

2025년 경제 및 외환시장 전망

만반의 준비



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

“ 2025년 세계경제는 제조업 반등과 정책대응에 따른 성장을 예상합니다. 통화정책 여력 확대는 신흥국에게 특히 반가운 소식인데, 이제부터는 확보한 시간을 어떻게 활용하는지가 중요합니다. 한국은 중국과의 수출 경쟁 심화, 중국은 내수 강화를 제한하는 구조적인 문제에 대한 고민이 필요한 시점입니다. ”

| Contents |

I. 핵심요약.....	03
II. 만반의 준비	04
1. 제조업이 돌아선다.....	04
2. 미국, 침체를 피하는 방법	06
3. 한국, 조연들의 활약	12
4. 중국, 긍정론 vs. 부정론.....	16
5. 일본, 2% 부족한 성장	20
6. 주요국 환율 전망	24
III. 갈림길	36
1. 좁혀지는 반도체, 멀어지는 배터리.....	36
2. 트럼프 다시 보기	38
3. Stability and Divergence.....	40
4. 단기는 신흥국, 중장기는 선진국	42

I. 핵심요약

제조업이 주도할 성장	2025년 세계경제는 제조업이 반등하면서 올해와 비슷한 수준의 성장이 가능할 것이다. 미국과 중국 제조업이 2/4분기 전후 저점을 통과하면서 글로벌 제조업 반등을 주도할 전망이다. 미국은 재고조정 마무리와 대신 불확실성 해소, 중국은 정책지원과 양호한 대외수요가 제조업 반등을 이끌 것으로 본다.
확장재정과 통화완화가 경기 하방을 제한	확장재정 기조와 물가 안정을 토대로 한 통화완화도 경기 하방을 제한하는 요인이다. 금리 인하-인상 국가의 차이가 제조업 PMI를 약 6개월 선형해왔음을 감안하면, 인하 효과는 내년 상반기부터 나타날 전망이다. 신흥국 금리 인하 여력이 상대적으로 크기 때문에 인하는 신흥국에 보다 더 효과적일 가능성이 높다.
미국, 2% 내외 성장 가능	미국은 침체를 피하고 2% 내외 성장이 가능할 전망이다. 소비는 양호한 구매력을 토대로 완만하게 둔화되고, 제조업이 반등하면서 경기가 버티는 그림이다. 실업률은 4% 중반까지 상승했다가 점차 하락할 것으로 본다. 상반기 실업률 상승에 연준이 적극 대응하고, 하반기 실업률은 완만하게 하락하는 흐름을 예상한다. 제조업은 대신 이후 기업 체감경기가 개선되고, 내년 초 재고조정이 마무리되면서 강해질 것이다.
한국 수출 둔화 내수 반등	한국 수출 모멘텀은 약해질 것으로 본다. 반도체 수출 비중이 역대 최고 수준에 근접했고, 메모리반도체 시장에서 중국과의 경쟁 심화는 일시적인 마진율 하락을 야기할 수 있다. 반도체 모멘텀 둔화를 메워줄 것으로 기대하는 품목은 무선통신기기, OLED, 화장품, 화학, 기계 정도이다. 수출 증가율은 내년 2/4분기를 저점으로 반등할 가능성이 높다. 다만, 주력 수출품목에서 중국과의 경쟁 심화는 치열하게 고민할 문제이다.
일단 시간을 확보한 중국	중국 경기에 대해서는 상반된 전망이 존재하는데, 당분간 연착륙이 이어질 가능성이 더 높아 보인다. 제조업 경쟁력을 토대로 구조적인 문제에 대응할 시간을 확보하고 있기 때문이다. 통상압박에도 중국의 글로벌 수출점유율은 반등했고, 친환경 제조업 경쟁력은 상당하다. 내수 강화를 위한 구조적인 문제 해결에 집중할 여력이 있다. 올해 1조 위안 이상의 재정지출과 내년 재정적자 목표 상향조정이 현실화된다면, 중국을 더 긍정적으로 봐야 한다.
원/달러 환율 하단 1,270원	금리 인하 사이클에서도 달러화 약세 압력은 제한될 전망이다. 정책을 활용한 양호한 성장과 달러화 표시 자산에 대한 수요가 달러화 가치를 지지하는 요인이기 때문이다. 미국이 적극적으로 약달러 정책을 펼치지 않는 이상 달러인덱스가 90 초반까지 하락할 가능성은 낮다. 따라서 내년 원/달러 환율도 1,270원을 하회하기는 어려울 것으로 예상된다.

II. 만반의 준비

1. 제조업이 돌아선다

2025년은
제조업이 성장 주도할 전망

2025년 세계경제는 제조업이 반등하면서 올해와 비슷한 수준의 성장이 가능할 전망이다. 미국과 중국 제조업이 2/4분기 전후 저점을 통과하면서 글로벌 제조업 반등을 주도할 수 있다.

G2 제조업 부진 장기화

과거에 G2 제조업 PMI가 2년 넘게 50을 밑돌았던 경우는 없었는데, 이들 제조업 PMI 평균이 최근 24개월 중에서 2개월을 제외하고는 50을 하회하고 있다[그림1]. 코로나 이후 미국 제조업은 상대적으로 회복이 더뎠고, 중국은 수요 부진이 지속되고 있기 때문이다. 미국은 재고조정 마무리와 대신 불확실성 해소가, 중국은 정책지원과 양호한 대외수요가 제조업 반등을 이끌 것으로 예상된다.

미국 제조업
2Q 회복 본격화

미국의 재고 소진은 상당부분 진행됐다. 자동차를 제외한 실질 소매재고는 2022년 하반기부터 감소하면서 추세를 하회하는 수준까지 줄었다. 강한 소비를 토대로 재고 소진이 수월하게 이뤄졌기 때문이다. 명목 기업재고는 지난해 감소 흐름을 이어가다가 최근 들어 증가 전환했다. 소비 둔화와 할인 판매가 진행되고 있기 때문에 당장 재고를 축적하는 흐름을 기대하기는 어렵지만, 내년 2/4분기에는 회복이 본격화될 것으로 예상된다.

중국도 2Q 전후 반등 기대

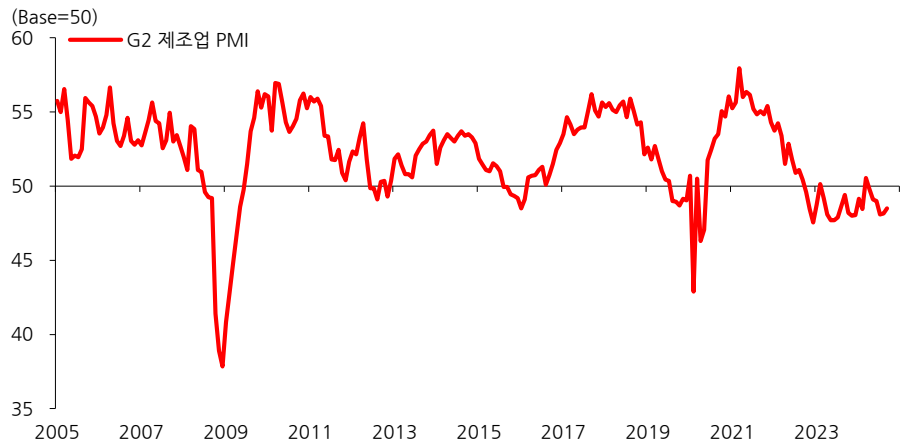
중국은 완제품 재고 증가세가 유지되는 가운데, 원자재 재고 증가율은 하락하고 있다 [그림4]. 원자재 재고 둔화는 미약한 수요 회복 기대를 반영한다. 따라서 재고조정(=완제품 증가율 하락)이 미국보다는 더 길거나 강하게 진행될 가능성이 높다. 재정지출 확대와 같은 정책 대응이 더해진다면, 2/4분기 전후로 제조업 반등을 기대할 만하다.

금리 인하 효과는
내년 상반기부터

금리 인하도 시차를 두고 제조업 회복에 긍정적으로 작용할 것이다. 금리 인하-인상 국가의 차이가 제조업 PMI를 약 6개월 선형해왔음을 감안하면, 그 효과는 내년 상반기부터 나타날 수 있다[그림2].

(당사 투자전략팀 2025년 전망은 14일 발간한 [‘한계시간’](#) 참고)

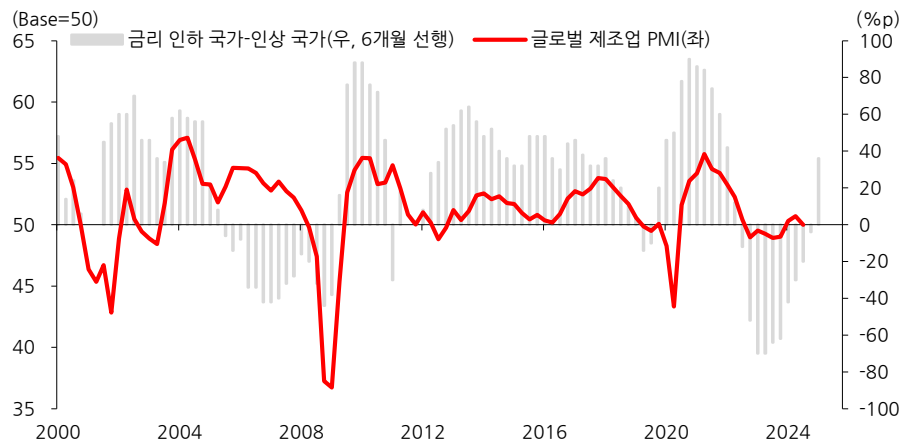
[그림1] G2 제조업 PMI가 2년 이상 추세적으로 50 이하인 경우 없음



주: 미국 ISM 제조업 PMI와 중국 국가통계국 제조업 PMI의 평균

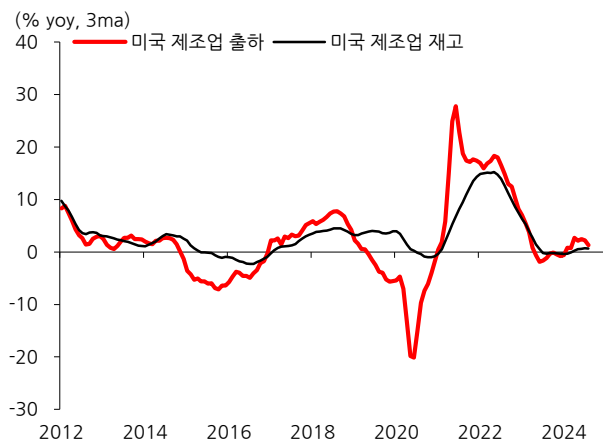
자료: Institute for Supply Management, National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 금리 인하 효과는 6개월 정도 시차를 두고 제조업에 반영



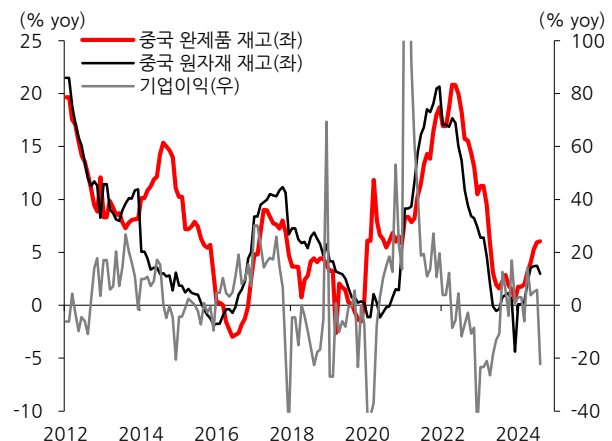
자료: S&P Global, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국, 수요 회복 더디지만 재고 부담이 크진 않음



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국, 아직 재고조정 필요



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국, 침체를 피하는 방법 ① 버티는 가게

미국, 내년에도
2% 내외 성장 가능

미국은 2025년에도 2% 내외 성장이 가능할 전망이다. 사실상 노랜딩(No landing)에 근접한 시나리오이다. 소비는 양호한 구매력을 토대로 완만하게 둔화되고, 제조업이 반등하면서 경기가 버티는 그림이다. 또한, 금리 인하와 확장재정도 하방을 지지하는 요인일 것이다.

가파른 소비 위축
가능성 낮음

가계 구매력은 고용과 밀접한 관계가 있는데, 구매력이 가파르게 약해지면서 소비가 위축될 가능성은 낮다. 미국은 과열됐던 노동시장이 정상화되고 있기 때문에 당분간 고용 둔화에 따른 구매력 약화는 불가피하다. 다만, 기업들의 구인수요가 어느정도 유지되는 가운데, 해고와 계약만료 같이 영구적으로 일자리를 잃는 사람이 급증하지 않고 있다 [그림5,6].

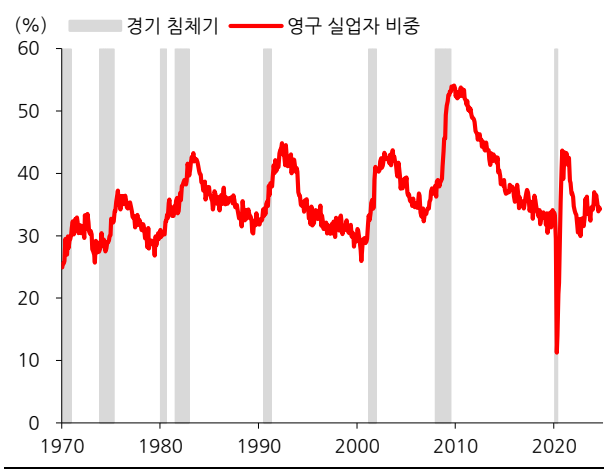
실업률은 상반기 상승
하반기 완만하게 하락

실업률은 4% 중반까지 상승했다가 점차 하락할 것으로 본다. 노동시장 초과수요(=구인수요-노동공급)가 올해 연말 거의 해소될 전망인데, 이는 구직 난이도가 높아진다는 의미이기도 하다[그림7,8]. 이직을 위한 자발적 사직 감소, 일자리를 구하기 어렵다는 응답(jobs hard to get) 증가, 2개 이상의 직업이 모두 파트타임인 인구 증가 등은 고용 둔화 추세를 반영하는 것이다. 상반기 실업률 상승에 연준이 적극 대응하고, 제조업이 회복되면서 하반기 실업률은 완만하게 하락하는 흐름을 예상한다.

가계 체감경기도 양호

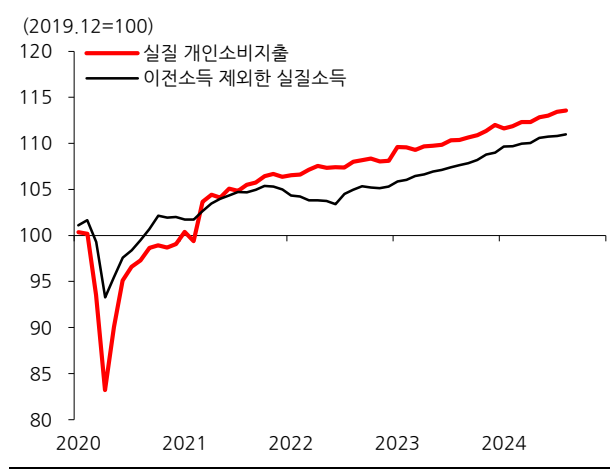
가계 체감경기도 양호하다. 고용지표가 후행적이기 때문에 현재 경제상황을 제대로 반영하지 못한다는 우려가 있다. 이를 보완하기 위해서 가계 체감경기를 반영하는 지표를 활용할 수 있는데, 해당 지표들도 가계 상황이 나쁘지 않음을 시사한다. 노동시장과 고용 상황을 보다 더 잘 반영하는 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수와 미시간대 소비자심리 지수의 격차는 경기 침체 당시에 축소 또는 역전되는데, 지금은 그렇지 않다[그림9]. 인구조사국의 Household Pulse Survey에 따르면, 일상 소비에 어려움을 겪는다는 응답 비율도 지난해보다 낮다[그림10].

[그림5] 침체 직전과 달리 영구 실업자 비중 낮음



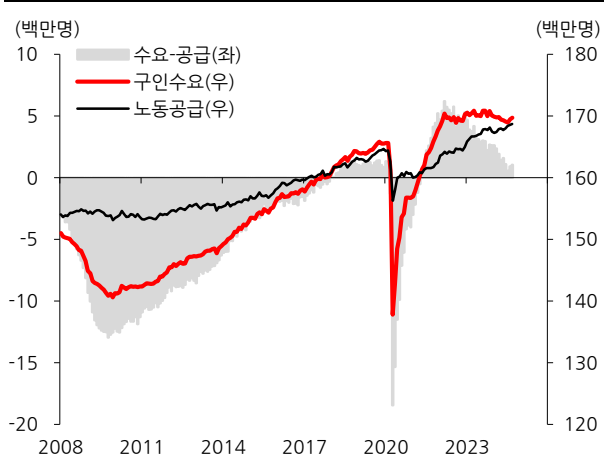
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 소비와 소득이 완만하게 늘고 있음



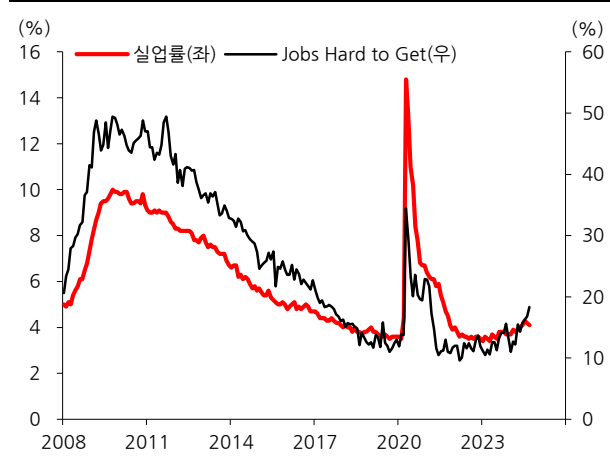
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 노동시장 초과수요 연말 전후로 해소될 전망



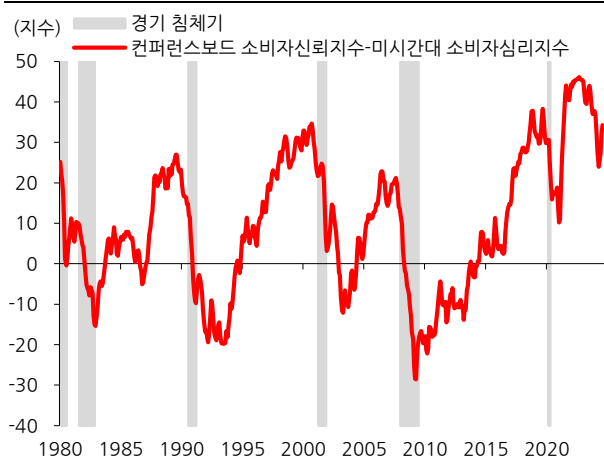
주: 구인수요는 취업자수+구인건수, 노동공급은 경제활동인구
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 구직 난이도가 점차 높아지고 있음



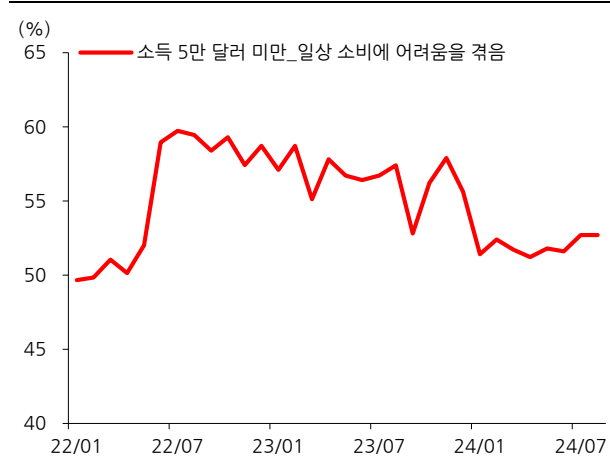
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, The Conference Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 소비심리지수는 양호한 고용 상황을 반영



자료: The Conference Board, University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 일상 소비에 어려움을 겪는 저소득층도 감소

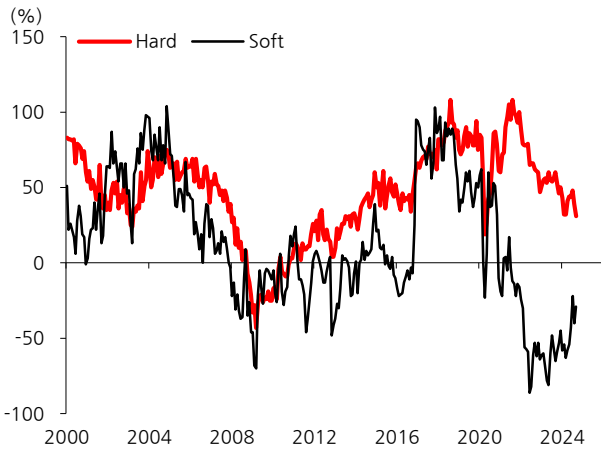


자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국, 침체를 피하는 방법 ② 움직이는 기업

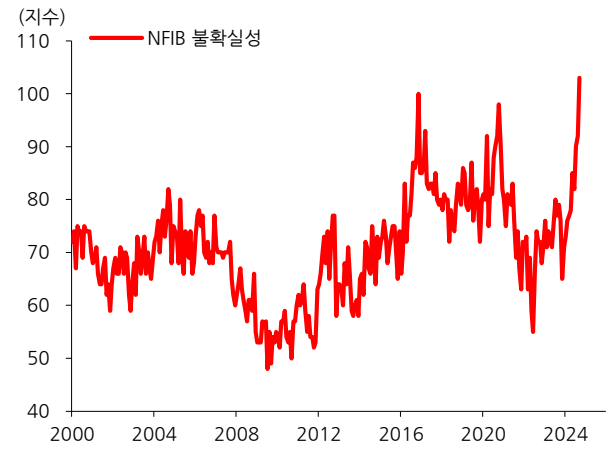
회복이 더딘 제조업	미국 제조업은 상대적으로 회복이 더디다. 소비 둔화와 재고조정 여파도 있겠지만, 기업들의 보수적인 움직임이 핵심이라고 생각한다. 기업들은 여력이 없어서라기 보다는 확신이 부족해서 소극적으로 대응하고 있다.
불확실성이 높아 보수적으로 대응하는 중	NFIB 소기업 낙관지수(Small Business Optimism index)를 보면, 체감경기가 더 악화되고 있진 않지만 항목별 격차가 뚜렷하다. 실적과 채용 및 투자 계획 관련 지수는 하락하는 반면, 업황, 매출, 금융여건 전망 지수는 반등하고 있다[그림11]. 지금은 보수적이지만, 앞으로는 여건이 나아질 것으로 보고 있음을 시사한다. 현재 상황이 좋지 않거나 여력이 없어서가 아니라 불확실성 때문에 계획을 미루고 있을 가능성이 높다. 채용, 투자, 실적 등이 불확실하다는 응답도 사상 최고 수준이다[그림12].
연말부터는 체감경기 개선될 전망	불확실성이 완화되면 기업들이 보다 더 적극적으로 활동할 수 있는데, 연말부터는 상황이 나아질 것으로 예상된다. NFIB 코멘트와 같이 대선이 불확실성의 상당부분을 차지하고 있고, 기업들이 가장 큰 문제로 지적한 인플레이션(비용 증가)은 물가 상승세 둔화, 금융환경은 연준 금리 인하로 부담이 줄어들 수 있기 때문이다[그림13,14]. 연말 기업 체감경기 개선은 내년 생산 및 투자 회복으로 나타날 것으로 기대한다.
재고 부담 크지 않음	실제 재고 부담도 크지 않다. 실질 소매재고(자동차 제외)는 2022년 하반기부터 감소해 추세를 하회하다가 반등 중이다[그림15]. 명목 재고도 감소 흐름을 지속하다가 최근 증가 전환했다[그림16]. 소비 둔화와 할인 판매를 감안하면, 아직 재고 소진이 진행되고 있지만, 재고조정에 따른 경기 하방 압력은 크지 않을 것이다. 성장이 약해질 때는 재고도 감소 또는 증가 폭이 축소되고, 재고 축적은 경기가 저점을 통과한 후 시차를 두고 진행됐다. 제조업은 내년 2/4분기 전후 본격적인 회복이 나타날 전망이다.

[그림11] 현재는 보수적인 대응, 전망은 점차 개선



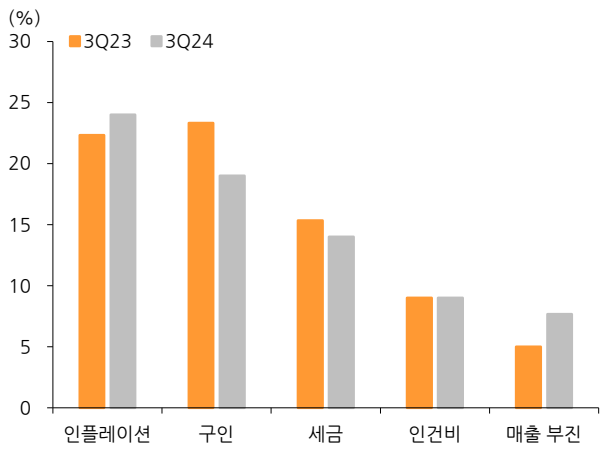
주: Hard는 실적 및 재고, 채용, CapEx 계획, Soft는 업황, 매출, 금융환경에 대한 기대
 자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 불확실성 지수는 사상 최고 수준



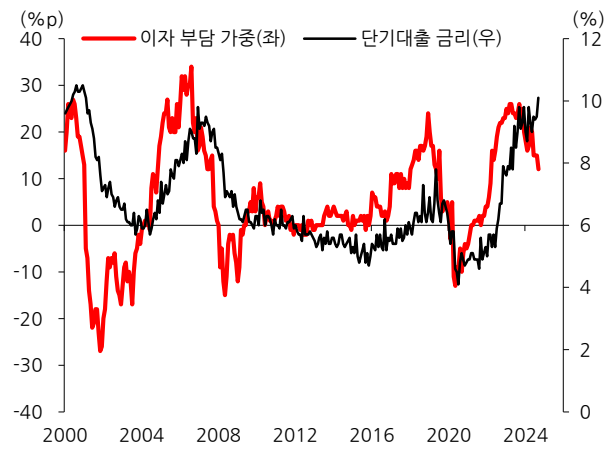
주: 고용, CapEx, 매출, 실적, 금융상황, 판매가격에 대해 모르겠다거나 불확실하다는 응답
 자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 가장 큰 걱정인 비용 부담은 올해보다 줄어들 것



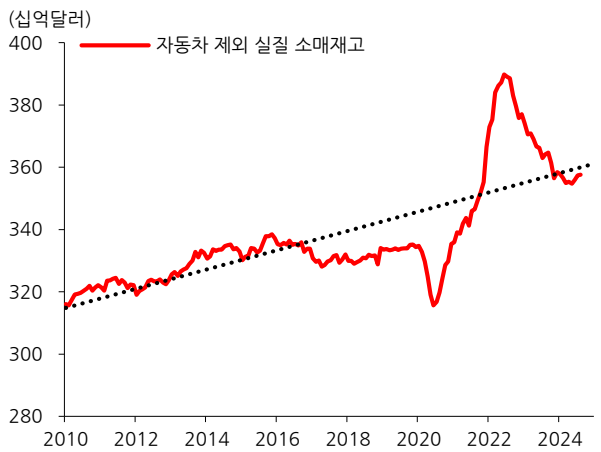
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 통화완화로 금융여건 개선 가능



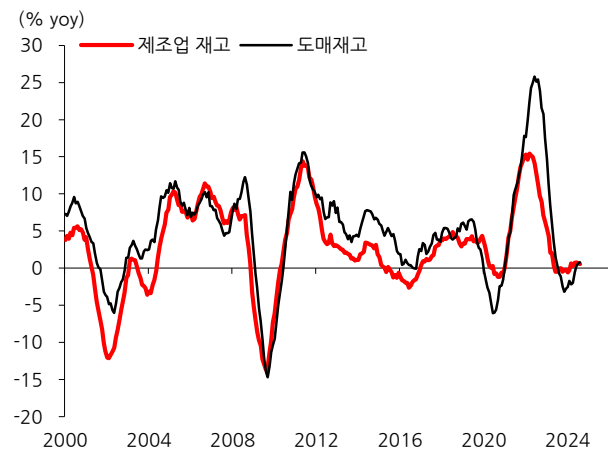
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 실질 소매재고는 추세를 하회



주: 명목 재고를 최종 소비자 PPI로 할인. 기준연도는 2010년
 자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 명목 재고 증가율 증가 전환

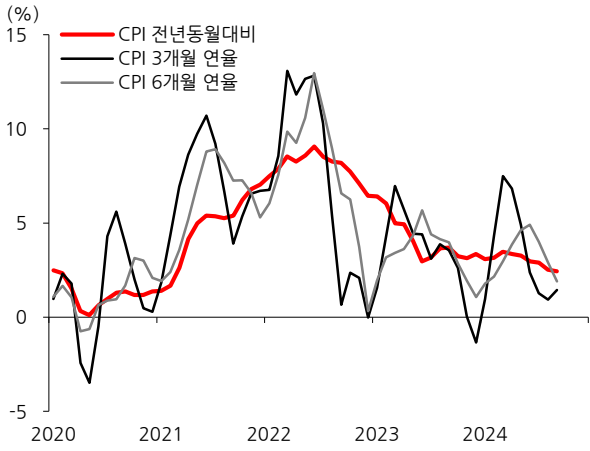


자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국, 침체를 피하는 방법 ③ 에너지 가격 안정

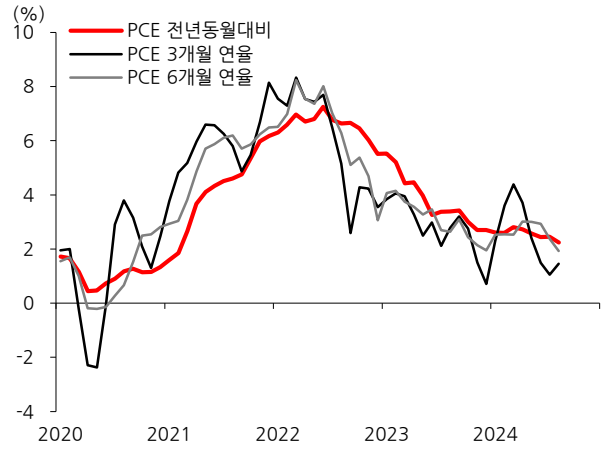
<p>물가 안정의 핵심은 에너지 가격</p>	<p>에너지 가격이 급등하지 않는다면 물가 안정 기조는 유지될 수 있다. 물가가 2% 목표에 도달하기 위해서는 서비스물가가 중요하지만, 물가 안정은 에너지 가격에 달려있다. 국제유가 상단이 제한된다면, 인플레이션이 금리 인하에 걸림돌로 작용할 가능성은 낮다고 생각한다.</p>
<p>유가 80달러 내외라면 물가 상승 압력 제한</p>	<p>국제유가가 추세적으로 80달러를 상회하지 않는다면, 에너지 물가 상승 압력은 제한될 것이다. 2022년 하반기부터 물가가 본격적으로 둔화됐는데, 당시는 국제유가가 정점을 지나 하락했던 시기이기도 하다[그림19]. 국제유가(WTI)는 2022년 95달러에서 지난해와 올해 75~80달러 수준으로 하락하면서 물가 상승세도 약해졌다[그림20]. 내년에 글로벌 원유 수요가 급증하거나 중동 분쟁이 최악의 시나리오로 흘러갈 것 같진 않다. 따라서 물가가 다시 강해질 가능성도 낮다.</p>
<p>물가 2%대 머문다면 연준 정책 정상화 지속</p>	<p>물가가 2%에 도달하기까지는 시간이 더 필요하다. 서비스물가의 하방 경직성 때문이다[그림21,22]. 지난 9월 연준이 제시한 내년 4/4분기 PCE 물가와 Core PCE 물가의 median은 각각 2.1%, 2.2%이고, range는 2.1~2.5%이다. 내년 물가가 목표에 도달하기는 어렵다고 보는 것이다. 중요한 것은 이를 토대로 내년 100bp 인하(4Q24 4.50% → 4Q25 3.50%)를 시사했다는 점이다. 물가가 2%대에 머물러 있다면, 연준의 정책 정상화는 지속될 것이다.</p>

[그림17] 물가 둔화 흐름이 강해지고 있음



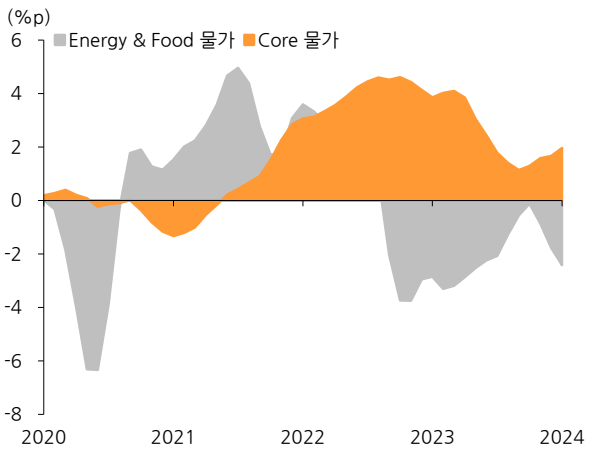
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] PCE 물가의 3개월, 6개월 연율 상승률은 2% 하회



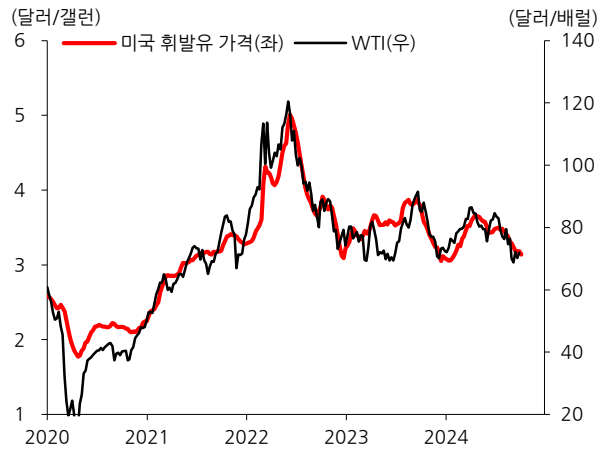
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 에너지와 식료품 가격 하락이 물가둔화를 주도



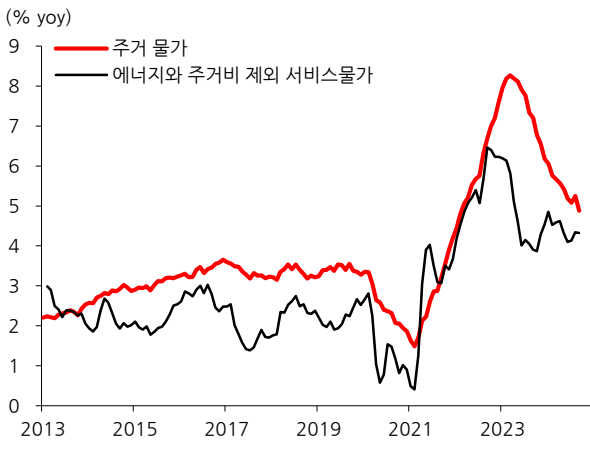
주: 2019년 12월 대비 격차
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 유가가 80 달러 내외에 머문다면 물가 부담 크지 않을 것



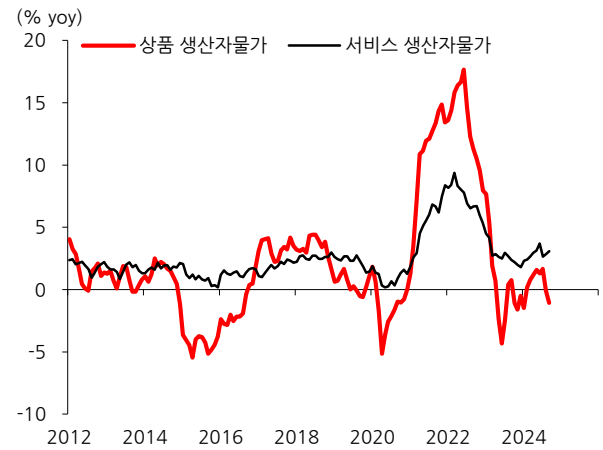
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 서비스물가 상승세 둔화는 더딤



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

[그림22] PPI도 상품과 서비스 흐름 차별화



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

3. 한국, 조연들의 활약 ① 수출: 반도체 비중 축소

2025년 한국
내수 반등, 수출 둔화

2025년 한국 경제성장률은 2.0%로 전망한다. 내수가 다소 반등하겠지만, 수출 모멘텀이 약해질 것으로 보기 때문이다. 수출(통관기준)은 올해 9% 증가, 내년 6% 내외 증가를 예상한다.

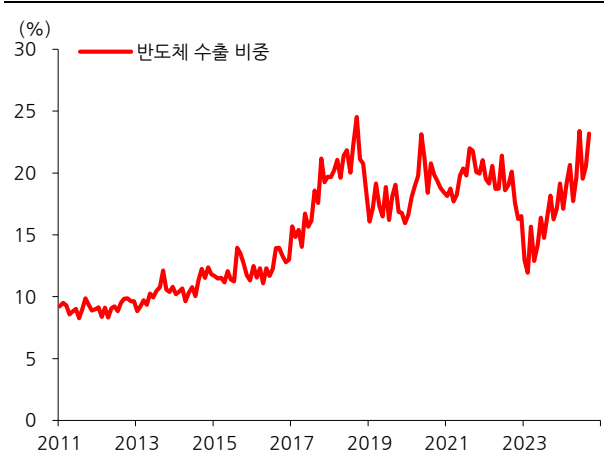
수출 모멘텀 둔화

수출 모멘텀 둔화는 반도체가 주도할 전망이다. 지난달 반도체 일평균 수출액이 역대 최고치를 기록했지만, P(수출단가)의 추가 상승이 제한될 가능성이 높다[그림23,24]. 메모리반도체 수출단가가 코로나 이후 최고수준에 근접한 데다, 중국 기업들과의 경쟁이 심화되고 있어 점유율을 지켜내기 위한 마진을 하락에 직면할 수 있다[그림25,26]. 단가 하락 가능성과 기저효과를 감안하면, 반도체 수출 증가세 둔화가 유력하다.

반도체 이외 수출 주목

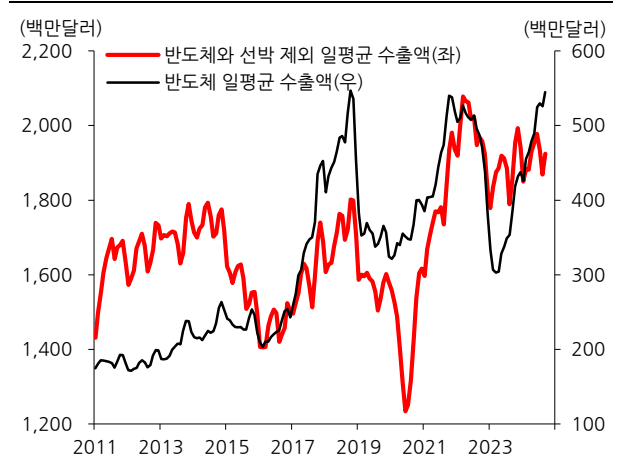
반도체 수출 증가율이 하락하는 가운데, 무선통신기기와 OLED 같은 여타 IT와 화장품, 헬스케어의 흐름은 양호하다[그림27,30]. 화학, 철강 등 소재는 아직 과거 수준에 미치지 못하는 못하지만, 최근 수출이 가파르게 회복되고 있다[그림29]. 이들 품목이 반도체 모멘텀 둔화를 메워줄 것으로 기대한다. 전체적인 수출의 흐름은 글로벌 제조업 회복세가 강해질 하반기에 상대적으로 양호할 전망이다. 증가율은 2/4분기를 저점으로 반등할 가능성이 높다.

[그림23] 반도체 수출 비중 역대 최고 수준 근접



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

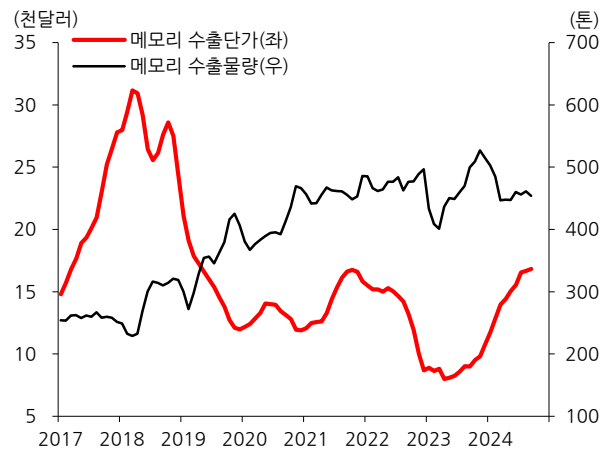
[그림24] 반도체 이외 수출 회복이 상대적으로 더딤



주: 3개월 이동평균

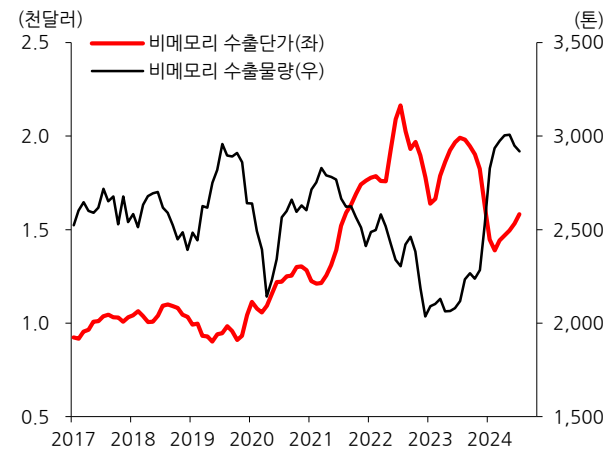
자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 메모리반도체 수출단가 상승여력 제한될 가능성



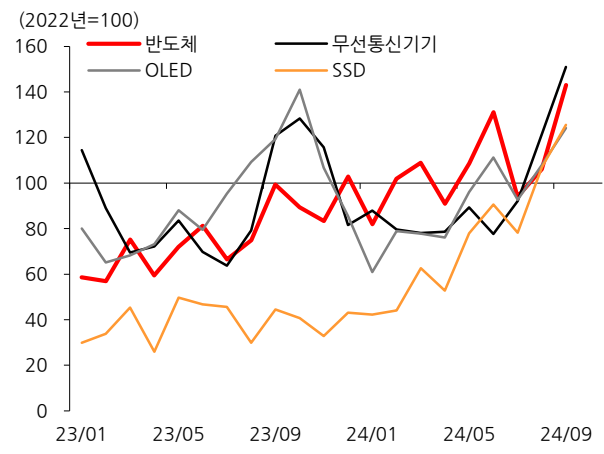
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 비메모리반도체 단가도 과거보다 낮음



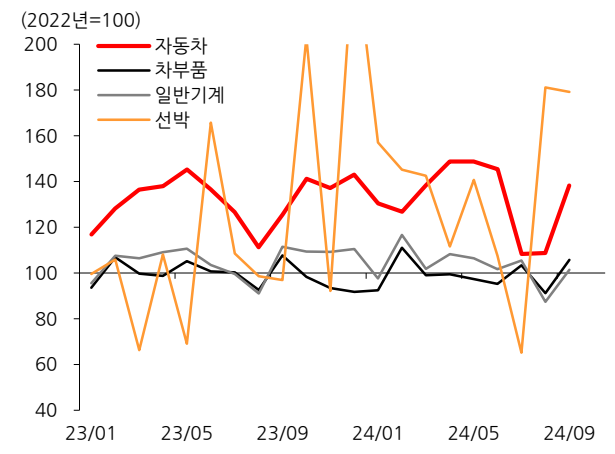
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 전반적으로 강한 IT



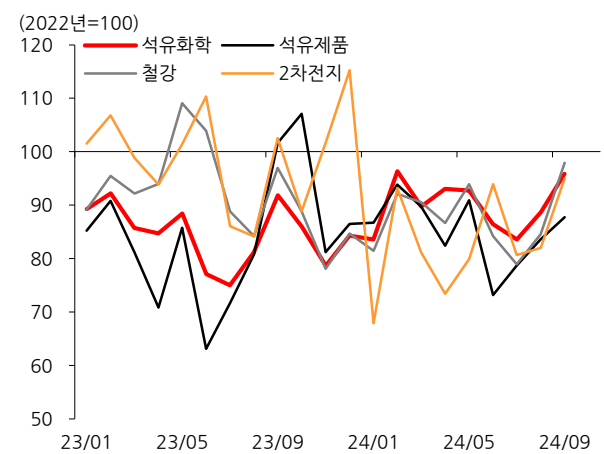
주: 일평균 수출액 기준
자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 자동차 양호하지만 이전 고점 돌파 여부 불투명



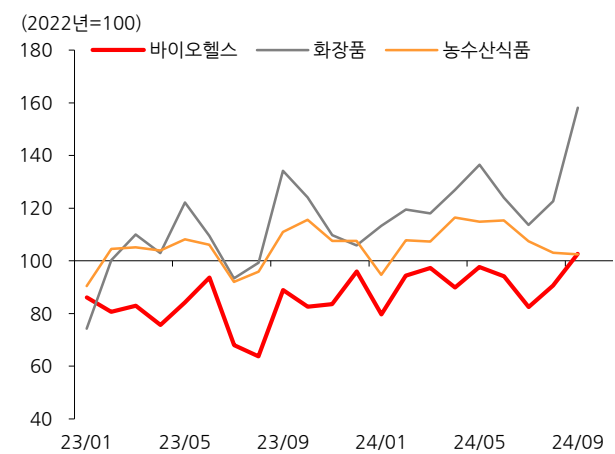
주: 일평균 수출액 기준
자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 회복세가 강해지고 있는 소재



주: 일평균 수출액 기준
자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 강한 화장품, 올라오는 헬스케어



주: 일평균 수출액 기준
자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

3. 한국, 조연들의 활약 ② 투자보다는 소비

소비 올해보다 강할 것

내년 국내 소비는 올해보다 강해질 전망이다. 물가 안정이 고정지출 부담 완화로 이어지면서 소비가 반등할 수 있기 때문이다. 한국은행 금리 인하도 소비심리에 우호적인 요인이다. 수출 증가율과 성장기여도는 올해 대비 하락, 소비 증가율 및 성장기여도는 상승하는 흐름을 예상한다[그림31].

물가안정 시 내구재 소비 회복 기대

내구재 소비는 고정지출 부담이 줄어들 때 반등하는 경향이 있는데, 내년 물가는 2% 내외로 하락할 가능성이 높다[그림32]. 주거비와 연료비 안정을 반영한 물가 상승세 둔화는 내구재 소비에 긍정적인 변화이다[그림33]. 가계소비에서 상품소비 비중과 상품소비에서 내구재 지출 비중이 사상 최저 수준에 근접했다는 점도 소비 회복 전망을 뒷받침한다[그림34,35].

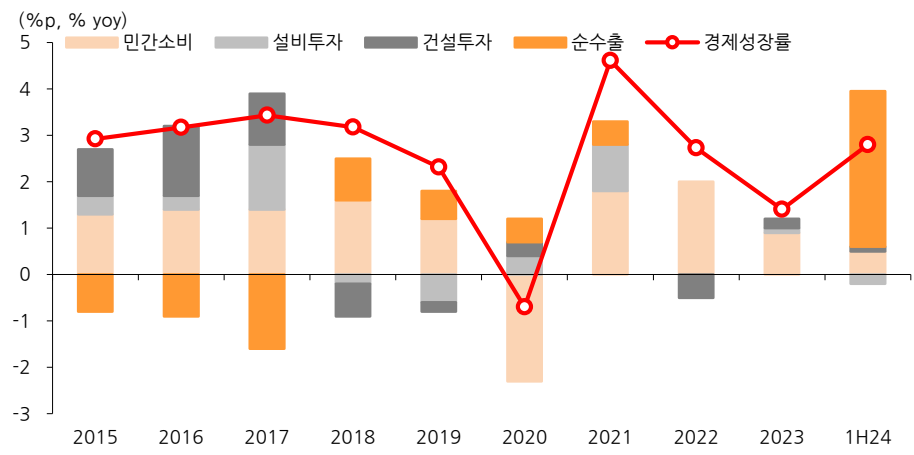
소비 회복 여력 충분

GDP에서 소비가 차지하는 비중도 코로나 당시를 제외하면 가장 낮고(2000년대: 52.5%, 2010년대: 48.8%, 1H24: 46.8%), 가계소비에서 국외소비 비중은 아직 코로나 이전 수준을 하회한다(2019년: 3.8%, 1H24: 3.2%). 가계부채와 가처분소득 흐름을 감안하면, 소비가 가파르게 반등하기는 쉽지 않지만, 소비가 전반적으로 회복될 수 있는 여력은 충분하다.

투자는 상대적으로 부진할 듯

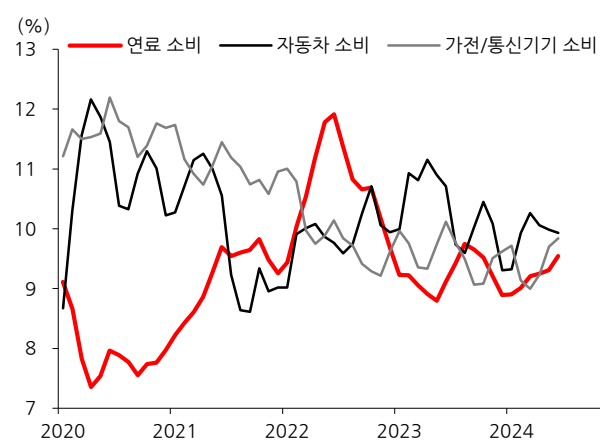
투자는 상대적으로 부진할 가능성이 높다. 설비투자는 업황 불확실성과 실적 부진, 건설투자는 부동산 PF 구조조정과 신규착공 부진이 부담이다. 건물 신/증축 및 기계와 설비 구입 등을 목적으로 하는 시설자금 대출 증가 폭이 확대되고 있고, GDP 대비 투자 비중도 낮은 수준이기 때문에 설비투자는 소폭 늘어날 것으로 기대한다(성장기여도 상승). 반면, 건설투자는 성장에 마이너스 기여할 가능성이 높다[그림36,37].

[그림31] 내년에는 수출 성장기여도 하락, 소비 성장기여도 상승 예상



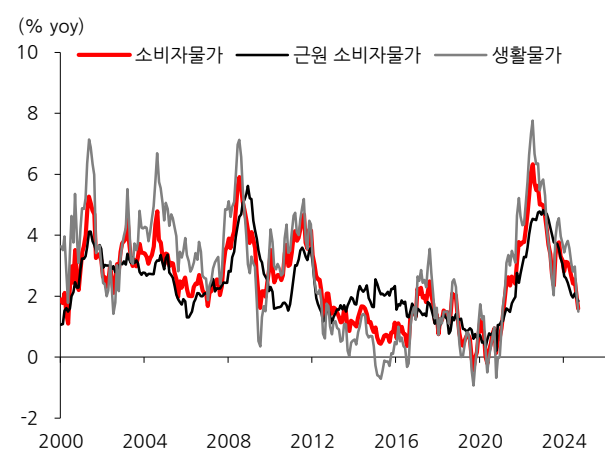
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 연료비와 같은 고정지출 부담 줄면, 내구재 지출 확대



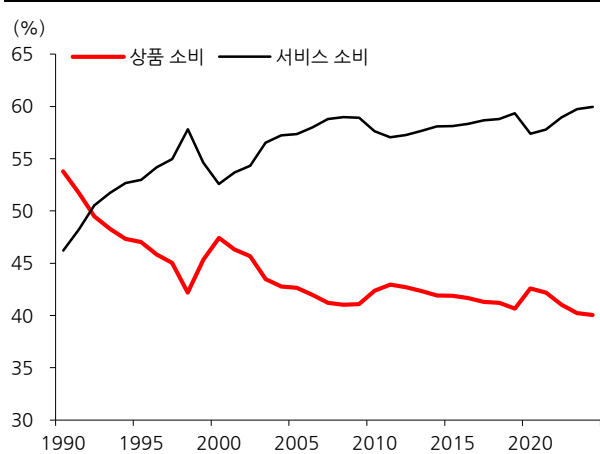
주: 소매판매액에서 차지하는 비중
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 물가 상승세는 가파르게 둔화되고 있음



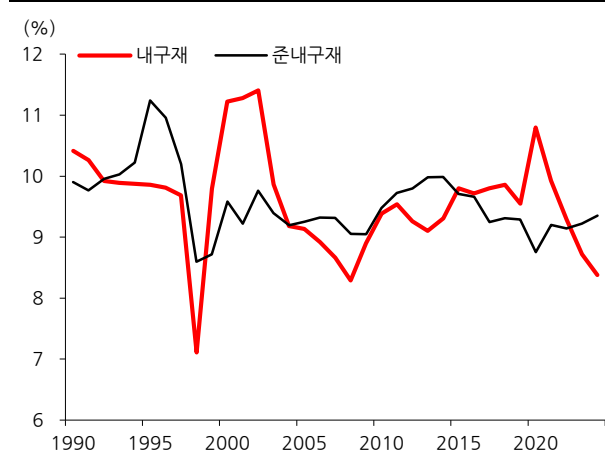
주: 생활물가는 식료품과 같이 구입빈도 높고 지출비중 높아 가격변동에 민감한 품목 포함
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 가계소비에서 상품소비 비중 지속적으로 하락



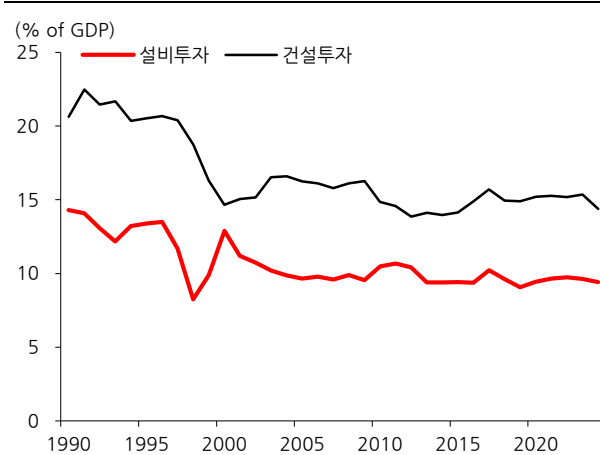
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 내구재 소비 비중은 경기 침체 당시 수준에 근접



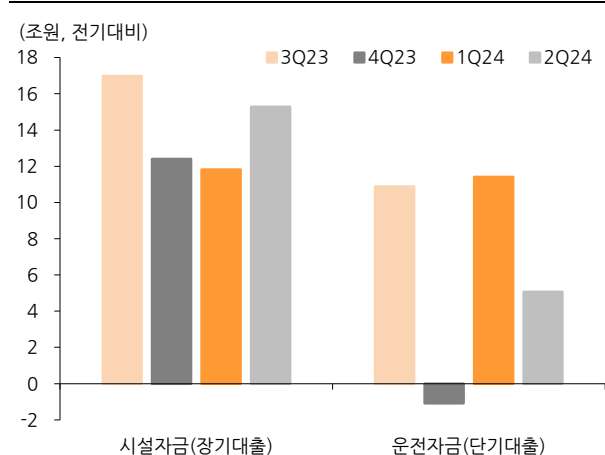
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] GDP 대비 투자 비중 하락



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 기계나 설비 구입 목적의 자금 대출은 늘고 있음

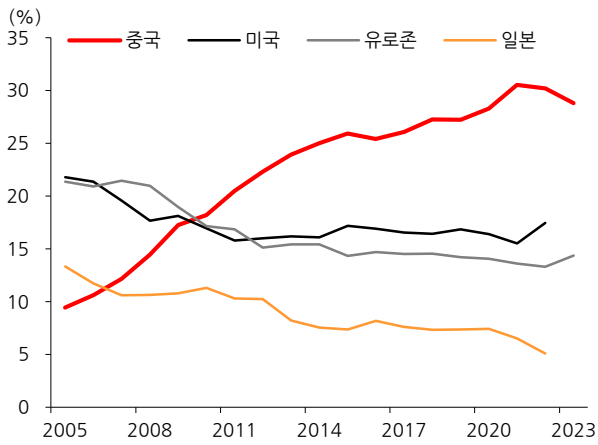


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

4. 중국, 긍정론 vs. 부정론 ① 제조업 경쟁력

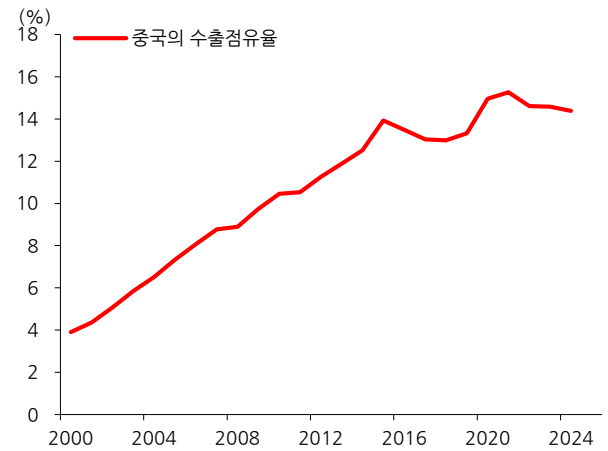
중국 연착륙 전망	중국 경기에 대해서는 상반된 전망이 존재하는데, 필자는 당분간 연착륙이 이어질 가능성이 더 높다고 본다. 제조업 경쟁력을 토대로 구조적인 문제에 대응할 시간을 확보하고 있기 때문이다. 2025년 중국 경제성장률은 4.5%를 전망한다.
글로벌 제조업 중국 영향력 여건	미국과 중국의 무역분쟁이 장기화되고 있지만, 글로벌 제조업에서 중국의 영향력은 여전히 전하다. 지난해 중국은 전세계 제조업 부가가치의 28.8%를 창출했다[그림38]. 2021~22년과 비교하면 낮지만, 무역분쟁이 본격화됐을 당시보다 높다. 중국의 수출점유율이 꾸준히 반등하고 있다는 점도 양호한 수요를 반영한다[그림39]. 중국은 대미국 수출 부진을 신흥국과 유럽 수출로 만회하고 있다.
친환경 제조업 경쟁력	특히 중국은 첨단 제조업, 그 중에서도 친환경 관련 경쟁력이 강하다. 2차전지와 태양광 패널 수출시장 점유율은 거의 50%에 달하고, 전기차 수출도 가파르게 증가해 올해 상반기에는 유로존 전기차 수출액을 넘어섰다[그림40~42]. 대규모 보조금을 지급하고 단가를 낮추는 등 내수 부진을 수출 밀어내기로 해소하려 한다는 지적이 있지만, 중국의 2차전지와 전기차 수출단가는 꾸준히 상승하고 있다. 수출점유율 확대가 단순히 낮은 가격 때문이 아니라는 의미이다.
제조업 투자 지속 전망	중국은 제조업 주도권을 유지하기 위한 투자를 지속하고 있다. 인프라와 부동산 투자는 부진하지만, 제조업 투자는 강하다[그림43]. 특히 컴퓨터/전자와 같은 첨단 제조업 투자 증가율이 상대적으로 높다. 미국과 유럽의 견제 영향을 최소화하고 기술을 확보하기 위한 투자는 양호한 대외수요를 바탕으로 지속될 전망이며, 이것이 중국 경기 하방을 지지하는 요인으로 작용할 수 있다.

[그림38] 글로벌 제조업에서 중국 영향력 여전



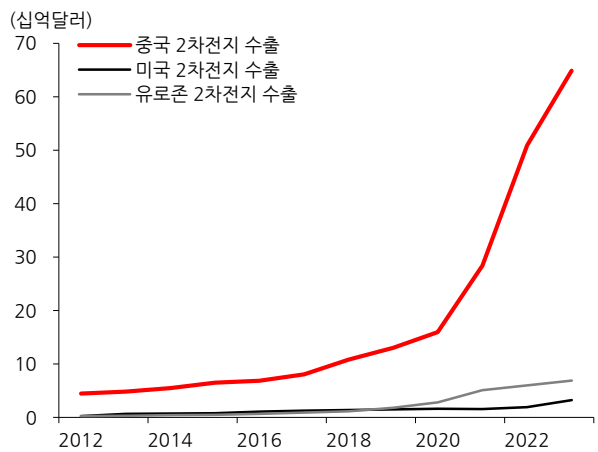
자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 통상 압박에도 중국 수출점유율 반등



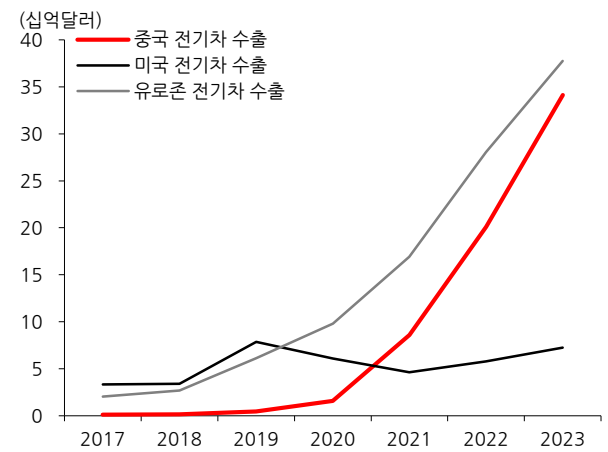
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 중국의 2차전지 수출시장 점유율 45%



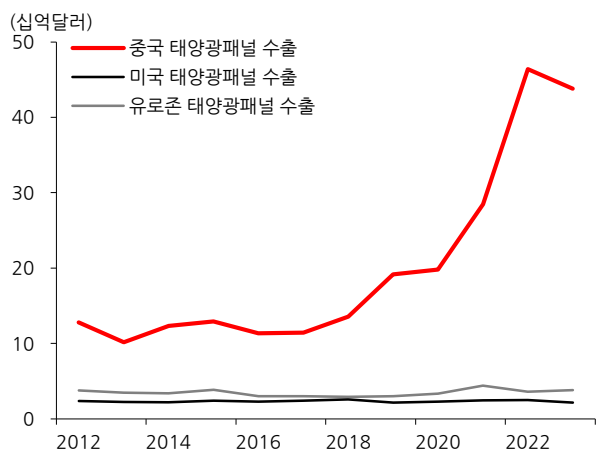
주: 유로존 수출에서 역내 수출은 제외
 자료: 중국 해관총서, 미국 상무부, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 상반기 중국 전기차 수출이 유로존 전기차 수출 상회



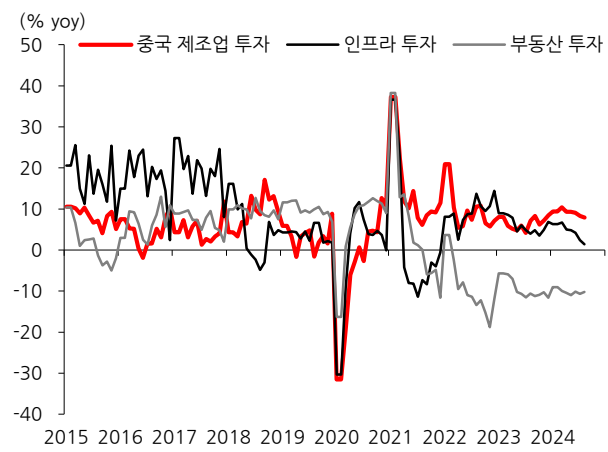
주: 유로존 수출에서 역내 수출은 제외
 자료: 중국 해관총서, 미국 상무부, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 중국의 태양광패널 수출시장 점유율 50%



주: 유로존 수출에서 역내 수출은 제외
 자료: 중국 해관총서, 미국 상무부, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 제조업 투자만큼은 강화하고 있음

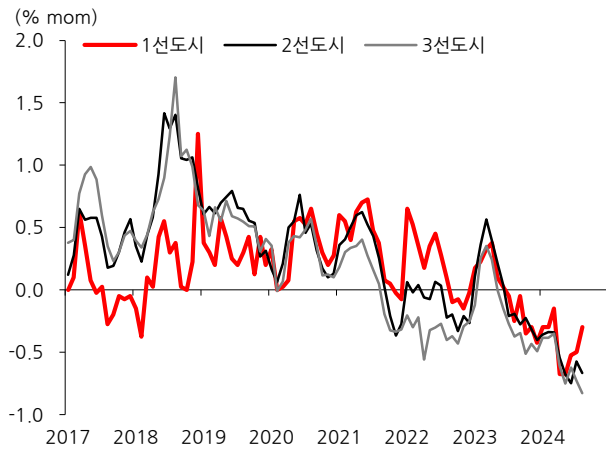


자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

4. 중국, 긍정론 vs. 부정론 ② 시간 싸움

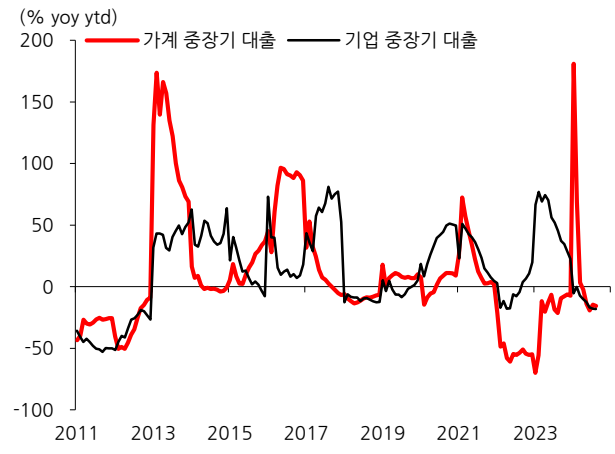
내수 강화에 집중할 필요	중국은 제조업으로 확보한 시간을 내수 강화에 집중해야 한다. 안정적인 성장을 위해서는 내수 회복이 필요한 데다, GDP 대비 투자 비중이 커서 투자 확대를 통한 성장은 한계가 있기 때문이다. 다만, 내수 강화를 위해서는 구조적인 변화가 필요한데 이것을 단기간 내 달성하기는 어렵다.
부동산 경기 불황 부담	가장 큰 부담은 부동산 경기 불황이다. 부동산 부진이 장기화되면서 가계 구매력과 지방정부의 정책여력이 약화됐다. 2선 이하 도시 주택가격의 하락은 공급과잉을, 주택거래 감소는 수요 부진을, 가계 중장기 대출 감소는 구매력 부진을 시사한다[그림44,45]. 최근 정부가 대응하기 시작했으나 유의미한 효과가 있을지, 그 효과가 언제쯤 나타날지 불확실하다.
1조 위안 이상의 추가 재정지출 필요	최근 재정정책에 대한 기대가 높아지고 있는데, 연말까지 적어도 1조 위안 이상의 지출이 더해져야 실물경기 회복을 확신할 수 있을 것이다. 올해 1~8월 재정지출은 2022년 같은 기간보다는 1.6조 위안, 지난해보다는 0.7조 위안 적다[그림46]. 조만간 발표될 추가 재정지출 규모가 1조 위안 이상은 돼야 효과를 기대할 수 있다고 본다. 1조 위안 이상의 특별국채가 발행된다면, 광의의 재정적자율이 8%를 넘어서면서 코로나 당시 수준에 근접할 전망이다[그림47].
확장재정 지속 여부 중요	정책당국은 재정지출 확대를 비롯한 적극적인 대응이 더해져야 한다는 인식을 가지고 있다. 이러한 스탠스가 올해뿐만 아니라 앞으로도 유지되는지 여부가 중요하다. 만약 내년에 재정적자 목표(현재 3%)를 상향조정하고, 광의의 재정적자율이 10%에 근접하는 수준의 대응이 현실화된다면, 중국의 성장은 예상보다 강해질 수 있다.

[그림44] 2선 및 3선도시 신규주택 가격 하락세 강화



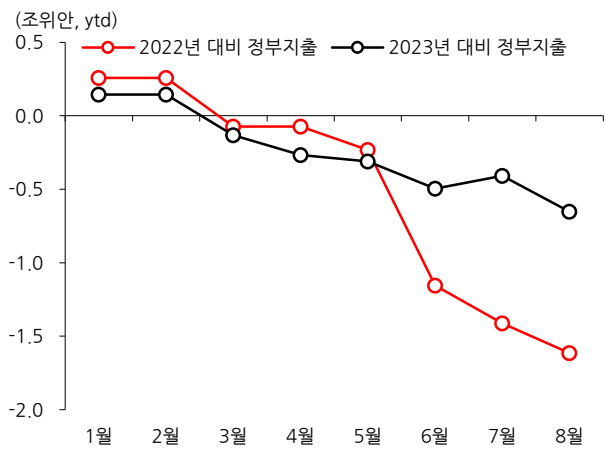
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 가계 및 기업 중장기 대출 감소세 지속



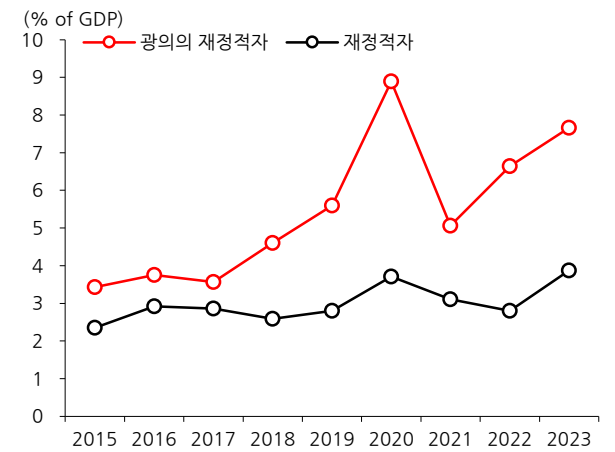
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 지난 2년 대비 재정정책 강도 약함



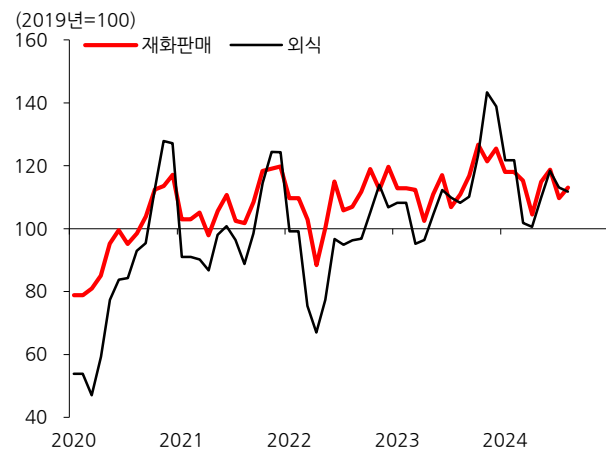
주: 중앙정부와 지방정부 재정지출과 기금지출 합계
 자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 특별국채 발행 시 광의의 재정적자율 코로나 수준 근접



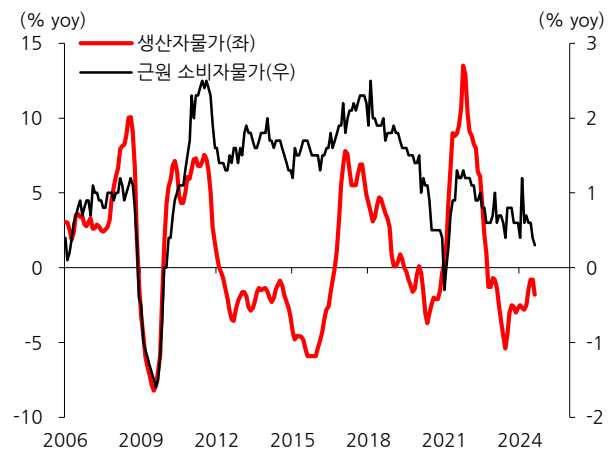
주: 광의의 재정적자는 일반공공예산에 정부기금과 지방정부 특별국채를 포함
 자료: Ministry of Finance, National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 올해 소비 부진 지속



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 수요 회복에 따른 물가 반등 확인 필요

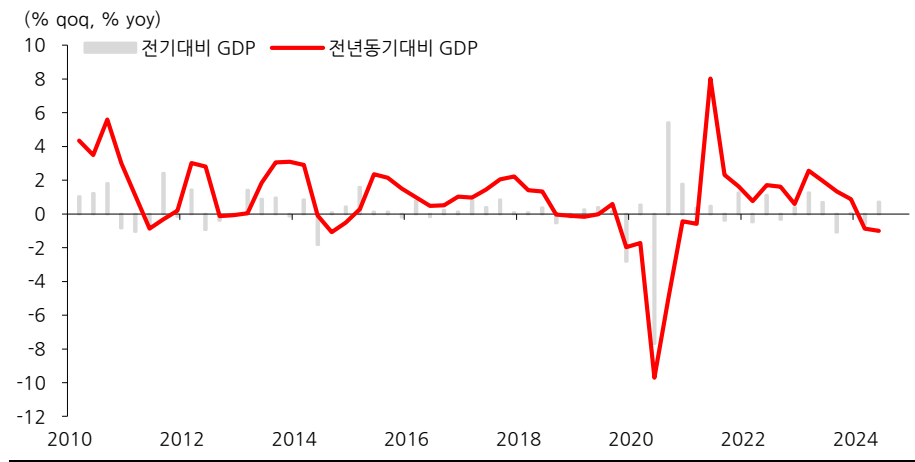


자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

5. 일본, 2% 부족한 성장

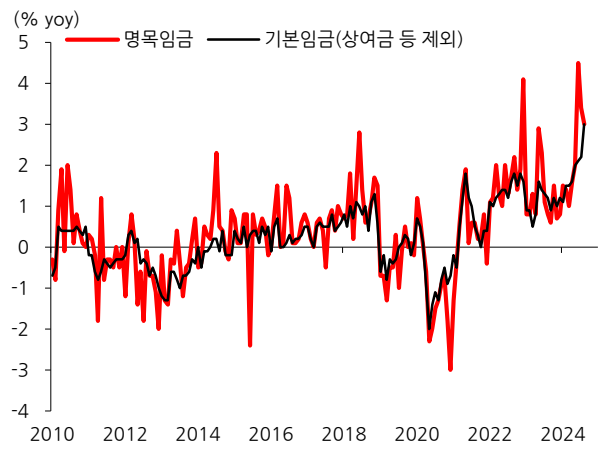
기대에 미치지 못하는 성장	일본 경제는 완만하게 성장할 전망이다. 다만, 회복세가 당국 기대에 미치지 않는 듯 보인다. 가계 구매력이 어느정도 개선되고 있지만, 수요가 여전히 약하다. 물가와 인건비, 금리 등 기업의 부담이 늘어나며 제조업 업황도 크게 개선되기 어려워 보인다.
소득은 늘었으나 내수는 여전히 불확실	일본 내수 회복에는 다소 시간이 필요할 것이다. 2/4분기 실질 가처분소득은 전년동기 대비 3.7% 늘었지만, 저축률이 반등하며 실질적인 지출로 이어지지 않았다[그림 52~54]. 가계는 불확실성을 우려해 사치재 소비를 줄이고 있고 내구재 구매의향도 강하지 않다[그림 55,56]. 8월 소매판매는 전년동월대비 3.1% 증가했는데, 강한 내수보다는 상품물가 반등(P) 효과가 반영됐을 가능성이 높다. 구매력 개선은 분명 수요 회복 요인이지만 내수가 단기간에 개선될 지는 불확실하다.
제조업 업황 개선 기대도 강하지 않음	제조업도 크게 강해질 것이라 보기 어렵다. 8월 광공업 생산은 전년동월대비 4.9% 줄었고, 9월 공작기계수주도 재차 감소 폭이 확대됐다. 제조업 재고 사이클 또한 회복이 더디기 때문에 제조업 경기가 탄력적으로 반등하기는 쉽지 않다[그림 61,62]. 수출도 2/4분기부터 모멘텀이 약해져 9월에는 감소 전환했다. 내년 하반기 미국과 중국 제조업 반등에 따른 양호한 대외수요를 기대할 수 있겠지만, 수출단가 둔화와 물량 감소세를 감안하면 당분간 수출이 경기를 강하게 이끌기는 어렵다.
내년 금리 인상은 최대 2회	내각부는 제조업 경상이익이 전년대비 5.2% 감소할 것이라 예상했다(2024 회계연도 기준). 기업들의 가격전가율이 높지 않고 노동생산성 개선세도 뚜렷하지 않아 당분간 물가와 인건비가 기업의 부담으로 이어질 전망이다[그림 59,60]. 향후 2개 분기 내 경기 반등을 예상하는 대기업들의 비중도 크게 늘어나지 않았기 때문에 제조업 업황 개선이 단기간에 빠르게 나타나긴 힘들어 보인다.
	BoJ는 지난 3월부터 물가 및 임금 상승을 확인하며 금리를 인상했다. 다만, 근원 물가 상승 압력이 높지 않고 가계 수요와 기업 실적 상황이 여의치 않다. 최근 이시바 시게루 신임 일본 총리가 추가 금리 인상을 고려할 환경이 아닌 것 같다고 발언한 점 등을 고려하면, 내년 BoJ의 금리 인상은 최대 2회에 그칠 전망이다.

[그림50] 2/4 분기 GDP 는 전기대비 성장했으나 전년동기대비로는 역성장 지속



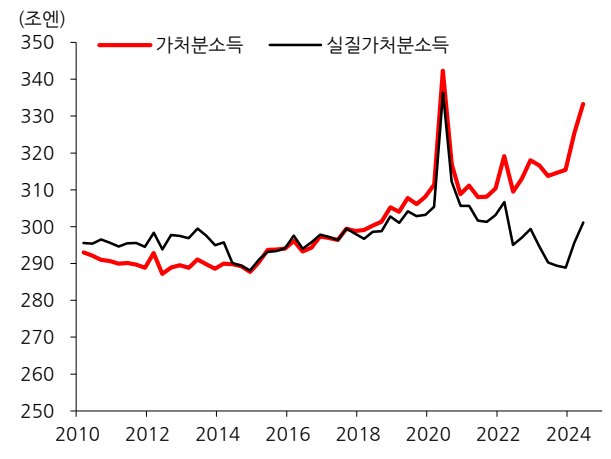
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 기본임금이 어느정도 개선되며



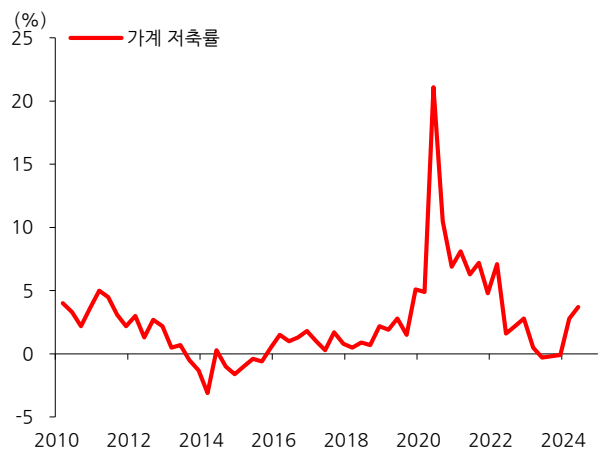
자료: Ministry of Health, Labour and Welfare, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 실질 가처분소득 반등했지만



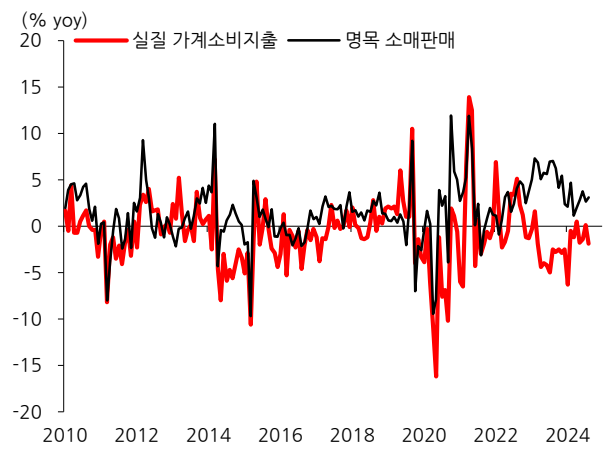
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 늘어난 소득은 대체로 저축으로 돌리고



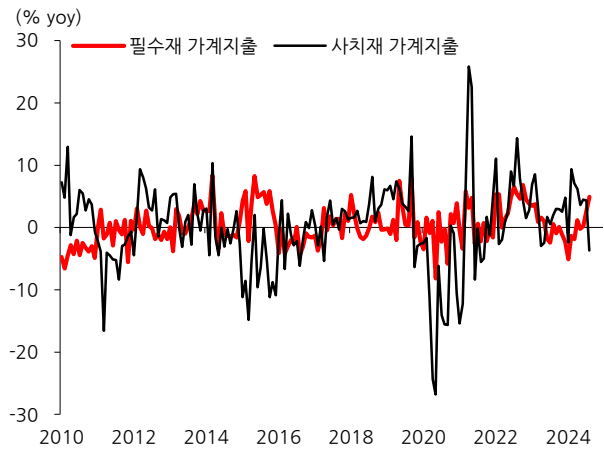
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 지출은 실질적으로 크게 늘리지 않음



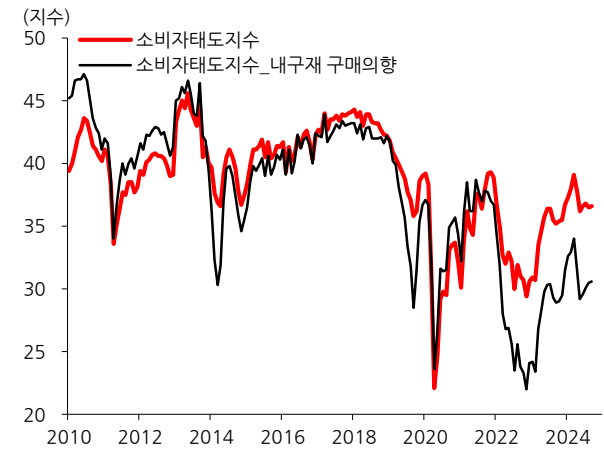
자료: Statistical Bureau, METI, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 필수재 대비 사치재 소비 줄이고



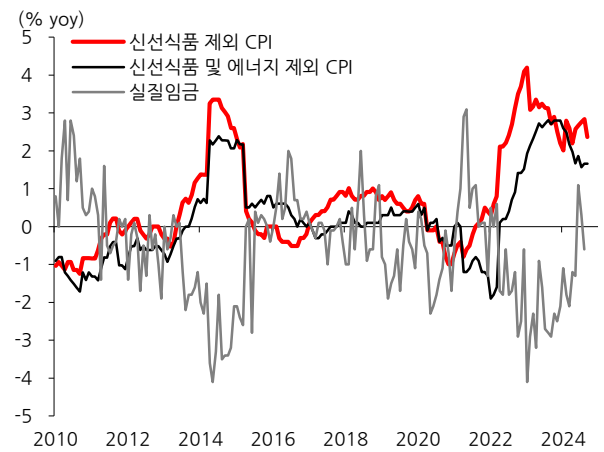
자료: Statistical Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 내구재 구매의향도 비교적 낮음



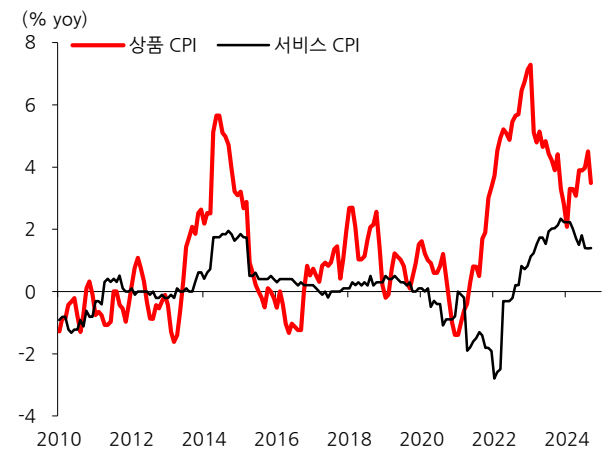
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 근원 물가와 실질임금 상승 압력 높지 않음



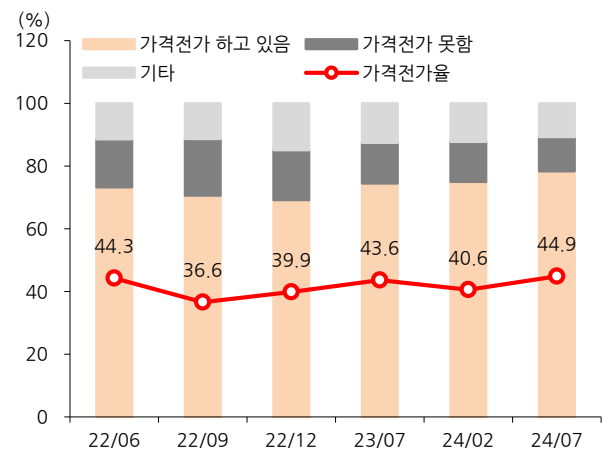
자료: Statistical Bureau, MHLW, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 상품 물가는 반등하고 있지만 서비스 물가는 둔화



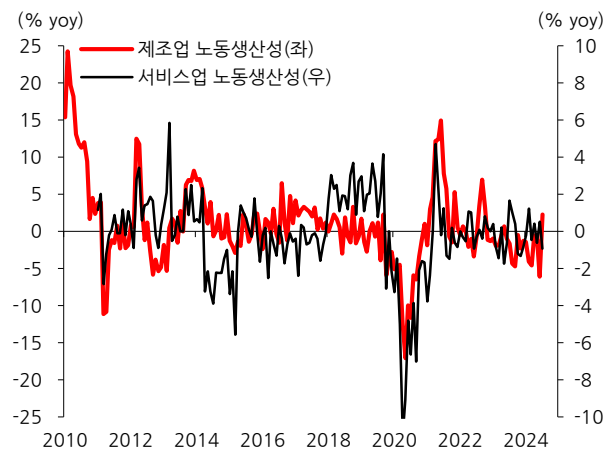
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 기업들의 가격전가율 상승 더뎠



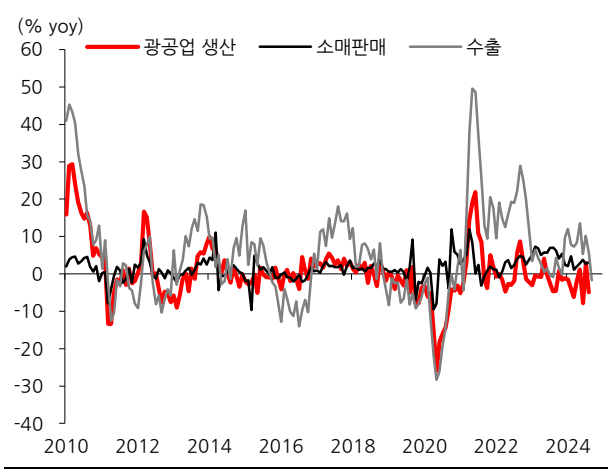
자료: Teikoku Databank, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 노동생산성 개선 추세도 더 지켜볼 필요



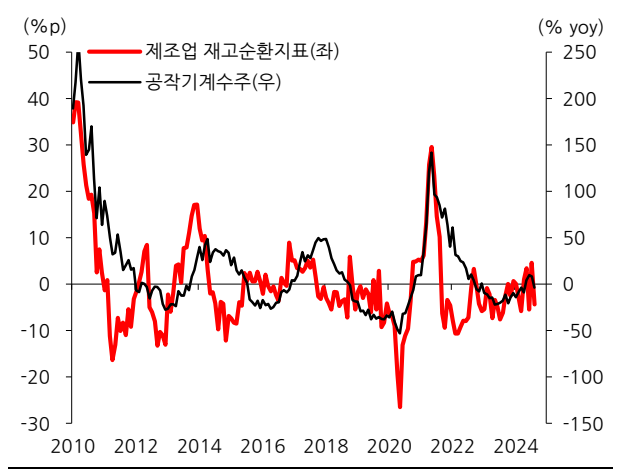
자료: Japan Productivity Center, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 실물지표 대체로 모멘텀 강하지 않고



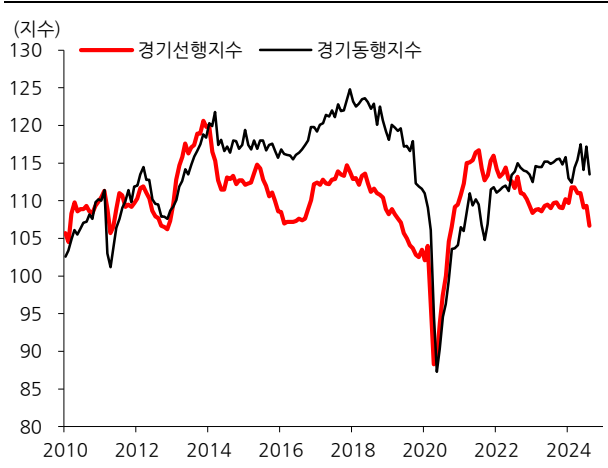
자료: Ministry of Economy, Trade and Industry, Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 제조업 재고 사이클 회복도 더딘 편



주: 재고순환지표(%p)= 출하증감률(%)-재고증감률(%)
자료: METI, Japan Machine Tool Builders' Association, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 선행지수 하락세가 지속되고 있고



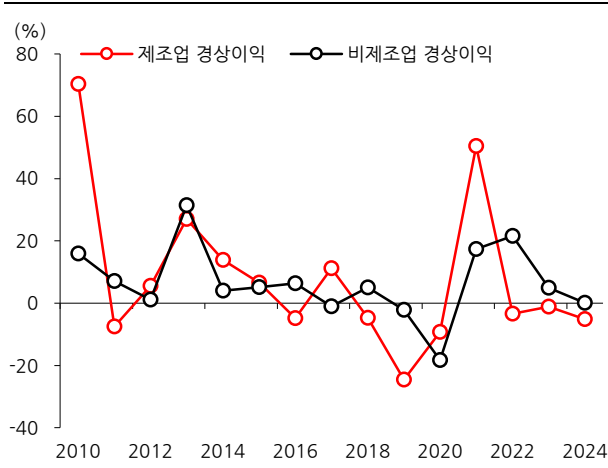
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 기업들의 경기전망도 크게 나아지지 않았음



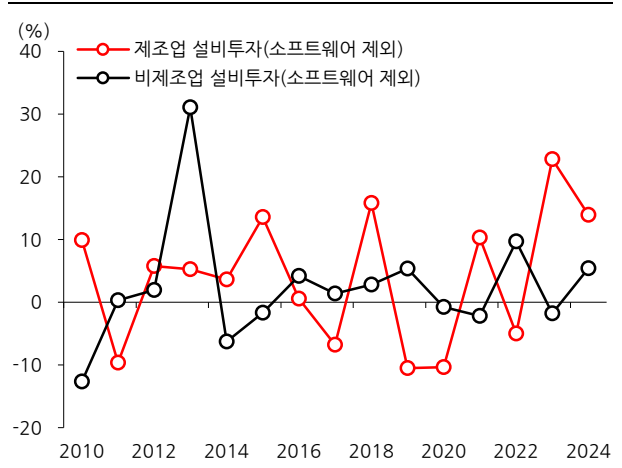
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 제조업 실적 회복 더딤



주: 회계연도 기준, 2024회계연도는 추정치
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 설비투자가 양호한 점은 긍정적

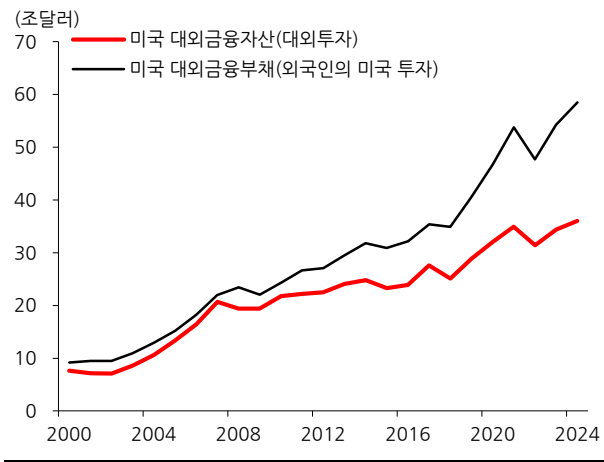


주: 회계연도 기준, 2024회계연도는 추정치
자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

6. 환율 전망 ① 달러화: 여전히 매력

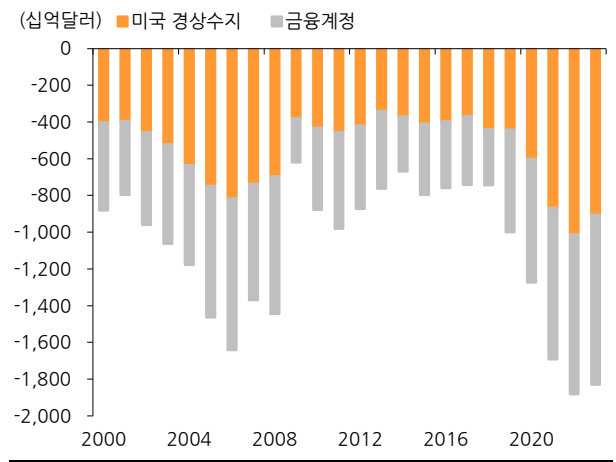
달러화 약세 압력 제한	금리 인하 사이클에서도 달러화 약세 압력은 제한될 전망이다. 정책을 활용한 양호한 성장과 달러화 표시 자산에 대한 수요가 달러화 가치를 지지하는 요인이기 때문이다. 미국이 적극적으로 약달러 정책을 펼치지 않는 이상 달러인덱스가 95를 하회하기는 어려울 것이다.
정책 활용과 양호한 성장	첫째, 미국의 재정지출 확대가 성장으로 이어질 것이라는 전망이 강해지면, 미국으로의 자본 유입이 늘어난다. 재정정책을 적극 활용하기 시작한 트럼프 1기 당시부터 미국의 금융계정 순부채(=해외에서 미국으로 유입되는 달러화)는 증가하고 있고, 대외금융부채(=외국인의 미국 투자) 증가세도 가팔라졌다[그림67,68]. 대신 결과와 관계없이 확장 재정 기조가 유지된다면, 이는 달러화 약세를 제한할 가능성이 높다.
보험성 인하와 관세가 약달러 제한	둘째, 과거 보험성 인하 사이클에서는 금리 인하가 달러화 약세를 야기하진 않았다. 1995년, 1998년, 2019년과 같이 선제적인 인하로 경기 침체를 피했던 사례를 보면, 달러인덱스는 사이클의 초반에 단기 하락 후 반등했다[그림69]. 금리 인하는 일반적으로 약달러 요인이지만, 보험성 인하의 경우 미국 경기 회복과 더불어 오히려 강달러 압력으로 작용했다는 의미이다. 관세 강화도 약달러를 제한할 수 있다. 관세는 교역대상 국가의 수출경쟁력 약화로 이어져 해당 통화 약세 압력을 높이기 때문이다.
약달러 유도 가능성 있음	달러화 약세 압력이 높아지는 유력한 시나리오는 약달러 정책 활용이다. 미국 자산 수요가 강해지면서 약달러 정책 활용에 따른 리스크도 줄었다. 약달러 정책의 잠재적인 리스크는 달러화에 대한 신뢰가 낮아지면서 달러화 자산의 수요가 위축되는 것인데, 그 가능성이 낮아졌다. 미국 정부는 부채 부담을 완화하고, 수출점유율을 확대하기 위해 약달러를 유도할 수 있다.
실질금리 하락 또는 환율보고서가 약달러 시그널	연준이 실질금리 하락을 용인하거나 재무부가 환율보고서를 통한 압박에 나설 경우, 약달러 압력이 높아질 것이다. 금리 인하 폭 확대 또는 일정 수준의 인플레이션 용인에 따른 실질금리 하락은 화폐 보유 매력을 낮추는 요인이고, 환율조작국 지정 위협을 통한 교역국 압박은 해당 국가의 통화 가치 절상을 요구하는 수단이다[그림70,71]. 따라서 이러한 시그널이 나타난다면 약달러를 염두에 둬야 한다.

[그림67] 미국 자산에 대한 수요는 달러화 가치를 뒷받침



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 경상수지 적자(달러 공급) vs. 금융계정 순부채(달러 수요)



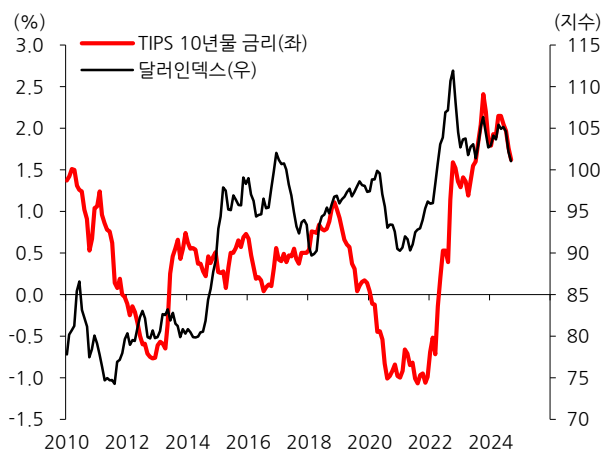
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 보험성 인하 시, 달러인덱스는 일시적 약세 이후 반등



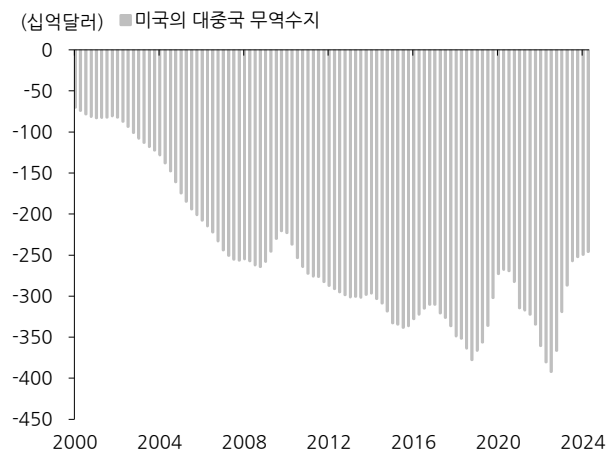
주: 보험성 인하는 1995, 1998, 2019년, 침체 대응 인하는 1989, 2001, 2007년 평균
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 실질금리 하락은 달러화 약세 요인



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 대중국 무역적자가 환율 압박의 명분이 될 수 있음

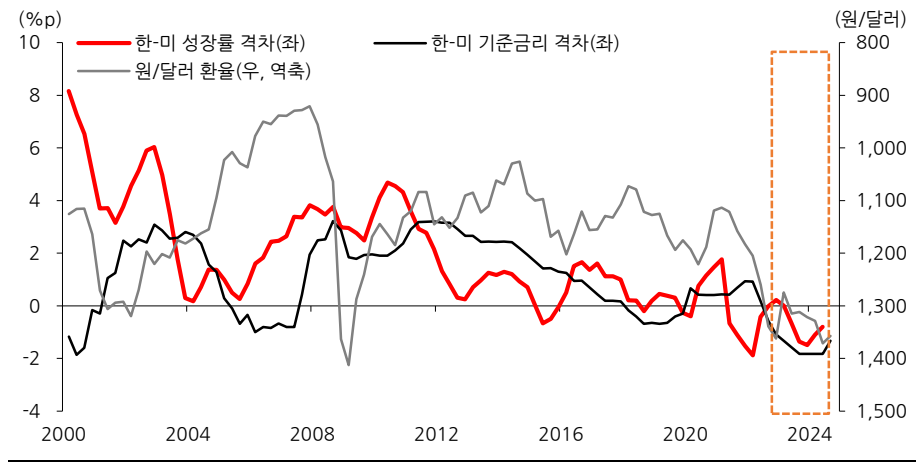


자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

6. 환율 전망 ② 원/달러 환율 하단은 1,270 원

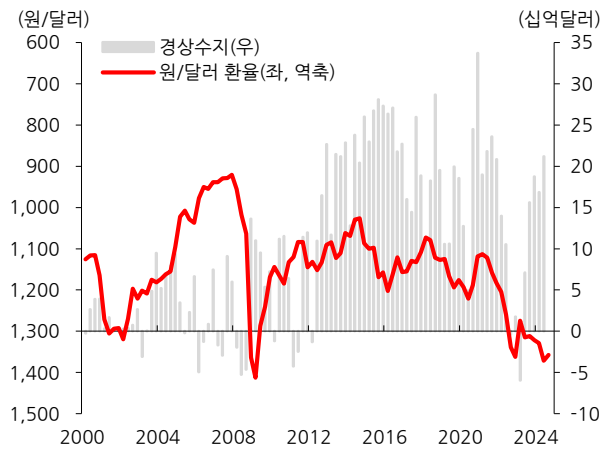
저성장과 저금리로 원화 강세 압력 약함	원화 약세 압력이 지속되고 있는 가장 큰 이유는 미국보다 '상대적으로' 성장이 약하고 금리도 낮기 때문이다. 2000년대 들어 처음으로 한국이 미국보다 성장도 약하고 금리도 낮은 상황이 1년 넘게 이어지고 있다[그림72]. 미국 대비 성장이 약하고 금리가 낮으면, 경상수지 흑자로 벌어들이 달러의 상당부분이 미국으로 다시 흘러나갈 가능성이 높다. 원화 강세가 나타나기 위해서는 성장과 금리 중에서 최소 한 가지 이상은 미국보다 우위에 있어야 한다.
활발해진 자본 이동도 원화 약세 요인	활발해진 자본 이동도 또 다른 원화 약세 요인으로 작용했을 수 있다. 2000년대 이후 상품교역 규모는 4~5배 가량 늘었지만, 해외투자(=금융계정의 자산)는 주식을 중심으로 최대 20배 증가했다[그림75,76]. 금융계정 규모가 확대되면서 환율에 미치는 영향도 커졌을 것이다. 정부의 외환시장 규제 완화와 시장 접근성 개선 등을 감안하면, 앞으로도 해당 요인의 영향력이 줄어들 가능성은 낮다.
내년 원/달러 환율 하단 1,270원 전망	2010년 이후 우리나라의 달러화 표시 금융부채는 연평균 3.2% 늘어난 반면, 금융자산은 14.0% 증가했다[그림78]. 금융시장의 환율 영향력이 확대된 가운데, 달러화 수요가 공급보다 더 가파르게 늘어나고 있어 과거보다 원화 약세 압력이 높은 환경이라 볼 수 있다. 내년에는 성장 및 금리 격차가 완화되며 원화가 강세로 돌아설 가능성이 높다. 연준이 상반기에 금리를 비교적 빠르게 인하하면 한-미 금리 역전(175bp) 폭이 축소될 것이고, 미국 경기가 둔화되며 성장 격차 역전도 일부 완화될 수 있다. 다만, 여전히 내년에도 미국 기준금리가 상대적으로 높고 국내 성장률이 크게 반등하기도 어렵기 때문에, 원화 강세 압력은 연준 금리 인하가 집중될 상반기에 제한적으로 나타날 전망이다. 따라서 원/달러 환율이 1,270원을 하회하기는 어려울 것이라 예상한다[그림80]. 원화와 펀더멘탈의 괴리가 커진 이후 달러화 강세 영향을 제외한 원화 약세의 환율 상승 기여도는 +6.2%p로 추정할 수 있다. 최근 1년 내 평균 환율 1,344원에서 약세 기여도가 모두 되돌려진다고 하면 그 수준이 1,270원 정도이다. 달러화 약세 압력에 따라 원/달러 환율 하단도 이를 반영해 낮아질 수 있지만, 달러인덱스가 100을 크게 하회하지 않는다면 환율은 1,270원을 하회하기 쉽지 않다.

[그림72] 미국보다 성장이 약하고 금리도 낮은 경우는 2000년대 들어 처음



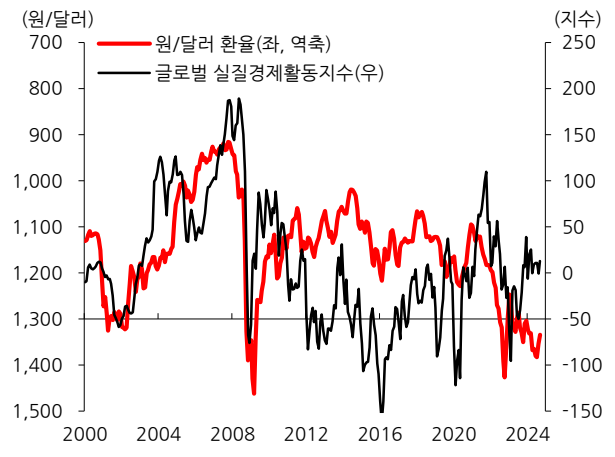
주: 성장률은 4개 분기 이동평균
 자료: 한국은행, Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 성장과 금리 역전 영향으로 경상수지 흑자와



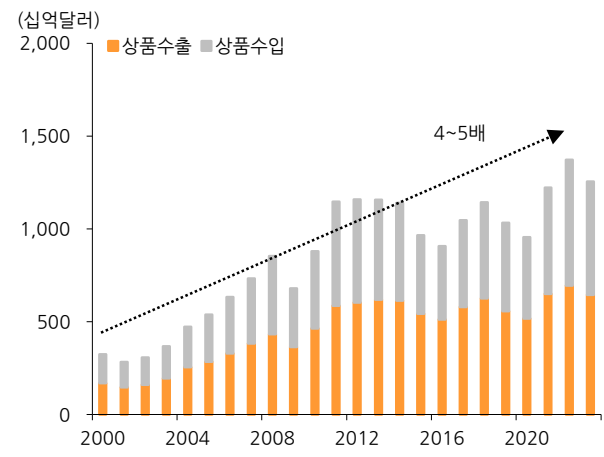
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 글로벌 교역 환경 개선의 원화강세 영향 제한



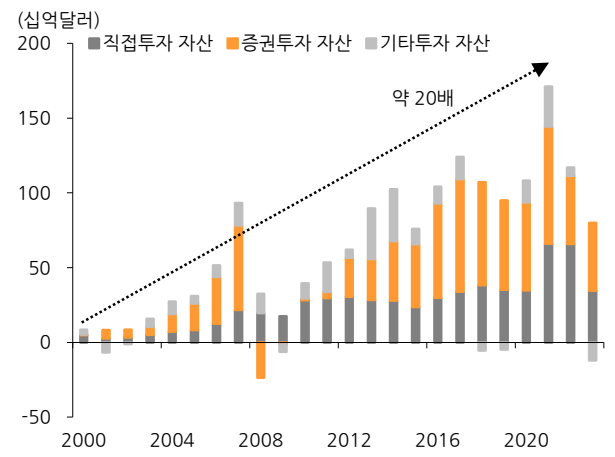
자료: 한국은행, FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 2000년 이후 상품교역은 약 4~5배 가량 늘었지만



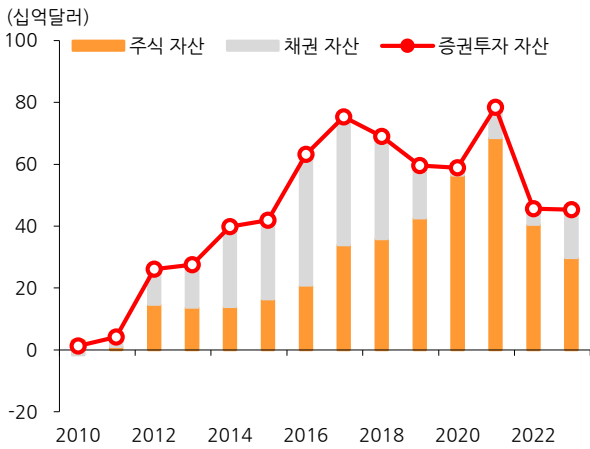
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 같은 기간 금융계정 내 자산은 약 15~20배 증가



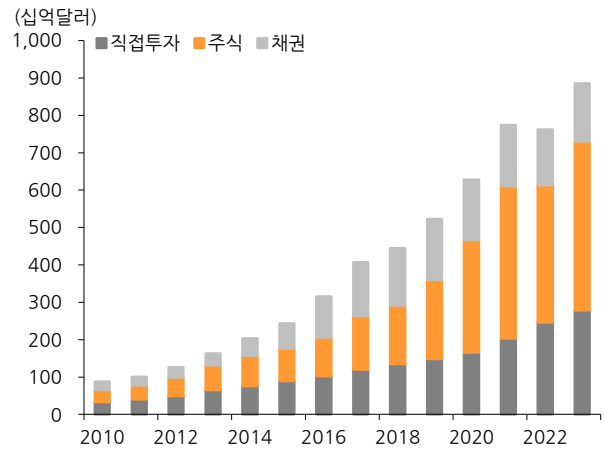
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 2010년 이후 해외주식 투자가 크게 늘었고



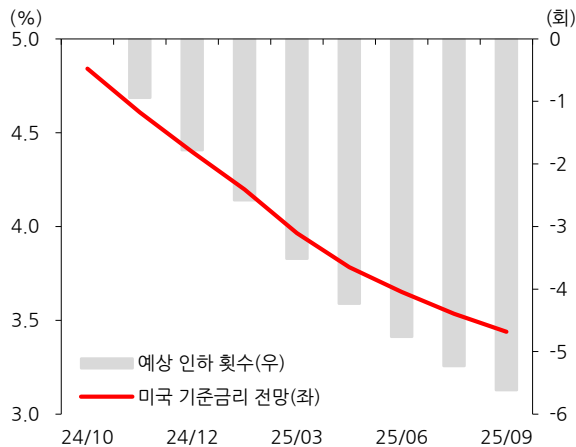
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 달러화 대외금융자산도 주식 중심으로 증가



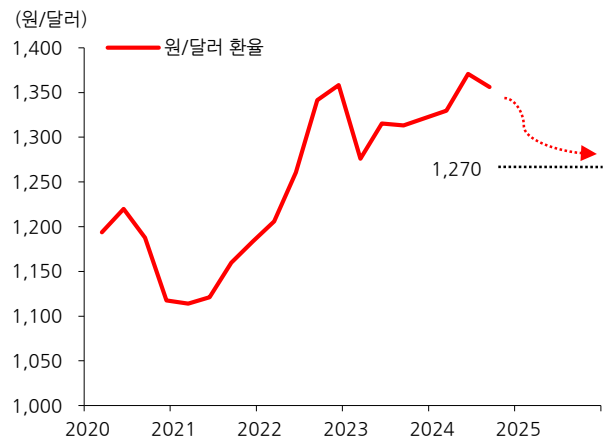
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 연준 금리 인하 전망은 상반기에 대부분 반영될 것



주1: Overnight Index Swap(OIS) 추정, 10/15일 기준
 주2: 횟수가 -3.24일 경우 3차례 인하 및 24% 확률 추가 인하로 해석
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 2025년 원/달러 환율 하단 1,270 원

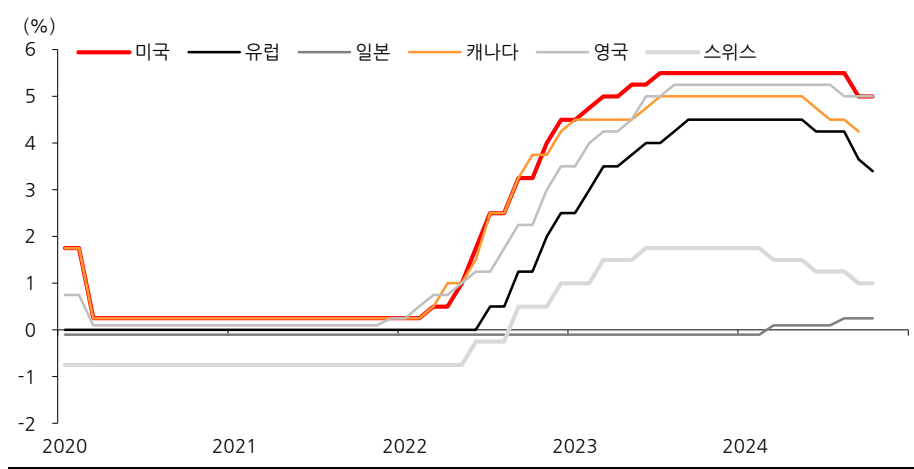


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

6. 환율 전망 ③ 엔화와 유로화: 제한적일 강세

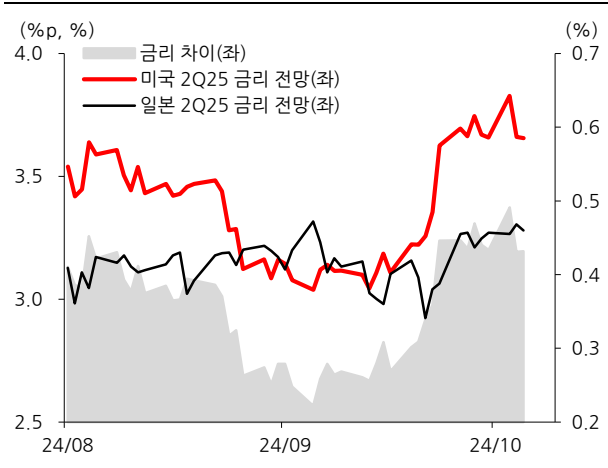
점진적인 엔화 강세 전망	<p>2025년 엔화는 강세 압력이 지속될 전망이다. 지난 8월 초 급격한 엔화 강세의 기저에도 미-일 금리 격차 축소 전망이 있었던 만큼, 당분간 엔화의 방향성은 미국과의 통화 정책 차이를 반영할 것으로 본다.</p> <p>다만, 엔/달러 환율 하락은 가파르기보단 완만할 전망이다. 현재 시장은 내년 상반기 말 연준 기준금리 상단은 3.75%, 일본 기준금리는 0.45% 정도로 반영하고 있다[그림82]. 엔화 강세 압력이 더욱 강해지려면, 미국 금리 전망이 보다 낮아지고 일본 금리 전망이 상향 조정돼야 하는데, 낮은 미국 경기 침체 확률과 불확실성이 높은 일본 경기 회복 강도를 감안하면 가능성이 높은 시나리오는 아니다.</p>
내년 엔/달러 환율 하단 130엔 전망	<p>엔/달러 환율은 130엔이 하단이라 판단한다. 원/달러 환율과 동일한 추정 방식을 적용하면, 달러화 강세 영향을 제외한 엔화 약세의 환율 상승 기여도는 +13.0%p로 추정할 수 있다. 최근 1년 내 평균 환율 150엔에서 약세 기여도가 모두 되돌려진다고 하면 그 수준이 133엔 정도이다. 미-일 금리 격차 축소에 따라 점진적으로 나타날 수 있는 엔 캐리 트레이드 청산 영향을 추가로 고려하더라도, 엔/달러 환율이 내년에 130엔을 하회하긴 어렵다고 생각한다.</p>
유로화 강세 여력 크지 않음	<p>유로화도 성장과 금리를 고려하면 달러 대비 강세가 제한될 전망이다. 제조업과 소비 등 실물지표가 저점을 통과하고 있지만, 더딘 가계와 기업의 심리지표 개선 등을 감안하면 유럽 경기가 미국보다 강해지기는 힘들다[그림84]. 인하 시점은 다를 수 있으나, 연준과 ECB의 금리 격차도 어느 정도 유지될 가능성이 높다. 종합하면 미국 대비 약한 성장과 낮은 금리가 앞으로 유로화 강세 압력을 제한할 수 있다는 의미이다. 달러/유로 환율은 당분간 1.13달러를 상회하긴 힘들 전망이다.</p>

[그림81] 금리 인하에 나서는 주요국



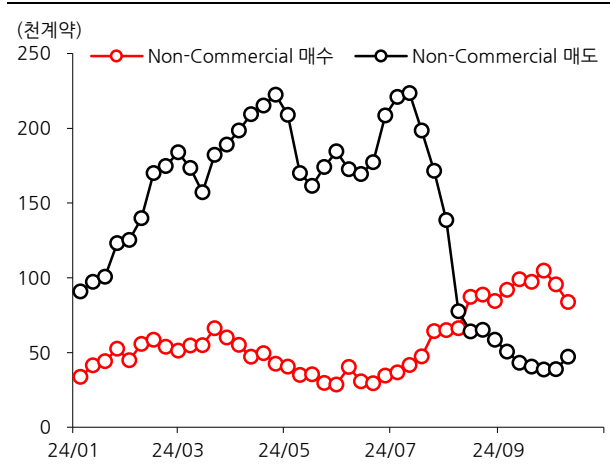
주: 미국은 기준금리 상단, 유럽은 재융자금리 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 미-일 금리 차가 빠르게 축소되긴 어려울 전망



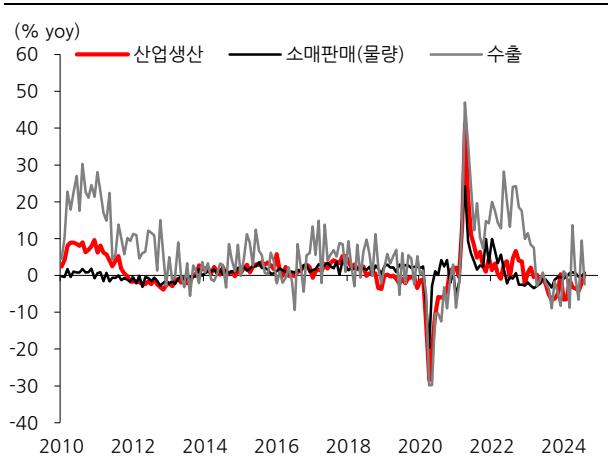
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 선물시장 엔화 강세 베팅 전환



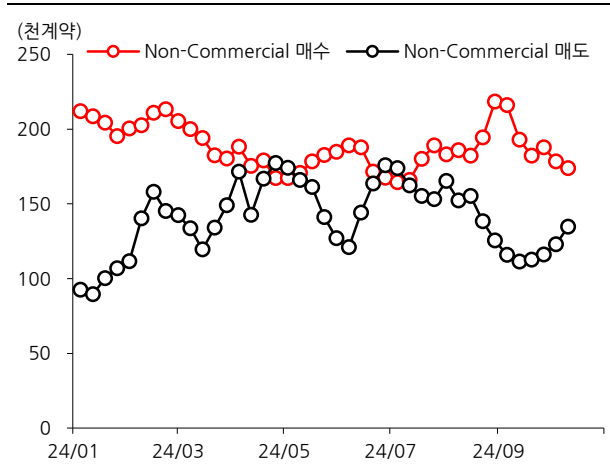
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 유럽 실물경기는 저점 통과 중



자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 선물시장 유로화 강세 베팅 다소 약화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

6. 환율 전망 ④ 루피화: 다크호스

중장기적으로
인도 루피화 강세 기대

신흥국 통화 중에는 인도 루피화가 중장기적으로 가장 매력적이라고 생각한다. 인도는 여타 신흥국 대비 생산성 개선 가능성이 높고 재정정책을 보다 강하게 쓸 수 있는 여력이 있다.

루피화의 매력
① 생산성 향상

2024-25 예산안은 나렌드라 모디 총리 주도 하에 선진 인도 2047(Viksit Bharat 2047) 정책을 반영했다. 농림수산업 지원을 줄이고 과학기술 발전, 인프라 확충, 소외지역 산업단지 조성, 고용과 취약계층 복지 등을 계획하고 있다[그림89~92]. 이는 인도 경제의 약한 고리들을 보완하는 방향이다. 또한, 인도는 총요소생산성이 꾸준히 개선되고 있는 나라 중 하나다. 양호한 생산성에 정책이 더해지면, 통화가치도 절상될 가능성이 높다.

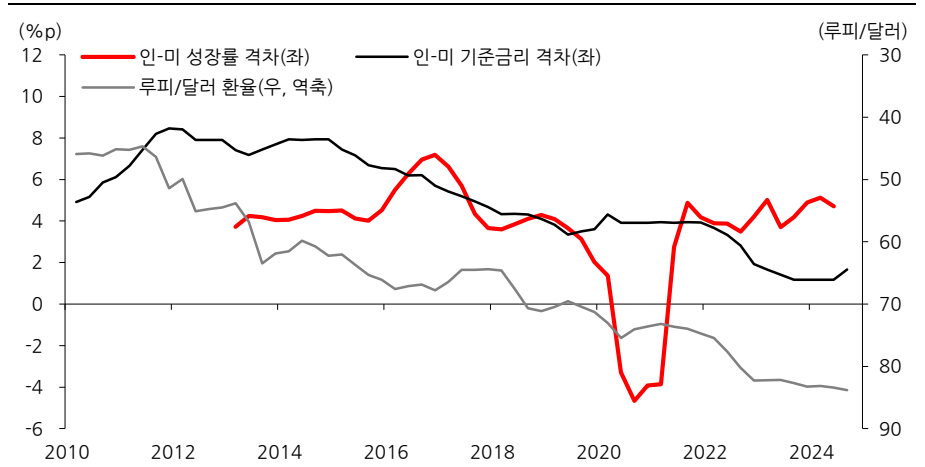
루피화의 매력
② 충분한 정책여력

인도는 정책여력도 비교적 충분하다. 글로벌 금융위기 이후 정부부채가 크게 늘었으나, 2018년 이후 GDP 대비 100%를 넘지 않는 수준을 유지하고 있다. 달러화 표시 외화부채도 8개 분기 연속 줄어들고 있어 앞선 예산안 집행에 큰 부담이 발생하진 않을 것이라 본다[그림93,94]. 신흥국 중 자본 투자 효율도 양호한 편이기 때문에 재정지출 확대가 유의미한 성장 동력이 될 수 있다.

장기적으로는 강세
단기적으로는 약세

따라서 루피화는 시계열을 길게 보면 강세 전환될 것이라 예상한다. 경기, 투자, 정책 등을 복합적으로 고려하면 국가 성장과 경쟁력이 통화가치를 끌어올릴 가능성이 높다. 다만, 단기적으로는 약세 압력을 염두에 뒀야 한다. 최근 제조업 PMI가 하락하고 있고 근원물가도 둔화되고 있다. 경기와 물가를 고려해 인도준비은행(RBI)은 연말부터 기준금리(현재 6.5%)를 인하하겠지만, 2000년 이후 가장 낮은 금리가 4.0%임을 감안하면 금리 인하 속도는 완만할 전망이다. 제조업 업황이 둔화되는 가운데 당분간 미국과의 금리 격차에 큰 변화가 없다면, 단기간 내 루피화 강세를 기대하기는 어렵다.

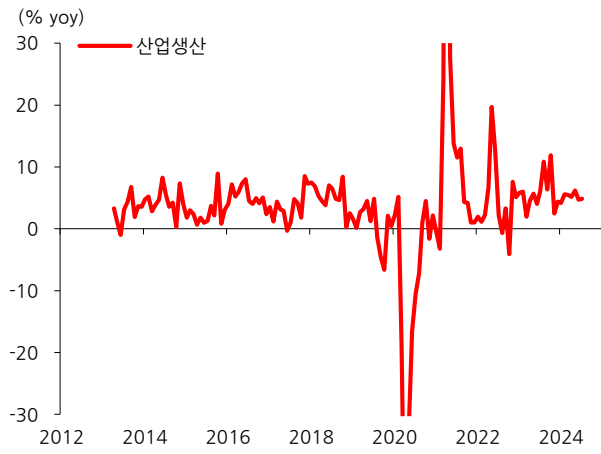
[그림86] 미국과의 금리 격차가 줄어들며 루피 약세 압력 지속



주: 성장률은 4개 분기 이동평균

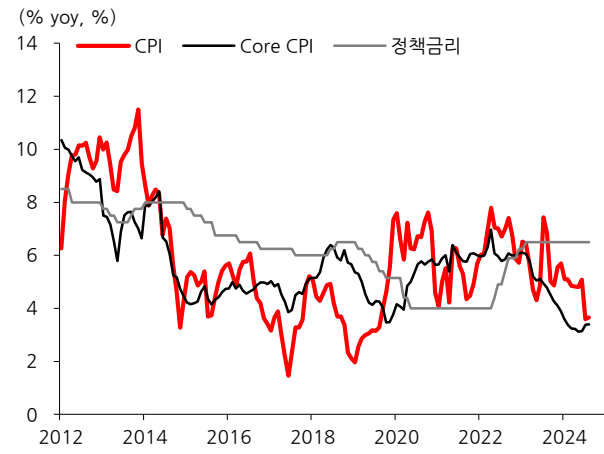
자료: Ministry of Statistics and Programme Implementation, Reserve Bank of India, FRB, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 산업생산 양호한 가운데



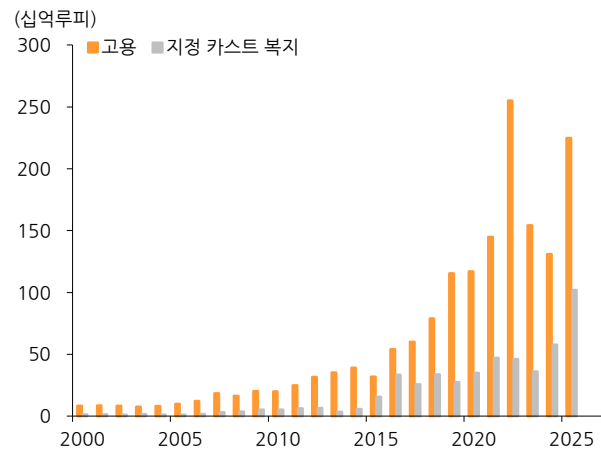
자료: Ministry of Statistics and Programme Implementation, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 물가도 대체로 안정



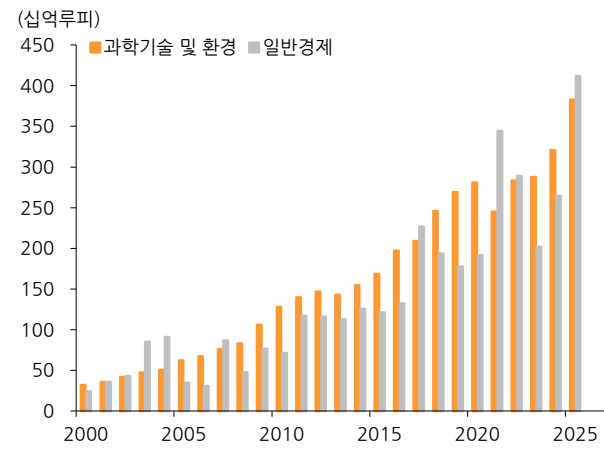
자료: MoSPI, Reserve Bank of India, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 고용과 복지에 대한 예산 확대



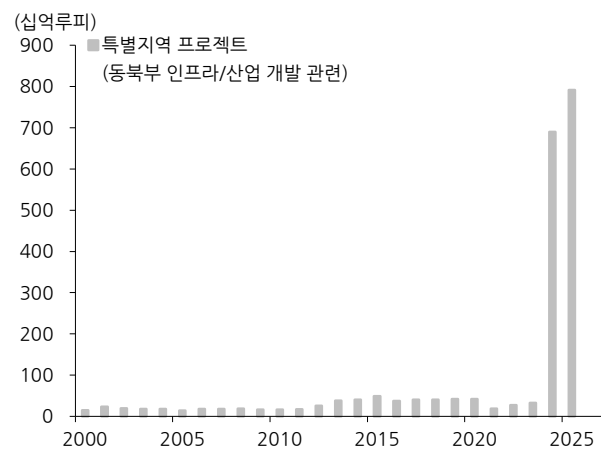
자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 과학기술과 인프라 중심의 경제 개선 의지



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 동북부 소외지역에 반도체 등 산업단지 조성 노력



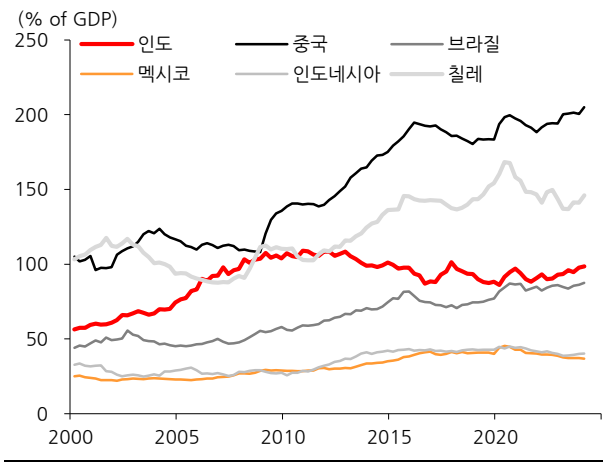
자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 산업단지 개발 및 환경 개선을 위한 수자원 인프라 확충



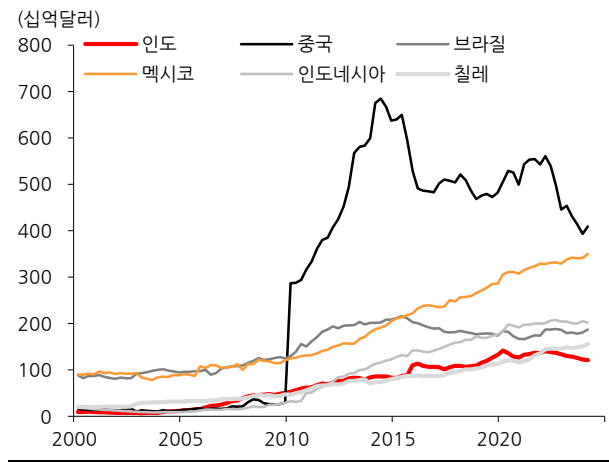
자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 금융위기 이후 정부부채가 크게 늘어나지 않았고



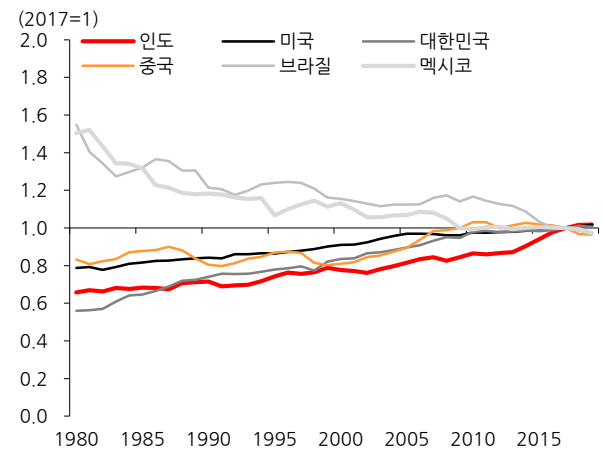
자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 달러화 부채는 최근 줄어들고 있음



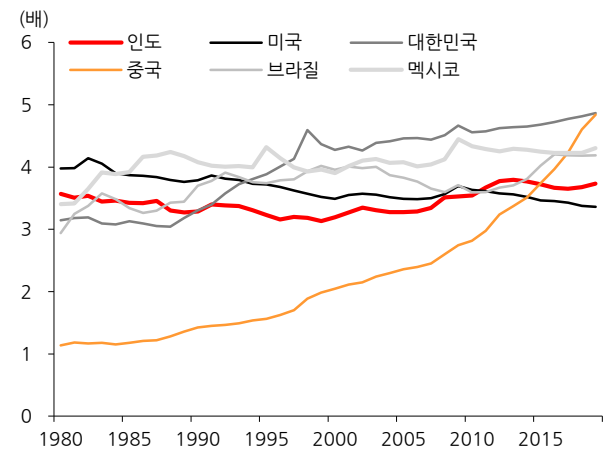
자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 총요소생산성이 개선되고 있고



주: 총요소생산성은 노동과 자본의 직접적인 기여를 제외한 생산성
 자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 자본 투자 효율도 유지



주: Capital Output Ratio(생산을 한 단위 늘리는데 필요한 자본)
 자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

6. 환율 전망 ⑤ 헤알화와 페소화: 매력도 낮음

헤알화, 물가와 금리
불확실성 지속

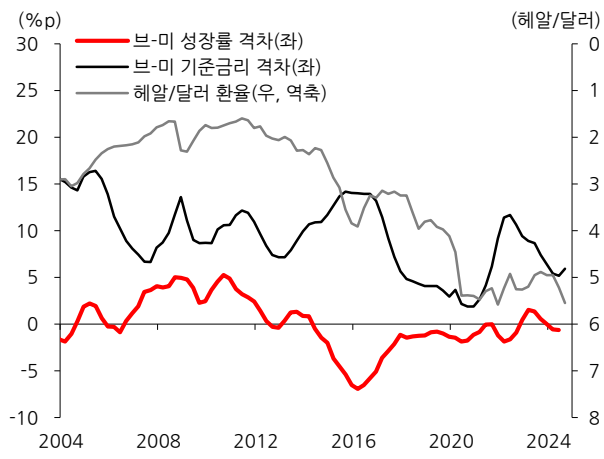
브라질 헤알화는 당분간 물가와 금리 불확실성에 따라 약세 지속될 전망이다. 브라질 중앙은행은 예상보다 강한 성장과 물가 하방 경직성으로 지난 6월 인하를 중단했다[그림99,100]. 이후 2/4분기 경제성장률이 3.3%로 예상을 상회하고 물가 상승 압력이 약해지지 않자 9월에는 금리를 다시 인상했고, 경기 불확실성이 강해지며 헤알화 강세가 제한됐다.

룰라 대통령의 소득세 면제 확대 계획 또한 통화정책과 방향성이 맞지 않고 공공재정 악화로 이어질 수 있어 헤알화 약세 요인으로 작용하고 있다. 실질소비와 소비심리가 양호해 물가와 금리가 안정되면 내수를 중심으로 성장이 강해져 헤알화도 강세 압력이 나타날 수 있으나, 당장은 기대하기 어렵다.

페소화, 물가와 금리
안정에 따른 반등 기대

멕시코 페소화는 단기적으로 물가 안정과 금리 인하, 이에 따른 경기 개선 기대 반영되며 강세 압력이 나타날 수 있다. 신선식품 및 에너지 물가 상승 압력이 여전히 강한 편이지만, 9월 근원 CPI가 2021년 2월 이후 처음으로 4%를 하회했다[그림101,102]. 실물지표와 물가 둔화가 이어지고 있어 기준금리 인하가 지속될 전망이다. 다만, 미국 대비 강하지 않은 성장, 축소되는 금리 차이, 달러화 표시 외화부채 부담 등을 감안하면, 중장기적으로는 다시 약세 압력이 부각될 가능성이 높다.

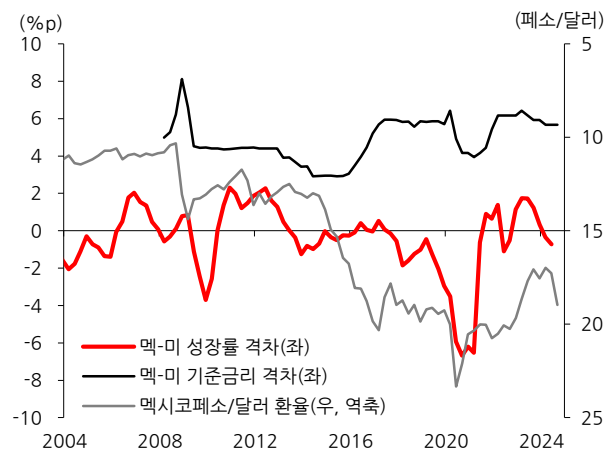
[그림97] 브라질: 미국 대비 약한 성장과 금리 재인상 여파



주: 성장률은 4개 분기 이동평균

자료: Brazilian Institute of Geography and Statistics,
Central Bank of Brazil, FRB, 한화투자증권 리서치센터

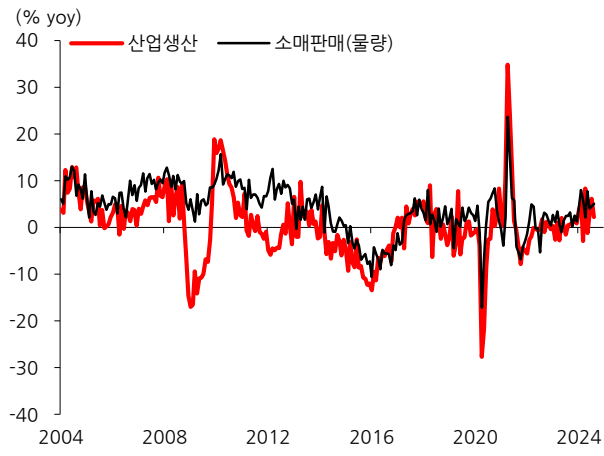
[그림98] 멕시코: 성장 및 물가 둔화에 따른 금리 인하



주: 성장률은 4개 분기 이동평균

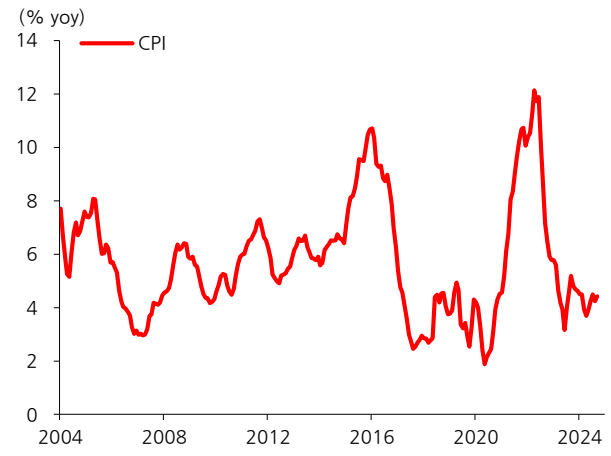
자료: National Institute of Statistics and Geography,
Bank of Mexico, FRB, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 브라질은 양호한 실물경기에



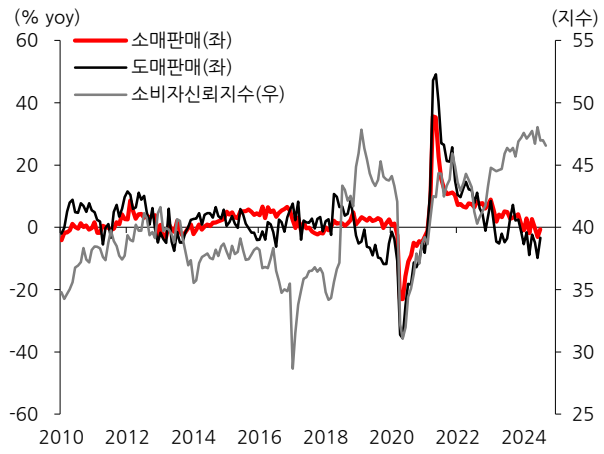
자료: Brazilian Institute of Geography and Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 물가의 하방경직성도 지속



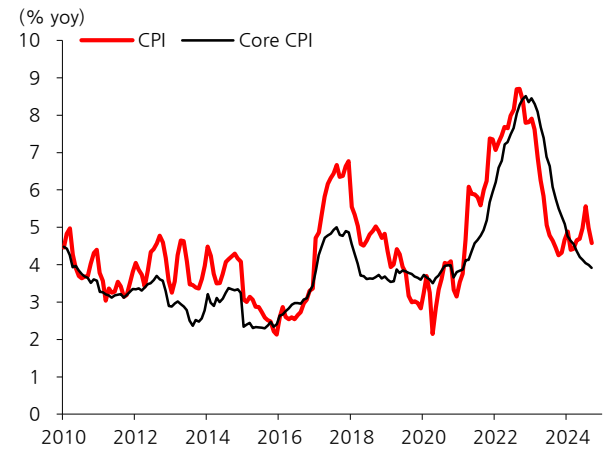
자료: Brazilian Institute of Geography and Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 멕시코는 내수가 약해지고 있으나 심리지표는 개선



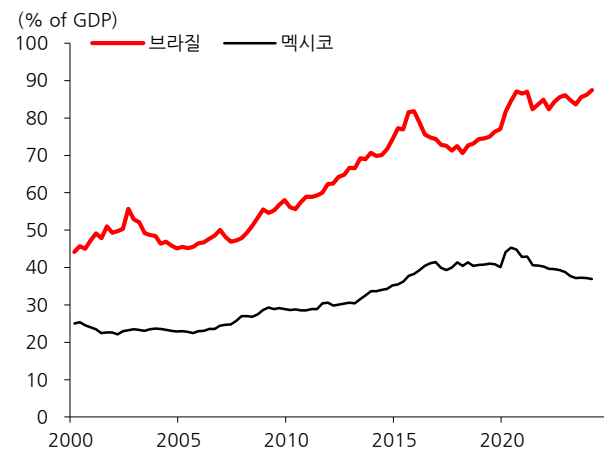
자료: National Institute of Statistics and Geography, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 근원 물가는 4% 하회



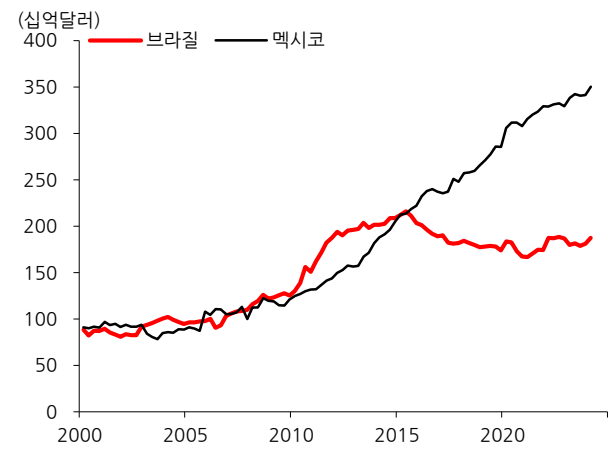
자료: National Institute of Statistics and Geography, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 국가부채 부담은 브라질이 더 높으나



자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 멕시코는 달러화 표시 외화부채 급증



자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

III. 갈림길

1. 좁혀지는 반도체, 멀어지는 배터리

한국과 중국 경쟁 심화

한국과 중국의 경쟁관계가 심화되고 있다. 중국은 가장 중요한 교역대상으로 상호의존도가 높았는데, 이제는 수출시장에서 경쟁을 피할 수 없는 상황이 됐다. 수출시장 지위를 유지하기 위한 주력품목 경쟁력 강화가 필요하다.

중국의 한국 의존도 약화

국내 수출에서 대중국 수출이 차지하는 비중과 중국 수입에서 대한민국 수입이 차지하는 비중은 모두 하락 중이다. 중국 자체 조달이 늘어나면서 수입수요가 줄었기 때문이다. 우리나라의 중간재 및 자본재 수출에서 중국 비중은 2019년 28.2%, 24.0%에서 지난해 24.0%, 12.6%로 낮아졌다. 지난해 대중국 무역수지는 1992년 이후 처음으로 적자를 기록했다. 중국의 한국 의존도 약화는 대중국 수출 회복이 제한될 수 있음을 시사한다.

중국 수출점유율 반등
한국 수출점유율 정체

미-중 무역분쟁 이후 미국의 대중국 수입 비중은 낮아지고, 대한민국 수입 비중은 높아졌지만, 중국의 글로벌 수출시장 점유율은 반등했다. 한국과 중국의 글로벌 수출점유율은 2019년 2.9%, 13.3%, 지난해 2.7%, 14.4%이다[그림105]. 대미국 수출 부진을 EU와 ASEAN 수출 확대로 만회했다. 반면, 우리나라는 대미국 수출이 강해졌지만, 대중국 수출이 부진했고, 여타 지역 수출도 정체됐다.

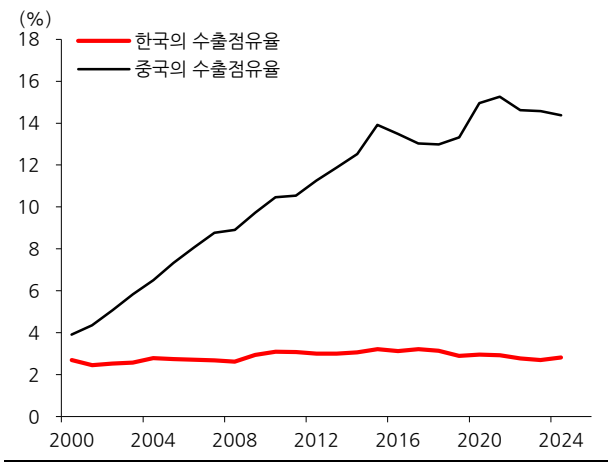
반도체 격차 좁혀지고

더 치열하게 고민할 부분은 우리 주력 수출품목 시장에서의 경쟁이다. 메모리반도체 시장에서는 중국이 격차를 줄이기 위해 대규모 투자를 하고 있고, 비메모리반도체 시장에서는 국내 기업들의 성장이 더디다[그림106]. 한국과 중국의 메모리반도체 수출액 격차는 2019년부터 축소되고 있다. 여전히 국내 기업들이 우위에 있지만, 중국 기업들이 등장하면서 마진 압박이 현실화될 가능성이 있다. 이제 초격차라고 하기는 어렵다.

2차전지와 전기차 격차 확대

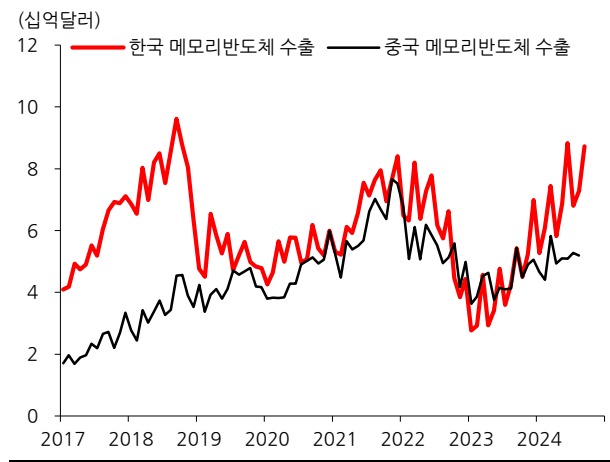
반대로 2차전지와 전기차는 우리가 중국과의 격차를 좁혀야 하는 분야인데, 오히려 격차가 확대되고 있다. 중국의 2차전지 수출액은 2019년 한국의 2.8배였는데, 지난해 8.9배가 됐다[그림107]. 전기차 수출액은 코로나 이전까지 한국이 앞섰는데, 지난해에는 중국의 전기차 수출액이 국내 기업들의 수출액보다 2.4배 많았다[그림109]. 수출단가도 한국은 정체 또는 하락, 중국은 상승하고 있어 앞으로도 경쟁은 녹록지 않을 것이다[그림108,110].

[그림105] 글로벌 수출시장 점유율: 한국 경제, 중국 반등



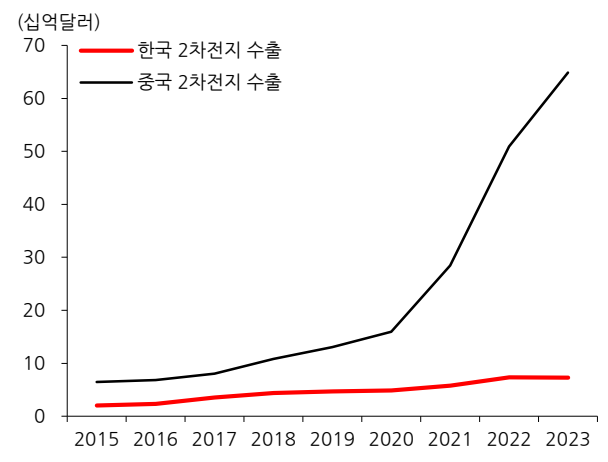
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 메모리반도체 수출 격차 축소



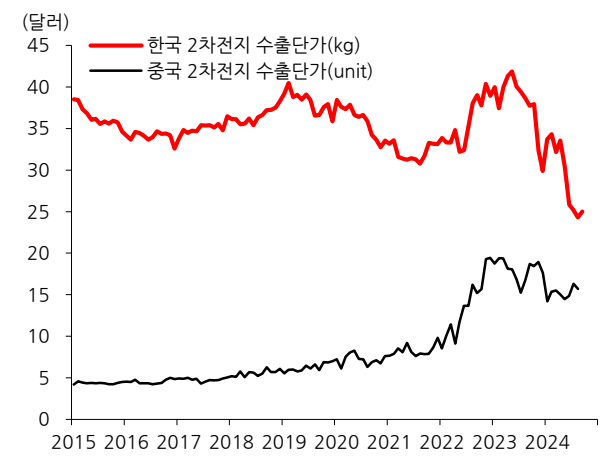
자료: 한국무역협회, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 중국 2차전지 수출은 한국의 8.9배



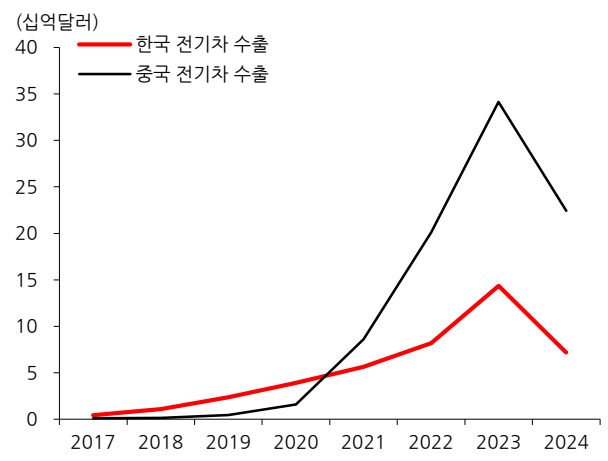
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 마진 측면에서 중국 기업들이 우위



자료: 관세청, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

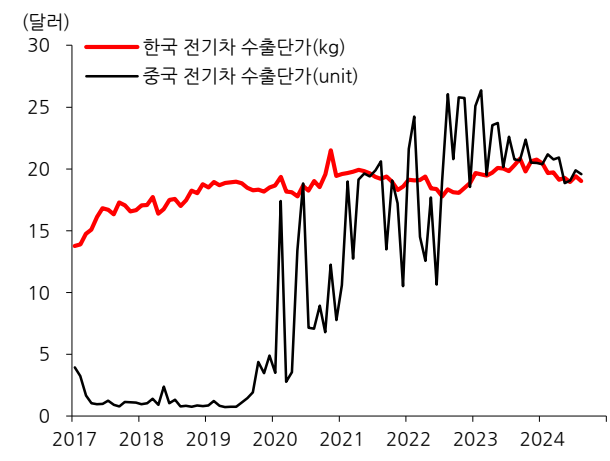
[그림109] 중국 전기차 수출은 한국의 2.4배



주: 2024년은 1~8월 기준

자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 중국이 밀어내기 수출을 한다고 보기도 어려움

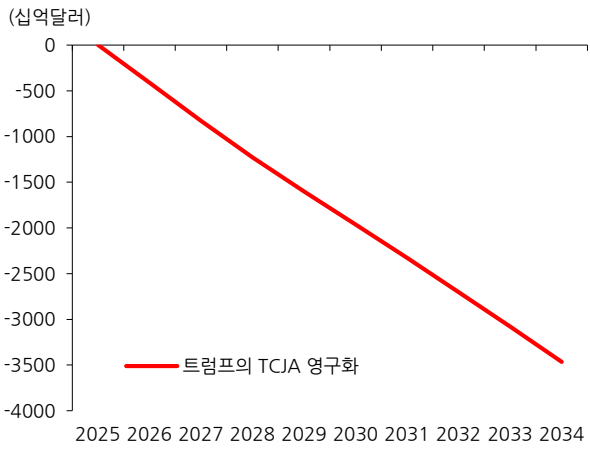


자료: 한국무역협회, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

2. 트럼프 다시 보기

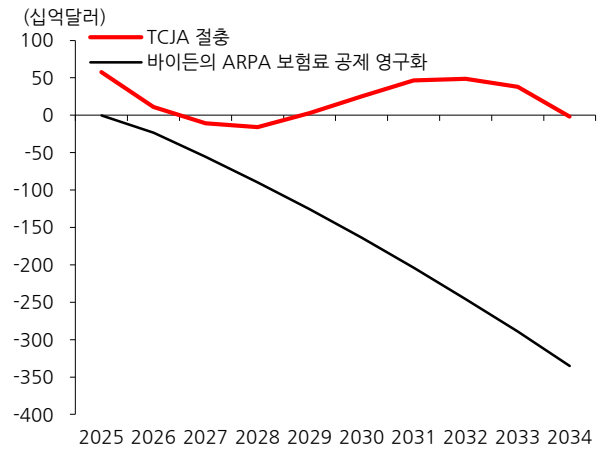
트럼프 트레이드의 진실	최근 시장이 트럼프 후보 당선 가능성을 반영하고 있는데, 이것이 현실화되더라도 시장은 당초 예상과 다르게 움직일 것으로 본다. 재정적자 확대와 인플레이션 전망을 토대로 한 장기금리 상승, 무역 불균형 완화 및 제조업 강화를 추진할 것이라는 공약을 근거로 한 달러화 약세 전망이 빛나갈 수 있다는 의미이다.
트럼프 정책이 유의미한 금리 상승 요인?	첫째, 트럼프 당선 시 재정적자가 확대되고 국채 발행이 늘어날 수 있지만, 이것이 유의미한 장기금리 상승 요인일 지는 의문이다. 트럼프의 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act) 영구화 공약이 현실을 반영해 보완될 가능성이 있고, 바이든 행정부 또한 세수 감소로 이어질 수 있는 건강보험료 세액 공제의 영구화를 주장한다. 세수 감소 및 재정적자 확대가 트럼프만의 이슈는 아니다[그림111,112].
관세는 강달러 압력	둘째, 관세를 활용한 압박은 트럼프 기대와는 달리 강달러 요인으로 작용할 가능성이 있다. 관세는 교역대상 국가의 수출경쟁력 약화로 이어져 해당 통화의 약세 압력을 높인다[그림113]. 관세를 비롯한 보호무역 정책 영향이 외환시장 메커니즘 하에서 일정 부분 상쇄된다는 의미이다. 트럼프는 강달러(교역대상 국가 통화 약세)를 무역 불균형의 핵심이라고 주장하지만, 관세 부과는 해결책이 되기 어렵다.
확장재정 기조도 강달러 요인	셋째, 확장재정 기조도 강달러 압력을 높일 수 있다. 미국의 적극적인 재정 활용이 다른 국가들보다 양호한 성장을 만들어낼 것이라는 전망이 강해지면, 미국으로의 자본 유입이 늘기 때문이다. 두 대선 후보 모두 재정정책 활용에 적극적이라는 점을 감안하면, (강도의 차이는 있겠지만) 달러화 강세 기조는 상당기간 지속될 가능성이 있다.
경쟁적 관세는 침체를 야기	넷째, 트럼프 당선 시 물가 상승 압력이 더 강해질 수 있다는 전망도 설득력이 높진 않다. CPI와 PCE에서 대중 수입이 차지하는 비중은 2~3%에 불과하며, 무역분쟁이 심화된 이후에도 PCE 물가에서 상품의 상승 기여도는 크게 변하지 않았다[그림114,115]. 관세가 물가에 미치는 영향이 미미했기 때문이다. 오히려 트럼프의 관세 공약이 실현되면 다른 국가들도 경쟁적으로 관세 인상에 나서면서 1930년대와 같이 경기가 급격하게 위축되고 물가가 하락할 가능성이 있다.

[그림111] 트럼프 공약은 세수 감소 요인이지만



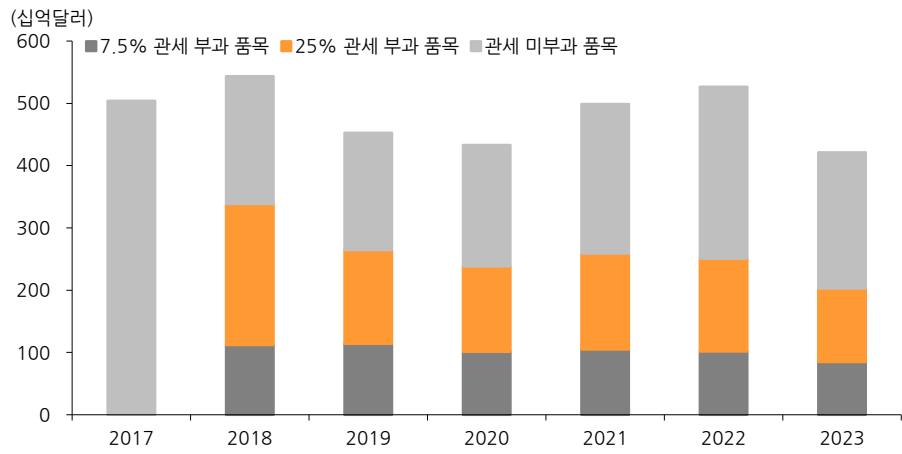
자료: Tax Foundation, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 절충 시 세수 감소 폭 축소



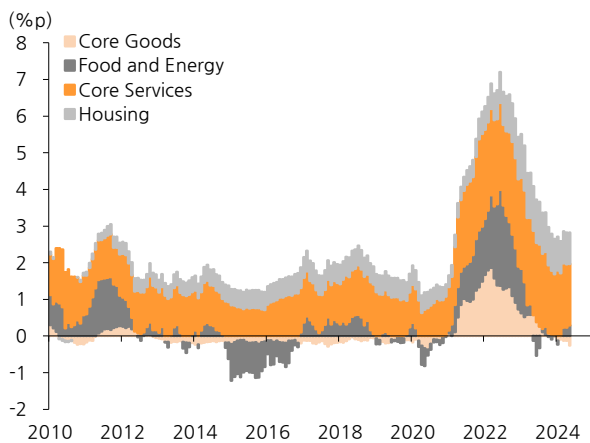
자료: Tax Foundation, Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 관세 부과 품목 수입은 감소하는 경향. 해당 국가의 수출경쟁력 약화는 통화 약세 요인



자료: Tax Foundation, 한화투자증권 리서치센터

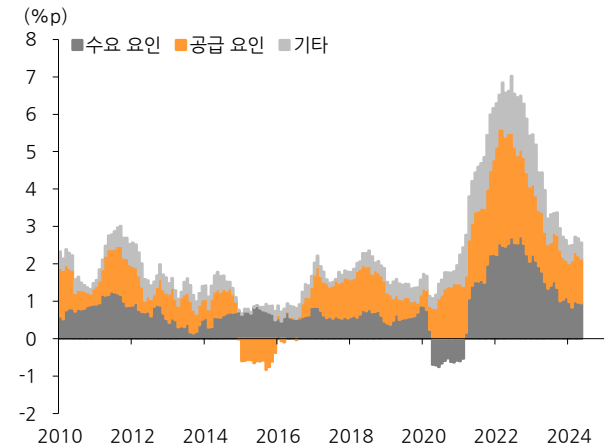
[그림114] 무역분쟁 이후에도 상품의 물가 상승 기여도 변화 제한



주: 항목별 PCE 물가 상승 기여도

자료: FRB of San Francisco, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 관세가 수요와 공급 측면 물가에 미치는 영향도 미미



주: PCE 물가 상승 기여도를 수요와 공급 요인으로 분해

자료: FRB of San Francisco, 한화투자증권 리서치센터

3. Stability and Divergence

코로나 이전 대비
안정적인 성장 전망

중장기적으로 보면 세계경제는 코로나 이전보다 안정적인 성장을 이어갈 전망이다. 다만, 국가별 성장 차별화는 지속될 것이다. 적극적인 정책대응이 경기 하방을 제한하는 가운데, 정책여력과 생산성에 따라 국가별 격차가 커질 수 있다는 의미이다.

재정정책이 받쳐주고

확장재정 기조는 상당기간 지속될 것이다. 선진국과 신흥국 모두 확장재정 공약 비율이 높아지고 있다. 적극적인 재정 활용은 특정 국가에 국한된 것이 아니라 전세계적인 흐름이다[그림116]. 국민의 선택을 받은 권력이 보조금을 줄이거나 세금을 늘리기는 쉽지 않고, 선택을 받아야 하는 정당이 긴축재정을 주장하기도 어렵다. 재정정책이 유동성 공급을 주도하면 경기 하방 압력은 제한될 수 있다. 연준과 ECB 자산이 감소하고 은행 대출 회복도 더디지만, 재정지출 증가세는 강해지고 있다[그림118,119].

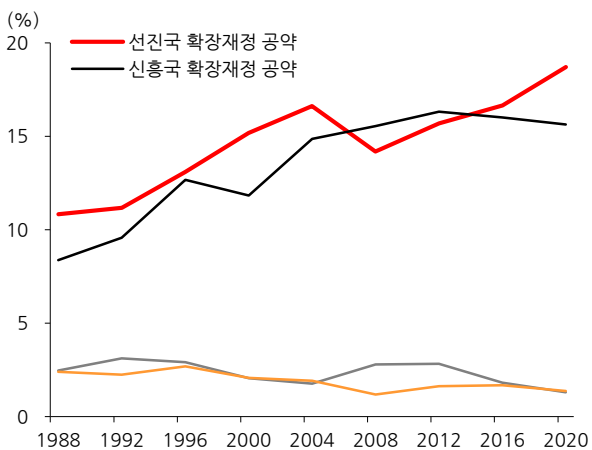
물가가 목표에 근접하면서

물가 둔화가 지속되면서 통화정책 여력도 커지고 있다. OECD 회원국의 40%는 물가가 목표를 하회하고 있으며, 물가가 목표보다 2%p 이상 높은 국가 비율은 지난해 32%에서 8월 기준 18%까지 하락했다[그림120]. 안정적인 장기 기대인플레이션도 통화정책 정상화에 따른 부담을 덜어준다[그림121]. 기대인플레이션이 안정되면, 실제 물가가 가파르게 상승할 가능성이 낮다.

통화정책이 끌어준다

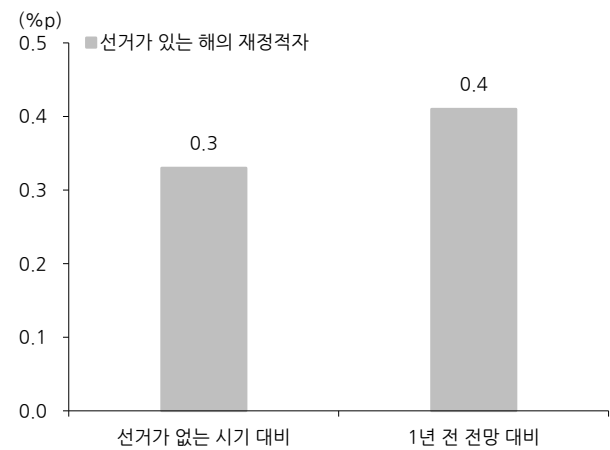
따라서 완화적인 통화정책도 경기 둔화 폭을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다. 9월 기준 금리를 인하한 중앙은행이 금리를 인상한 중앙은행보다 많아졌다[그림122]. 물가 상승세 둔화가 지속된다면, 통화완화 기조도 유지될 가능성이 높다. 금리 인하 여력은 선진국보다 신흥국이 더 크다. 연준의 피벗으로 신흥국에도 여유가 생긴 것이다.

[그림116] 적극적인 재정 활용을 요구하는 목소리가 커지고 있음



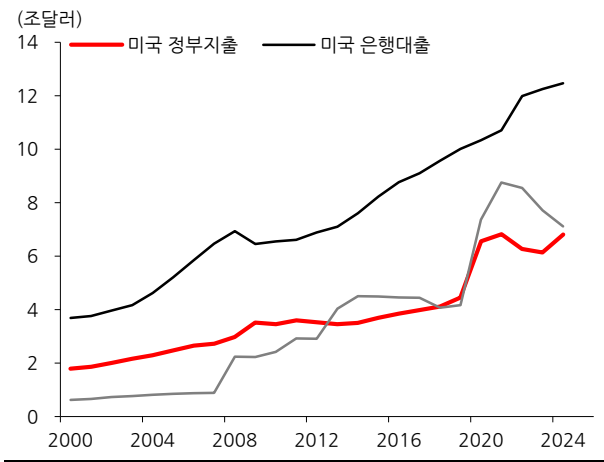
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 선거가 있는 경우 재정지출은 더 늘어남



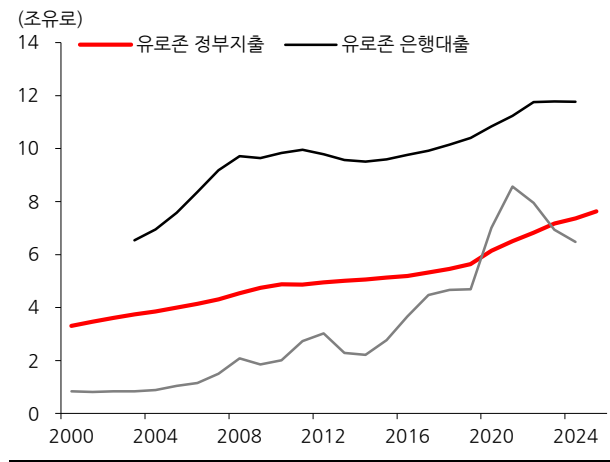
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 연준 자산은 감소하지만 정부지출은 증가



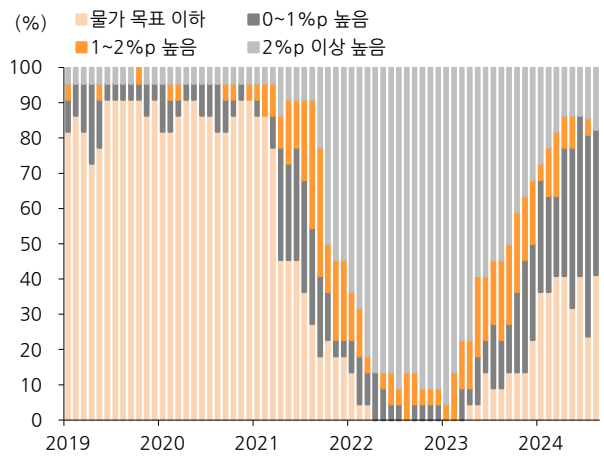
자료: Office of Management and Budget, the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 유로존도 확장재정 기조 유지



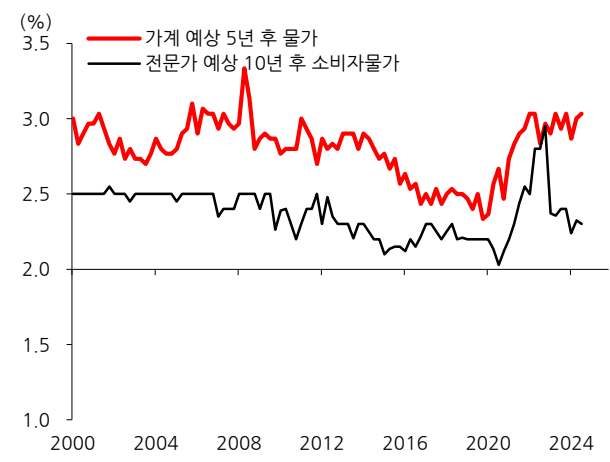
자료: Eurostat, European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 목표에 근접하고 있는 주요국 물가



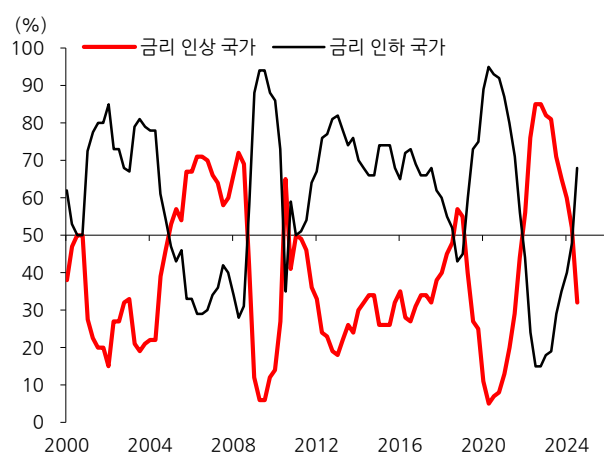
주: OECD 회원국 기준
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 미국 장기 기대물가는 코로나 이후에도 대체로 안정



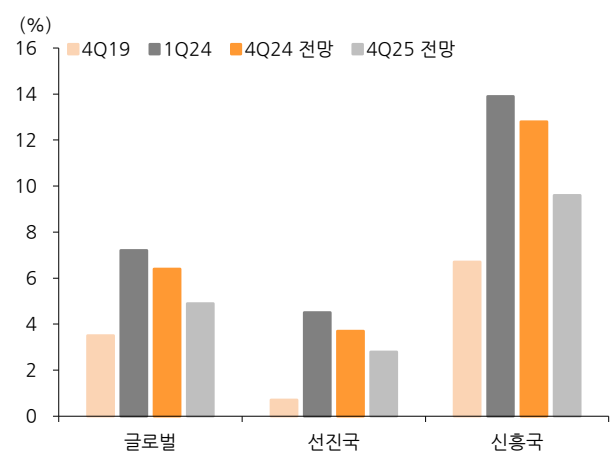
자료: University of Michigan, FRB of Philadelphia, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 완대로 돌아서는 전세계 중앙은행



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 금리 인하 여력은 선진국보다 신흥국 큼

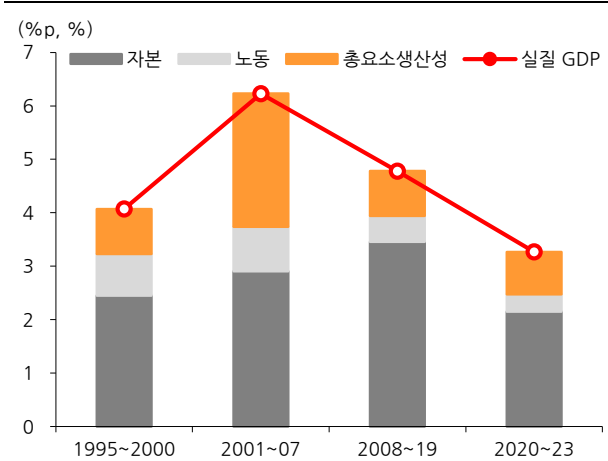


주: GDP 가중 정책금리
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

4. 단기는 신흥국, 중장기는 선진국

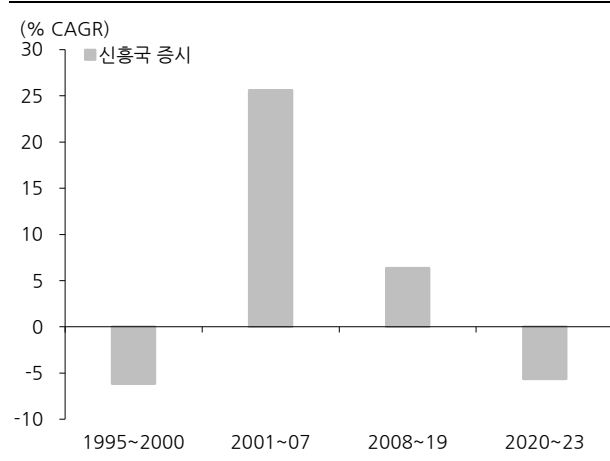
- 중장기 선진국 우위 지속** 단기적으로는 금리 인하 효과를 기대할 수 있는 신흥국 우위를 예상하지만, 중장기적으로는 생산성이 향상되는 선진국 우위가 유지될 전망이다.
- 신흥국에 찾아온 기회** 금리 인하는 신흥국에 더 효과적일 것이다. 신흥국 금리 인하 여력이 상대적으로 크기 때문이다. 2025년 말 신흥국 기준금리는 올해 연말 금리 대비 3%p 낮아질 것으로 예상되는데, 같은 기간 선진국 기준금리는 약 1%p 하락할 전망이다[그림123]. 적극적인 금리 인하가 신흥국 경기 회복으로 이어진다면, 신흥국 자산 매력도가 높아질 수 있다.
- 문제는 생산성 격차** 금융위기 이후 신흥국의 성장 둔화는 노동생산성과 총요소생산성(Total Factor Productivity) 하락이 주도했는데, 그것이 주식시장에도 반영됐다고 생각한다[그림124,125]. 결국 중장기적으로 신흥국 자산 매력도가 높아지려면, 생산성 향상이 뒷받침돼야 한다. 신흥국 노동생산성은 꾸준히 높아지고 있지만 선진국과의 격차가 여전하고, Capital output ratio(한 단위 생산에 필요한 자본)도 미국은 하락(=자본효율성 상승), 중국은 상승(=자본효율성 악화)했다[그림126,127]. 기술개발, 경영혁신 등을 포함하는 총요소생산성도 선진국 흐름이 더 양호하다[그림128,129].
- 선진국 자산 우위도 유지될 가능성** 따라서 생산성 하락이 덜한 선진국의 신흥국 대비 우위가 유지될 것으로 예상된다. 선진국은 금융위기 이후에도 생산성이 유지되면서 성장 둔화 폭이 크지 않았고, 양호한 성장은 자산가격에도 반영됐다[그림130,131]. 선진국 주도 성장이 지속된다면, 선진국 주식의 상대적인 우위도 이어질 가능성이 높다는 의미이다. 가장 두드러지는 국가는 역시 미국이며, 신흥국 중에서는 인도가 양호한 흐름을 보이고 있어 기대할 만하다.

[그림124] 신흥국, 생산성이 낮아지면서 성장 둔화



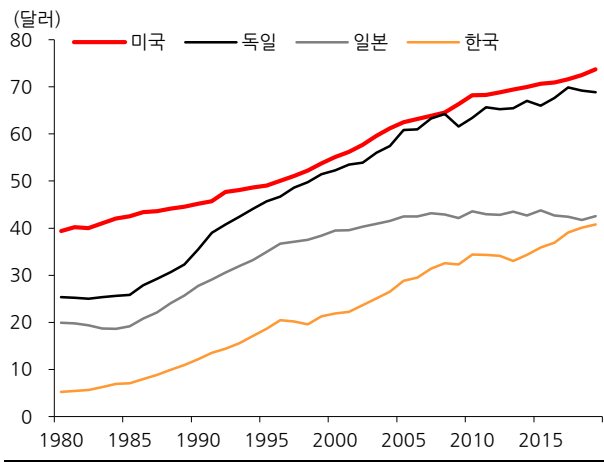
주: 총요소생산성은 기술개발과 같이 노동과 자본의 직접적인 기여를 제외한 생산성
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 증시는 성장 둔화를 반영해 부진



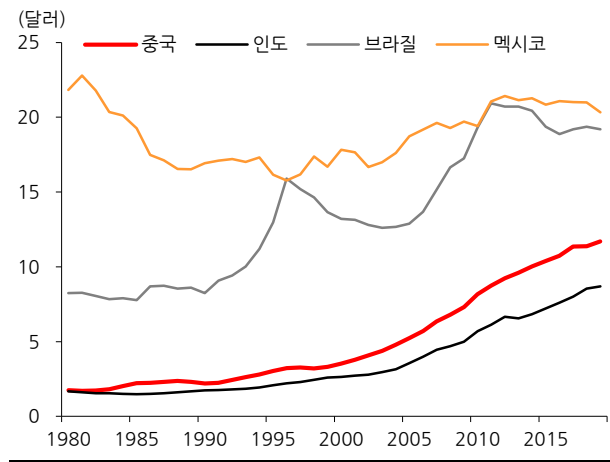
주: MSCI EM Index
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림126] 선진국 노동생산성 꾸준히 향상되고 있음



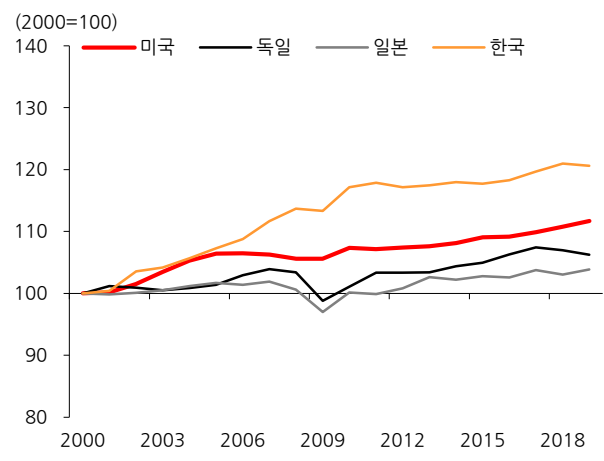
주: Output per hour worked
자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 중국과 인도 노동생산성 높아졌지만 격차는 여전



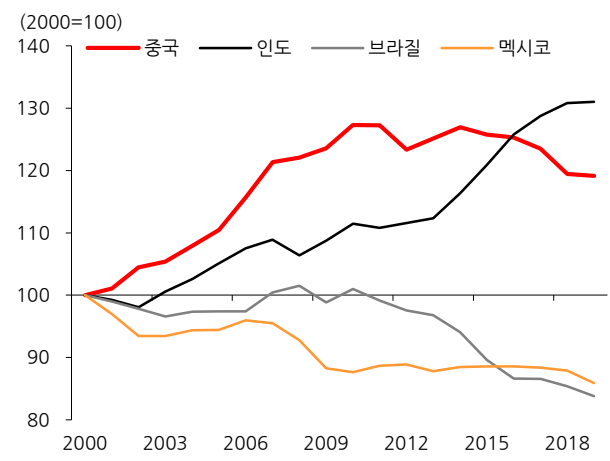
주: Output per hour worked
자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 미국과 한국 총요소생산성 개선



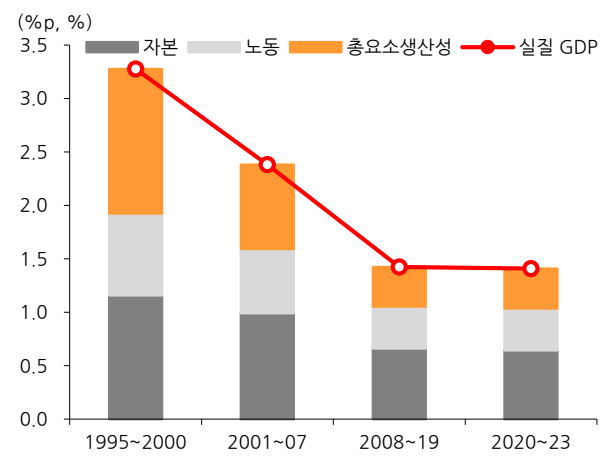
주: 기술개발, 경영혁신과 같이 노동과 자본의 직접적인 기여를 제외한 생산성
자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 중국 총요소생산성 하락은 효율성 낮아지고 있음을 시사



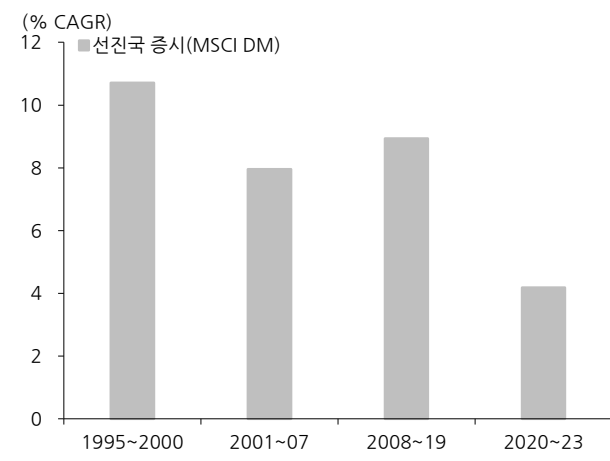
주: 기술개발, 경영혁신과 같이 노동과 자본의 직접적인 기여를 제외한 생산성
자료: Penn World Table, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 선진국은 금융위기 이후에도 생산성 대체로 유지



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 양호한 성장은 주식시장에 반영



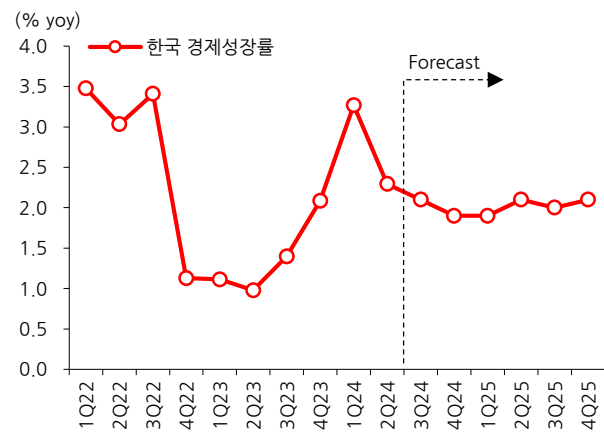
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요국 경제성장률, 환율, 금리 전망

구분	국가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024년	2025년
경제성장률 (% yoy)	한국	1.9	2.1	2.0	2.1	2.4	2.0
	미국	1.9	1.9	2.1	2.3	2.5	2.0
	중국	4.3	4.5	4.7	4.3	4.9	4.5
	유로존	1.0	1.2	1.3	1.2	0.7	1.2
환율 (기간평균)	원/달러	1,310	1,280	1,290	1,280	1,350	1,290
	달러/유로	1.10	1.10	1.11	1.11	1.09	1.11
	위안/달러	7.08	7.03	7.05	7.07	7.17	7.06
	엔/달러	140	138	139	142	150	140
기준금리 (기말)	한국	3.00	3.00	2.75	2.75	3.25	2.75
	미국	4.00	3.75	3.75	3.50	4.50	3.50

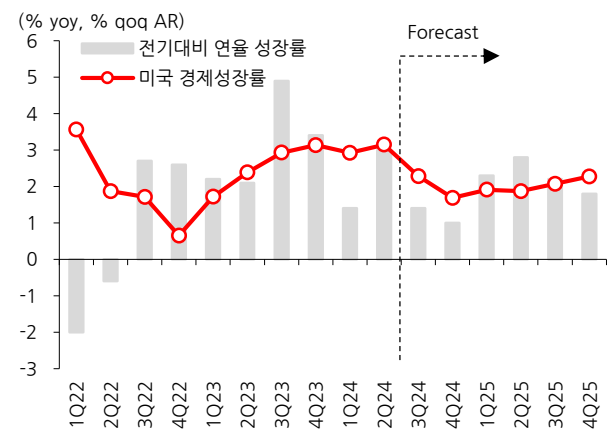
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림132] 한국: 조연들의 활약을 기대



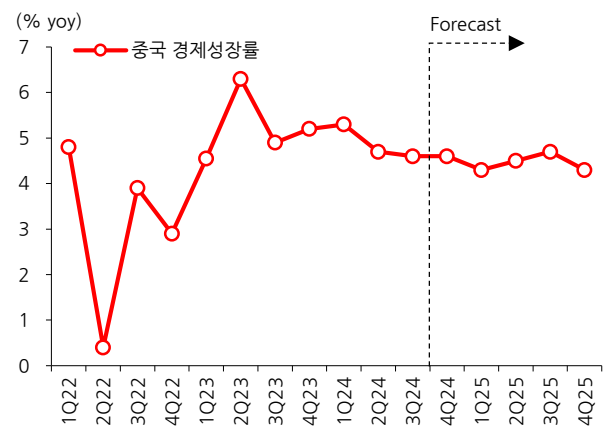
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 미국: 침체를 피할 수 있다



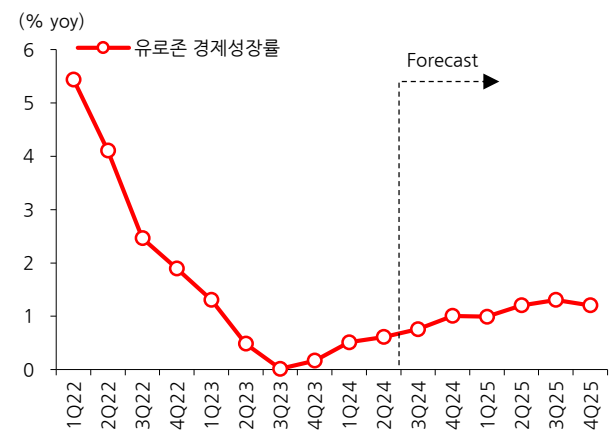
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] 중국: 일단은 연착륙



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림135] 유로존: 미약할 반등



자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

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

◎ MSCI

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

◎ GICS

The Global Industry

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