에서 승리한 후 역설적으로 프랑스 국채시장이 안정될 가능성도 배제할 수는 없음. 다만 이러한 시나리오를 가정하더라도 대선 이전까지의 불확실성으로 유로화 강세에 한계가 있을 전망

2026년 유로존 성장률 전망치는 오히려 반등



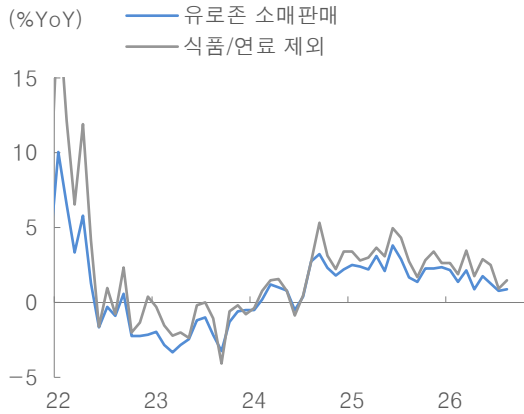
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유럽도 제조업 경기는 괜찮았음



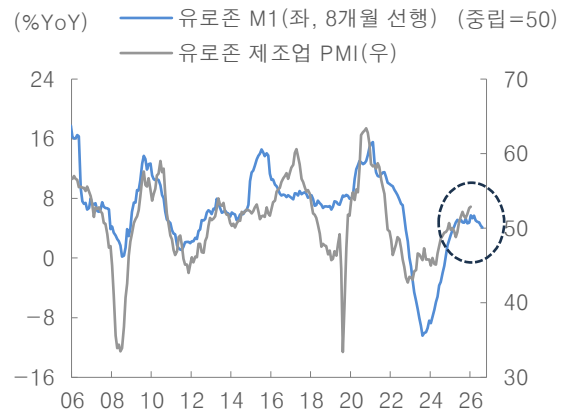
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

소비는 그다지 좋지 않아



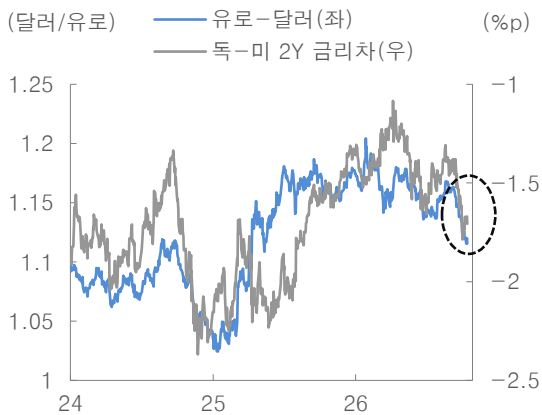
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

유로존 제조업 경기도 점차 둔화 전망



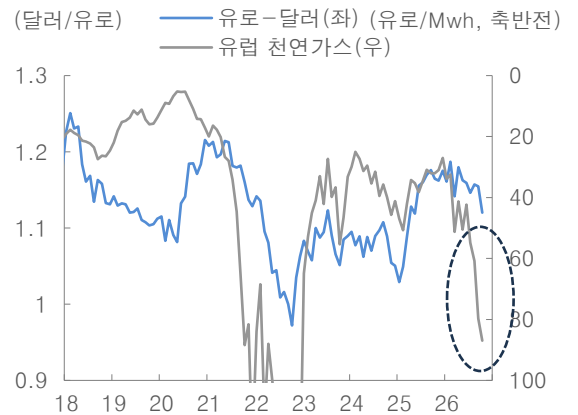
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국과의 금리차는 크게 축소되기 어려워



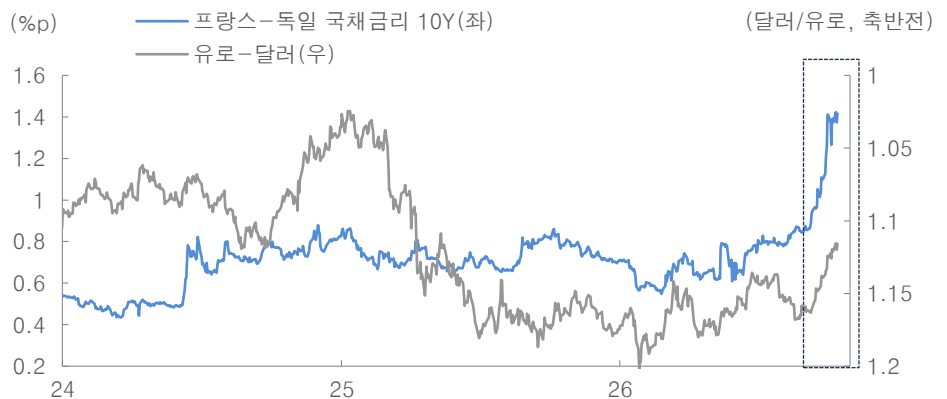
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

가스 가격 상승도 유로화에 부담



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

유로화에 악재로 작용 중인 프랑스 재정에 대한 우려



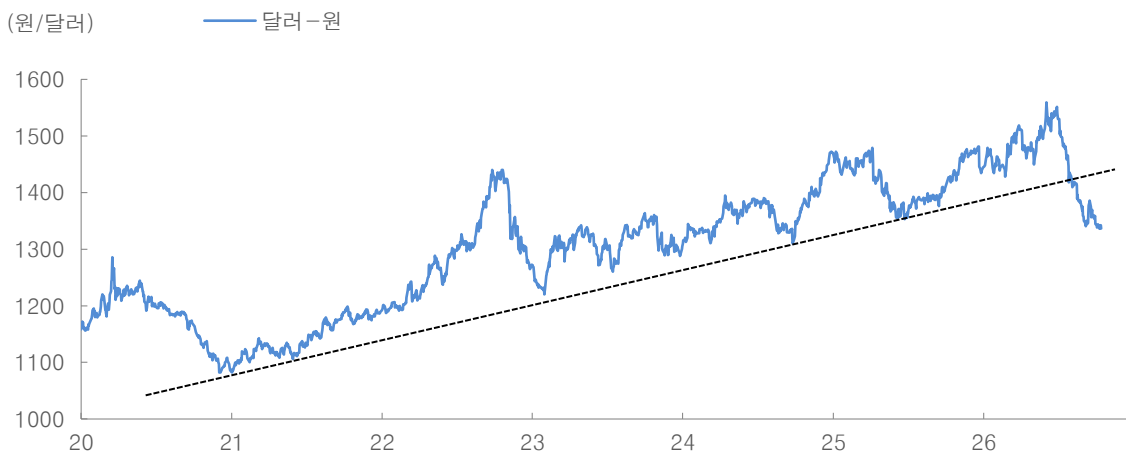
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[달러-원] 내년에도 강세 흐름은 계속된다

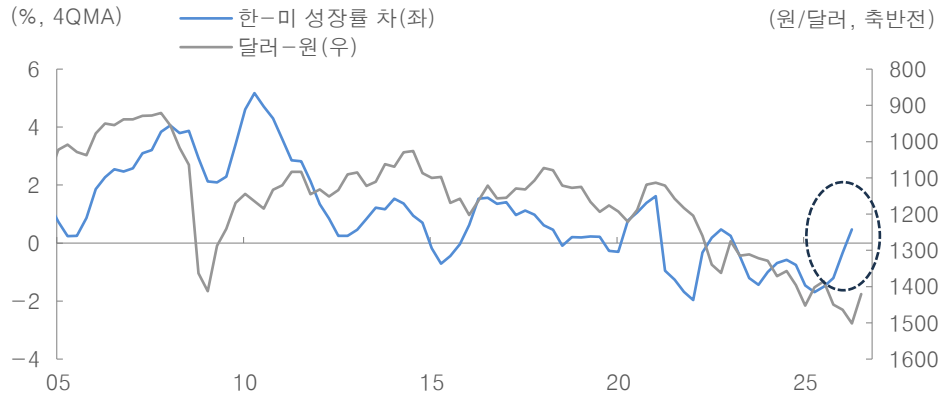
압도적인 수급의 힘, 상반기 달러 약세 전환 겹치며 추가 하락 전망

- 달러-원은 7-8월 급락 후 하락 속도는 다소 진정되는 흐름. 그러나 9월 이후 달러가 연준 긴축을 반영하면서 강세로 전환된 것을 감안하면, 원화의 강세 압력은 아직 사라지지 않았음. 10월 중 달러 인덱스는 연고점을 경신했고 외국인들의 국내주식 매도도 다시 확대되었으나 오히려 달러-원은 연저점 경신
- 근본적으로는 올해 들어 나타난 펀더멘털 개선이 뒤늦게 반영된 것으로 볼 수 있음. 팬데믹 이후 한국 경제 부진으로 미국과의 성장률과 금리 역전이 고착화되었으나, 이러한 흐름이 올해 들어 처음으로 반전되기 시작함. 한국은 올해에 이어 내년까지도 미국보다 높은 성장률을 지속할 것
- 하지만 최근 원화 강세의 핵심은 수급. 그 시작은 올해 여름 수출 업체들의 달러 공급이 본격화되고 외국인들의 국내주식 매도가 축소된 것이었음. 무역흑자 규모가 너무 거대해 자본유출 압력을 상쇄하고도 남는 수준. 지난 2~3년 간 외환시장을 지배하던 내러티브는 자본유출. 이제는 다시 무역수지로 이동함
- 심리적인 요인도 무시할 수 없음. 달러-원은 팬데믹 이후 환율 장기 상승 추세를 하향 이탈함. 그간 환율 상승에 대한 기대가 고착화되었던 탓에 가계와 기업은 달러 매도를 지연시키고 저가 매수 심리를 부추김. 해외투자가 구조적으로 증가하고 있어 이러한 흐름이 완전히 되돌려질 수는 없겠으나, 이번 환율 급락이 가계와 기업의 환전 행태에 어느 정도 변화를 가져올 가능성이 있음
- 주식시장이 반도체 업황의 장기 지속성에 대한 의문으로 부진한 것과 별개로 당장의 외환시장에는 달러가 쏟아져 들어오고 있음. 최근 무역흑자 규모는 오히려 예상보다 더 커지고 있어, 적어도 내년까지는 수급의 힘이 상당할 전망
- 내년에도 원화 강세 흐름이 유지될 것으로 전망함. 역사적인 달러-원 환율의 조정 폭과 국민연금의 환헤지 중단에 대한 경계심 등을 감안하면 1,320원 부근이 단기 저항이 될 수 있음. 하지만 수급의 힘과 내년 상반기 달러 약세를 반영해 상반기 중 1,200원대 진입을 시도할 것으로 예상

달러-원은 장기 상승 추세를 이탈

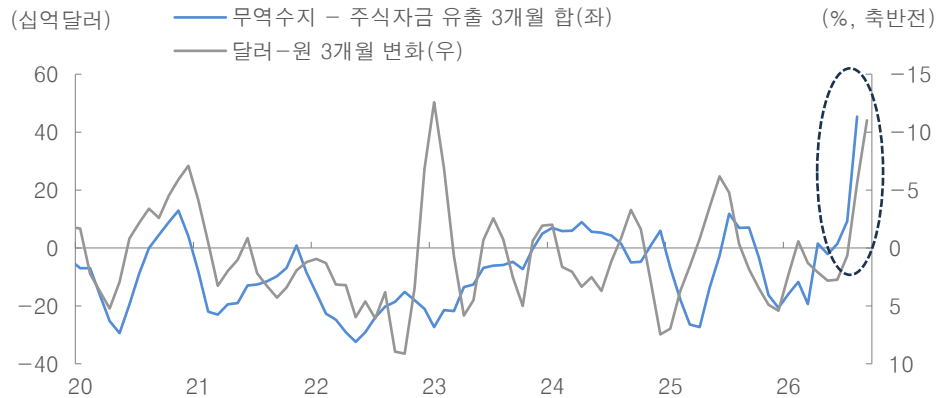


팬데믹 이후 고착화된 미국과의 성장률 격차 해소 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주식자금 순유출을 압도하기 시작한 무역흑자



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

과거 달러-원 단기 조정은 15% 선에서 마무리



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

BOJ 추가 인상 유력하나, 엔화 약세 중단은 Fed가 멈출 때

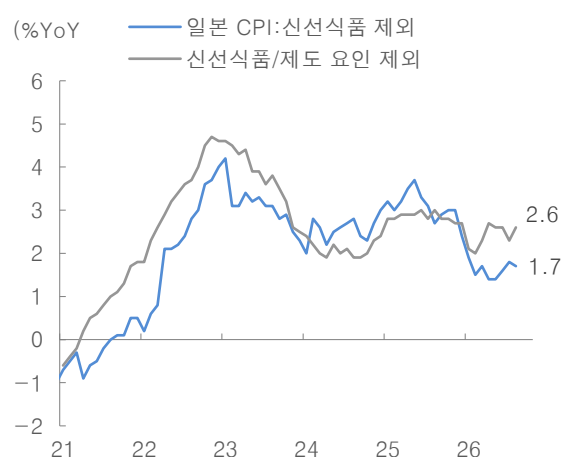
- 일본은 올해 더딘 소비 회복에도 불구하고 글로벌 AI 투자의 수혜를 입으며 제조업 중심 양호한 성장세를 지속. 단칸지수는 1990년대 초 버블 붕괴 이후 최고 수준으로 상승
- 일본 인플레이션은 가계와 기업 모두에서 점차 확고하게 자리를 잡아가고 있음. 현재 Core 인플레이션은 1%대에 그치나, 정부의 물가관리 정책 효과를 견어내고 보면 올해 내내 2%를 상회. 일본의 디플레이션은 사실상 종식됨
- BOJ 인사들은 점점 오히려 인플레이션이 목표치를 지속적으로 상회할 위험을 경계하기 시작함. 트럼프 정부의 압박이 아니더라도 엔화 약세를 조절하기 위해 추가 금리 인상은 불가피함
- 현재 엔화 약세에 영향을 미치고 있는 요인은 미-일 간의 통화정책 격차와 일본 재정정책 두 가지임. 재정의 경우 일본 정부의 실제 이자 지급 부담은 오히려 다른 선진국 대비 낮은 편이나, 재정 악화에 대한 내러티브가 워낙 강한데다 다카이치 총리의 확장 재정 기조도 쉽게 후퇴하지 않을 것
- 반대로 통화정책의 경우 이미 지난 2년간 미-일 간 금리 차가 상당 수준 축소되었음에도 불구하고 엔화는 오히려 약세를 보였음. 시장에 반영된 두 국가의 추가 인상 여력이 2~3회로 큰 차이가 없어, BOJ의 금리 인상만으로 엔화가 강해지기는 어려울 전망. 오히려 내년 초 미국의 금리 인상이 종료되고 달러가 약세로 전환되어야 엔화가 강해질 수 있는 환경이 마련될 전망
- 원화와 엔화 간 동조화가 완전히 끝났다고 단정짓기는 어려우나, 내년 상반기까지는 원화의 상대적인 절상 압력이 더 클 것으로 예상. 원화는 압도적인 무역흑자로 자본유출 압력을 상쇄 중이나, 엔화는 미국과의 금리 차가 더 좁혀지기 어려운 상황에서 자본 환류가 유의미하게 나타날 가능성은 낮음
- 원/100엔 환율이 유의미한 지지선인 850원을 더 큰 폭으로 하향 이탈하지는 않을 것으로 보이나, 위험 회피 심리가 급격하게 확산되지 않는 이상 900원대 재진입도 어려울 것으로 예상함

금리 차 축소에도 엔화 약세는 오히려 심화



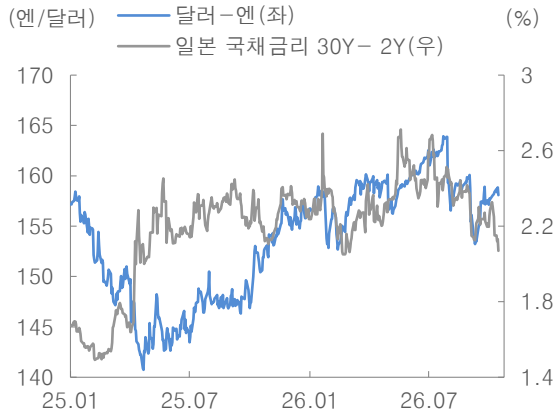
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

정부통제 빼면 인플레는 계속 2% 상회 중



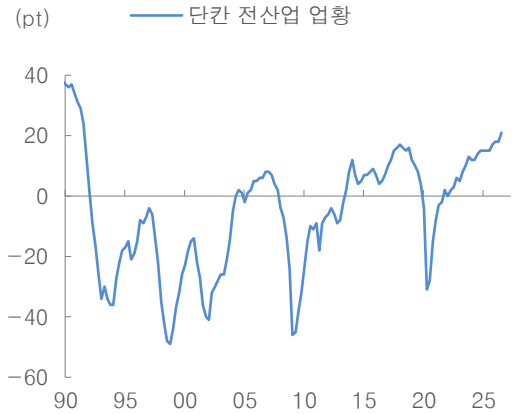
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

다카이치 당선 전후로 재정 불안과 연동 심화



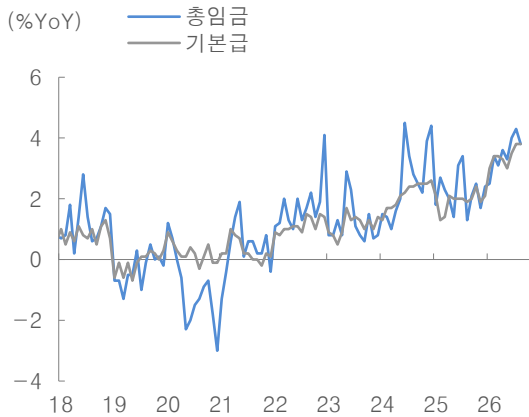
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

단칸지수는 버블 붕괴 이후 최고치



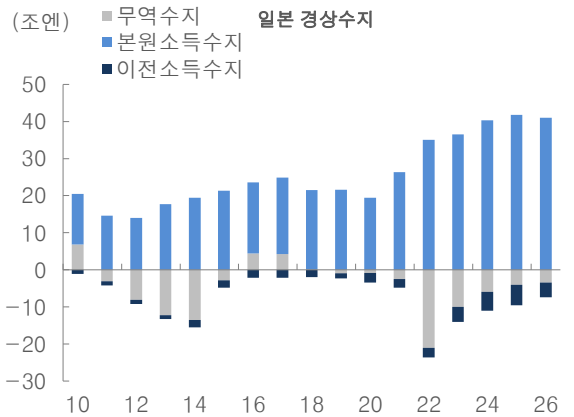
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

임금 상승세는 견고하게 확대 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

이자와 배당에 의존하는 일본의 경상흑자



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

엔-원 환율은 당분간 900원대로 돌아가기 어려워

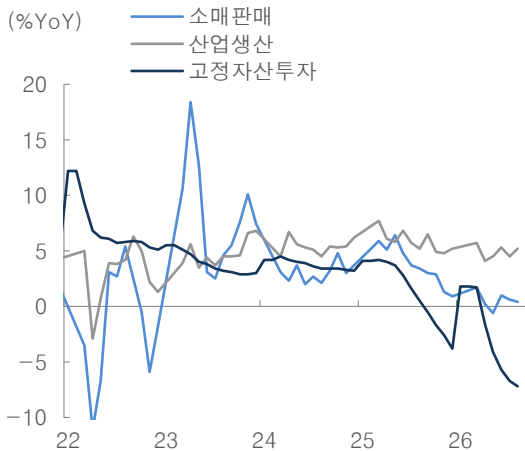


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

경상흑자 확대와 당국 유도 속 점진적 절상 흐름 지속

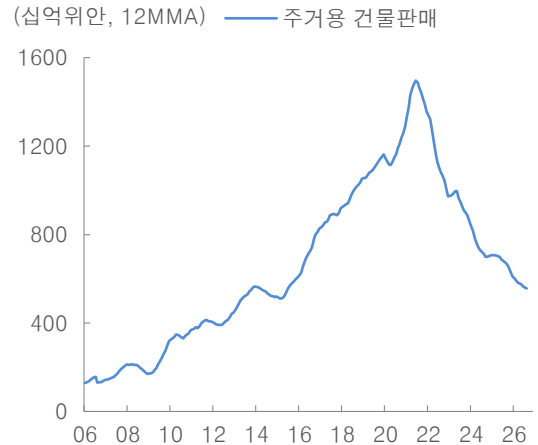
- 중국은 올해 1분기 이후 경기 모멘텀이 눈에 띄게 둔화되고 있음. 수출-생산 지표는 양호하나, 내수 부진이 심각함. 9월 말 모기지 이자 보조(1%p), PSL 금리 인하 등 부양책을 내놓았지만, 이 정도로 장기 침체에 빠진 부동산 경기가 회복될 가능성은 만무함. 추가 내수 부양에 나설 것이 유력
- 그러나 현재 중국 정부의 핵심 정책 목표는 기술 자립을 통한 패권 경쟁임. 단기적으로 내수 부진이 너무 심각해 이에 대응하는 것일 뿐, 내수가 우선 순위가 될 수는 없음. 내수 반등의 기대를 낮춰야 함
- 그러나 이와 별개로 점진적인 위안화 절상 기조는 내년까지 지속될 전망. 최근 절상 속도를 다소 조절하는 듯한 모습이 나오고 있지만, 정책 기조와 막대한 경상흑자 감안 시 추가 절상 여력은 충분함

중국 내수 부진은 지속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

일회성 부양책으로 부동산 경기 반등 어려워



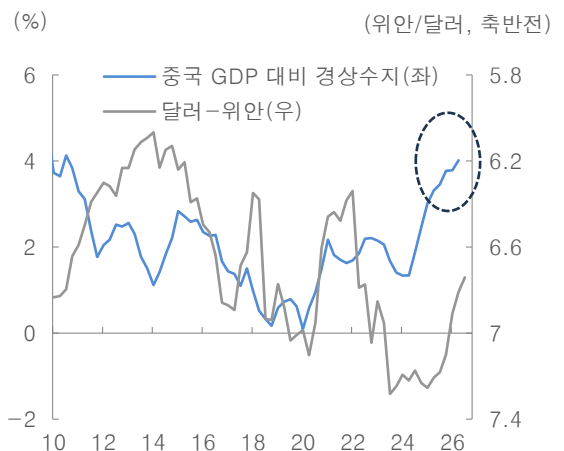
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

최근 속도 조절, 그래도 위안화 절상 기조는 유효



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

경상흑자는 계속 확대 추세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. [작성자: 이정훈]
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.