

# 미국이니까 괜찮아

2025년 전망 시리즈 3

경제전망

# 미국이니까 괜찮아

경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr



## Contents



### 경제전망

Part 1	중장기 고민: Rethinking Fiscal Policy	13
Part 2	미국 - 민간 자생력이 강점	37
Part 3	유럽 - ECB가 나서야 할 때	55
Part 4	일본/중국 - 내수 복원 vs 위험 방어	67
Part 5	한국 - 내수부진과 수출 모멘텀 약화	79

## 미국이니까 괜찮아

“미국 좋은 건 다 알 잤어요? 이미 구조화된 것 아닌가요?”

그렇다. 금융위기 이후로는 미국의 쇠락과 중국의 부상. 즉, G-2 구도 확립 가능성이 제기되었지만, 코로나19 이후로 미국은 명백한 G-1이 되고 있다. 계속되는 인구유입, 생산성 향상, 혁신을 가능하게 만드는 제도와 문화. 그리고 기축통화국의 이점까지. 과연 오늘날 미국을 대적할 자 누가 있겠는가.

코로나19 이후 리세션을 방어하고자, 혹은 보호무역주의에서 전략 산업을 육성하고자 각국은 재정을 많이 썼고, 이는 채무 급증으로 연결되었다.

지금 빚을 내면 이를 갚는 것은 미래 세대라서 필연적으로 재정건전화기 뒤따른다. 지금 유럽, 일본이 그걸 한다.

그런데 미국은 여기서 빚을 더 내겠다고 한다. 여유가 있으니까. 다른 나라처럼 고통화가 심하지도 않을 테고 기축 통화국이니까.

미국이니까 괜찮다는 것이다.

대선후보들의 공약이 현실화되면 장기에는 부정적이지만 단기에는 경기에 좋으니 확장 재정은 강행될 수 있다.

우리 전망의 시계에서 미국 우위 구도가 바뀔 이유는 없다. 사실 2025년 재정 요인을 배제하더라도 민간 자생력만으로 미국의 outperform은 설명된다.

계속 갈 수 있을까? 미래에는 브레이크를 잡아야 한다.

재정긴축보다는 인플레이 유발을 통해 부채를 태우는 금융억압(financial repression)이 선택될 가능성이 상대적으로 커 보인다. 60~70년대처럼 말이다.

재정적자가 유지되는 가운데 중앙은행이 수동적으로 반응하는 것이기에 이는 약한 형태의 fiscal dominance이다. 미국은 여기로 향하는 듯 보인다.

금리를 보는 입장에서는, 중장기적으로 미국 장기금리가 잘 안 떨어질까봐 고민이다.

펀더멘털 우위는 성장에 대한 pricing을 통해 장기금리를 지탱할 수 있다. 반면 부채를 지우는 금융억압은 인플레이를 자극한다. 명목금리 하락에는 부담이다.

다른 나라는? 미국과 금리가 동조화되거나, 그렇지 않으면 통화 가치가 절하될 소지가 있지 않을까?

내년에는 연준이 금리인하를 계속 해 줄 테니 이러한 걱정은 수면 아래에 있을 것이다. 그러나 중기 시계에서 짚어야 할 문제임에는 분명하다.



# 미국이니까 괜찮아

## 1 중장기 고민

### Rethinking Fiscal Policy

- 각국은 리세션 방어와 전략산업 육성을 위해 그간 재정지출 크게 늘려 옴; 국가채무 증가를 수반
- 유럽, 일본, 한국 등 주요국은 준칙에 의거한 재정건전화로 선회. 미국은 그렇지 않고 재정적자를 확대하려는 모습
- 미국 적자 확대 공약이 현실화되면 장기에는 부정적. 단기에 긍정적이며 기축통화국 이점 등 재정 여력이 있기에 선택
- 굳이 공약이 아니더라도 장기 국가채무 급증 고려하면 미국도 재정건전화에 나서야. 금융억압이 유력한 선택지
- 확장재정이 민간 자생력과 맞물려도, 나중에 인플레이를 유발해도 장기금리 하락이 제약될 위험이 상존. 중장기 고민임

## 2 미국

### 민간 자생력이 강점

- 미국 노동시장은 극심한 과열에서 점진적으로 정상화되는 단계. 일시적 충격 없다면 매월 20만 명 내외 일자리 증가 가능
- 소비는 소득에 비례하여 완만한 증가세 둔화. 제조업은 아직 부진하나 금리인하가 시차를 두고 회복을 견인할 것
- 이 과정에서 트럼프 관세 부과 시나리오 현실화되면 제조업/수입수요 중심으로 충격이 들어올 수 있음
- 연준은 물가가 안정된 상태에서 경기/노동시장에 초점. 당사는 실업률 상단을 4.3%으로 전망
- 점도표 중위수에서 제시된 궤적('25년 100bp 인하) 이상의 인하를 단행할 가능성 낮아

## 3 유럽

### ECB가 나서야 할 때

- 유럽은 서비스업과 제조업 동반 부진 경험 중. 특히 고금리와 경제전망 불확실성은 소비보다 저축을 선호하는 현상 유발
- 구조적 요인도 상존: 1) 글로벌 제조업 내 유럽 제품 경쟁력 약화, 2) 너무 많은 규제, 3) 인구 고령화. 이들은 성장을 제약
- 정책대응 여력이 제한적: 각국은 재정건전화 중이며, 구조개혁은 한참 걸리는 문제. 따라서 통화정책에 의존해야 함
- ECB는 예치금리(DFR)를 '25.9월 2%까지 빠르게 인하. 만약 인플레이션 언더슈팅 위험 커지면 종착점은 1.5%



## 미국이니까 괜찮아

### 4 일본/중국

내수 복원 vs 위험 관리

- 일본은 수출과 내수가 동반 개선되면서 '25년 잠재성장률을 소폭 넘는 성장세 시현 전망(1.2%)
- 일본 춘투 협상임금이 인플레이션 연동됨을 고려한다면, 내년 임금 상승률(4.0% 전망)은 올해(5.1%)보다 낮을 것
- 일본 인플레 압력은 점차 경감되나 '25년까지 신선식품 제외 소비자물가 2% 상회하며 BOJ 느린 정상화 지속을 뒷받침
- 중국은 민간 자생력이 취약한 상태. 가처분소득 증가에도 소비심리 부진으로 소비는 답보 상태
- 중국 부동산 하방 방어가 중요. 중국 부동산 부진이 담보가치 하락에 그치지 않고 지방재정과 깊게 연관된 때문
- 중국 재정정책은 위험관리에 초점. 특별국채 발행 통한 Debt swap, 은행자본확충, 건설사 보유 중인 토지매입 조합 선택

### 5 한국

내수부진과 수출 모멘텀 약화

- 그간 국내 경기개선 견인했던 수출 회복 모멘텀은 약화: 반도체 peak-out. 미국 capex cycle 회복 지연
- 내수 중에서는 민간소비가 소폭 올라올 것이나, 건설투자 down-cycle 진행에 따라 전반적으로는 답보 상태
- 정부도 확장재정보다 건전화를 선택. 이에 따라 한국은행 통화정책에 의존해야 하는 상황
- 금융안정 변수 안정을 전제로 당사는 내년 3분기까지 한은 기준금리가 2.50%까지 인하될 것으로 예상

## Global View

- 2025년 세계 경제성장률은 3.1%로 2024년과 같은 속도의 성장 (growth flat)
  - 성장 궤적 차별화: 제조업/교역 영향이 약화되고 내수에 따른 모멘텀 차별화 국면 장기화
  - 미국은 실질임금 상승률 둔화에 비례한 소비 신장; 따라서 모멘텀은 약화되나 잠재성장률 수준은 지킴
  - 모멘텀 측면에서는 미국 이외 선진국 경기반등 기대. 그러나 미국 대비 성장세는 열위에 있을 것
  - 중국은 하방 위험 방어 위한 재정정책 선택; 한국은 건설투자가 성장을 제약
- 금융시장 전망
  - 주식시장: 미국 시장 outperform 지속. KOSPI는 실적 불확실성 완화로 주가 상승
  - 채권시장: 한/미 금리인하 영향으로 실질금리 하락. 연말 미국/한국 10년물 3.5%, 2.9% 예상
  - 외환시장: 강달러 우위 환경 지속. 연말 달러/원 1,350원 전망

## 글로벌 경제전망 요약

(% YoY)		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
GDP성장률	World	(2.7)	6.6	3.6	3.3	3.1	3.1	3.1
	선진국	(3.9)	6.0	2.9	1.7	1.6	1.6	1.7
	미국	(2.2)	6.1	2.2	2.9	2.7	1.8	2.0
	유로존	(6.1)	6.2	3.3	0.4	0.6	1.0	1.2
	일본	(4.3)	2.3	1.0	1.8	(0.1)	1.2	0.9
	신흥국	(1.8)	7.0	4.0	4.4	4.2	4.1	4.0
	중국	2.3	8.1	3.0	5.2	4.8	4.6	4.3
한국	(0.7)	4.3	2.6	1.4	2.2	1.8	1.9	
CPI상승률	World	3.2	4.7	8.7	5.9	4.8	4.2	3.9
	미국	1.2	4.7	8.0	4.2	3.0	2.4	2.2
	유로존	0.3	2.6	8.4	5.6	2.3	2.0	1.9
	일본	0.0	(0.2)	2.5	3.1	2.7	2.2	1.8
	중국	2.5	0.9	2.0	0.7	0.5	1.2	1.5
환율(기말)	유로/달러	1.22	1.14	1.07	1.10	1.06	1.08	1.07
	달러/엔	103.2	115.0	131.1	141.2	150.0	144.0	143.0
	달러/위안	6.53	6.36	6.90	7.10	7.15	7.20	7.23
	달러/원	1,086	1,189	1,265	1,291	1,360	1,350	1,370
WTI (달러/배럴, 기말)	48.5	75.2	80.3	71.6	73.0	75.0	75.0	

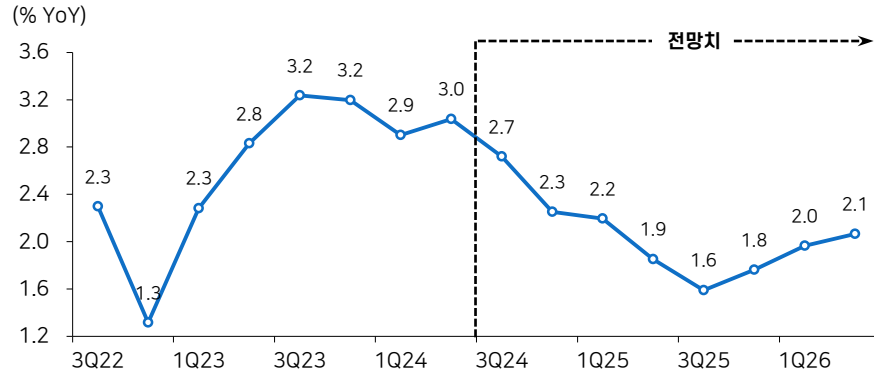
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

## 지역별 전망의 요지

주요 가정	<ul style="list-style-type: none"> <li>미 재정적자 확대 여부는 2025년 말 경 결정</li> <li>여타 지역은 재정건전화 착수; 당장의 성장은 제약</li> <li>지정학적 위험은 상수이지만, 원자재 가격 자극 가능성은 낮음</li> </ul>
지역별 전망 요지	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>미국: 모멘텀 둔화되나 잠재성장률 수준 유지</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>임금 상승률 둔화에 비례한 소비신장세 둔화; 제조업 회복은 2H25</li> <li>연준은 점도표 중위수에 제시된 것 이상으로 dovish하지 않을 것</li> </ul> </li> <li><b>유로존: 순환적 문제와 구조적 문제의 공존</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>소비/투자 회복 지연은 통화긴축/고금리가 시차를 두고 영향 미치기 때문</li> <li>제조업 경쟁력 문제, 인구구조 등 구조적 요인들이 회복 제약하는 요인</li> </ul> </li> <li><b>중국: 정책대응 가시화되었으나, 대규모 경기진작 보다는 위험관리 방점</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>부동산 침체가 진정되고 지방정부 재무 사정 여건 개선되는 것이 중요</li> </ul> </li> <li><b>한국: 2% 성장률 지지 여부 관건</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>수출 모멘텀 약화. 물가안정 확인된 한은은 인하 기조 지속</li> </ul> </li> </ul>

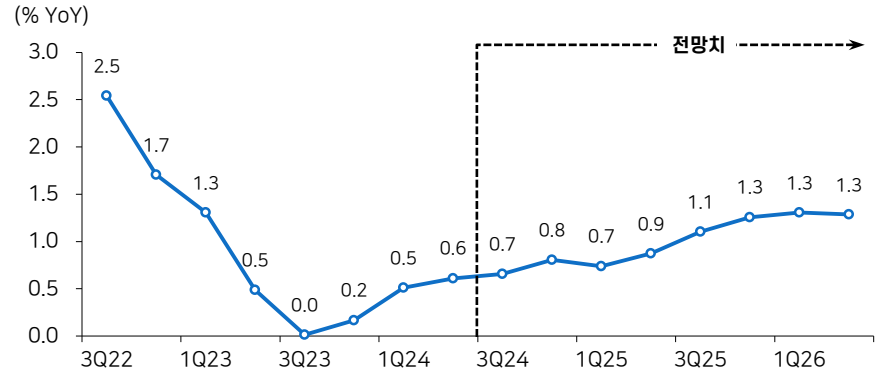
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 미국 분기별 GDP성장률 궤적



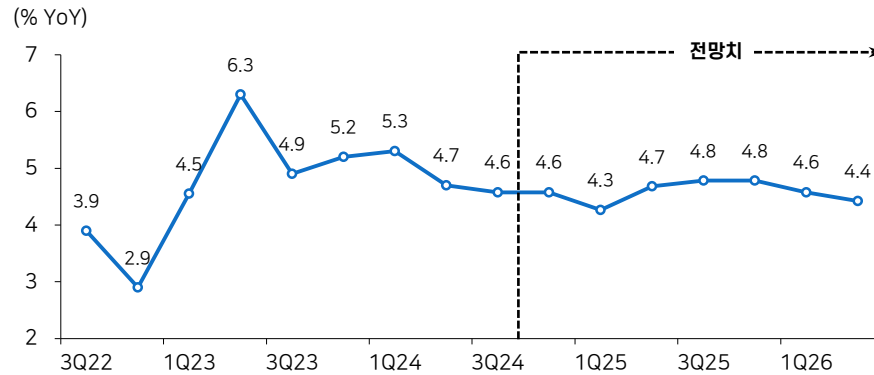
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 유로존 분기별 GDP성장률 궤적



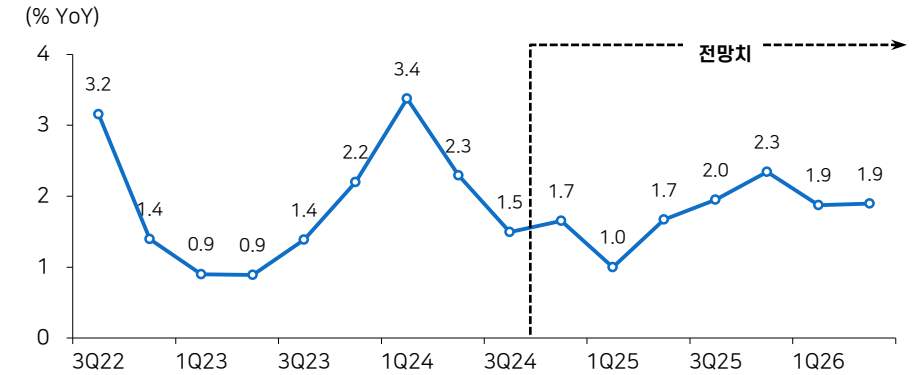
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

## 중국 분기별 GDP성장률 궤적



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

## 한국 분기별 GDP성장률 궤적



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터



# 한국 경제전망 요약: 내수 부진 지속 + 수출 모멘텀 약화

2025년 전망 시리즈 3

경제전망

## 한국 경제전망

- 수출: 반도체 업황 개선으로 2024년 증가; 25년은 미국 제조업 회복이 일부 수반되며 수출 증가세 지지
  - 2025년 반도체 수출 증가율 peak vs. 범 IT, 산업재, 바이오, 화장품 등 신장세 유지 → 전체 모멘텀은 약화
  - 2024년 하반기 이후 설비투자 사이클 개선 동반. 수입 확대-순수출 기여도 하락 유발
- 내수에 대한 전망은 보수적: 순수출 기여도 하락 > 내수 개선; 2%대 성장률 고착화
  - 민간소비는 완만한 회복. 금리인하와 더불어 변동금리 중심 원리금 상환부담 경감 예상
  - 건설투자는 2024년 3분기부터 하강 속도 가속화; 25년 3분기부터 하락 속도 진정, 26년에 회복
- 한국은행은 10월부터 내년 3분기까지 분기별 1회 인하하여 2.50%에서 인하 마무리
  - 한국은행이 인하하는 구간 내에 물가상승률 2% 하회; 금리인하에 적절한 구간

## 한국 경제전망 요약 (2024~25E)

(% YoY)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
GDP	3.3	2.3	1.5	1.7	1.0	1.7	2.0	2.3	2.7	1.4	2.2	1.8
민간소비	1.0	0.9	1.3	1.6	1.5	1.9	1.8	1.5	4.2	1.8	1.2	1.7
정부지출	(0.5)	2.3	2.6	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	4.0	1.3	1.8	2.8
건설투자	1.6	(0.5)	(4.9)	(5.1)	(5.4)	(5.8)	(4.7)	(1.6)	(3.5)	1.5	(2.4)	(4.4)
설비투자	(1.0)	(2.5)	6.3	5.7	3.9	5.2	2.1	3.1	(0.3)	1.1	2.1	3.6
수출금액 (USD, BoP)	6.6	12.6	9.2	7.8	7.5	5.5	6.0	7.5	6.9	(7.1)	9.0	6.6
수입금액 (USD, BoP)	(11.2)	0.3	6.6	4.1	6.4	2.2	1.9	4.6	18.3	(10.0)	(0.4)	3.7
CPI	3.0	2.7	2.1	1.6	1.9	1.9	2.0	2.3	5.1	3.6	2.3	2.0
한은 기준금리 (EoP, %)	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	3.25	3.50	3.25	2.50
달러/원 환율 (EoP, KRW)	1,347	1,376	1,315	1,360	1,370	1,360	1,350	1,350	1,265	1,288	1,360	1,350

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.