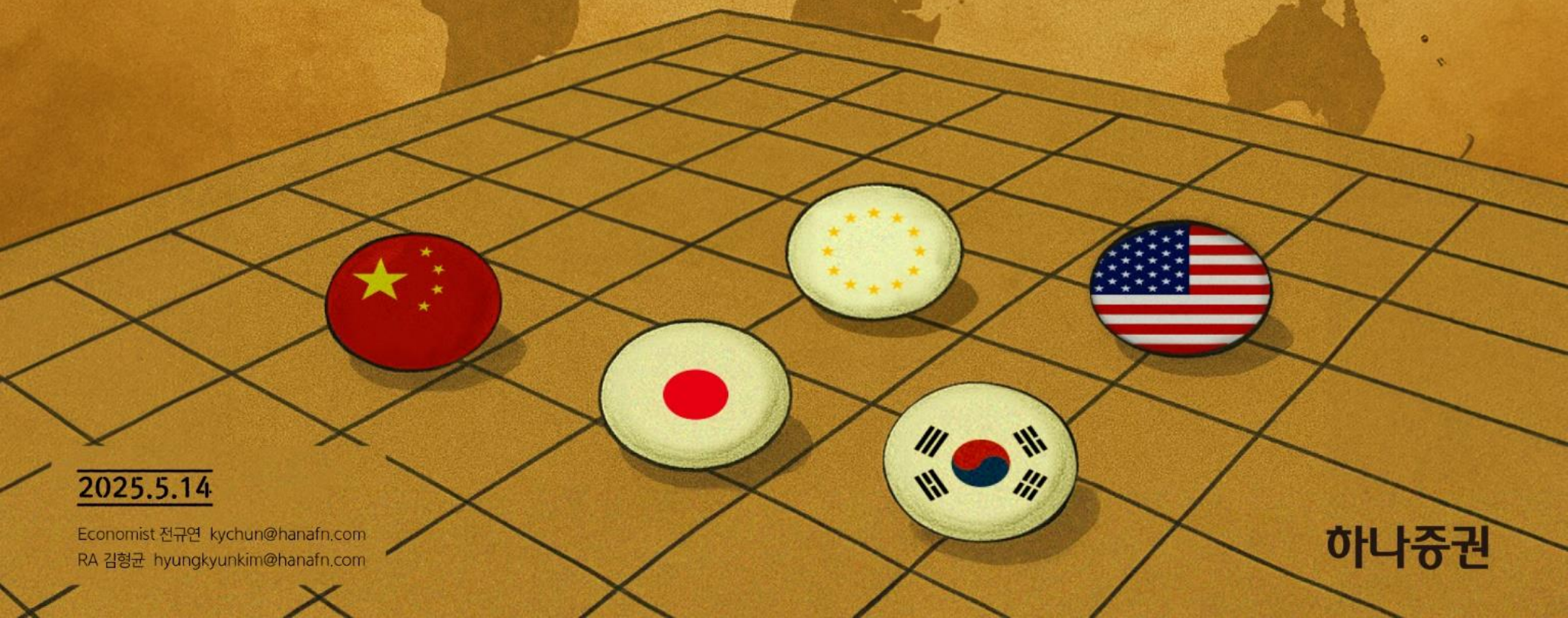
2025년 하반기 글로벌 경제 전망

Loser's game 생존 전략



2025.5.14

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

하나증권

2025년 하반기 글로벌 경제 전망

Loser’s game의 생존 전략

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Economist 전규연 kychun@hanafn.com

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.

Summary

[2025년 하반기 글로벌 경제 전망] Loser's game의 생존 전략

- **[관세전쟁, 승자가 있을 것인가?]** 무역분쟁의 지역 다각화로 인해 시선이 전세계로 분산되고 있지만, 트럼프가 관세전쟁을 통해 원하는 본질은 중국의 기술굴기 견제 및 중국 중심 공급망 약화, 그리고 더 나아가 미국 중심의 공급망을 구축하는 데 있을 것으로 판단한다. 관세를 통한 재정수입 충당 등은 부차적인 이유다. 각국의 무역협상은 사실 미-중-제3국의 이해관계가 얽힌 다자간 협상이지만, 미국은 이를 양자간 협상으로 분리해 중국과 제3국의 연대 형성을 차단하려 하고 있다. 무역 의존도 측면에서 미국이 협상의 우위를 가진 것은 사실이지만, 관세 인상으로 인한 미국 경기 침체 압력도 동반 확대되고 있다. 과도한 경기 충격을 방지하기 위해 미, 중 양국은 5월 14일부터 90일 동안 관세율을 각각 30%, 10%로 낮췄지만 여전히 과거보다 실효관세율은 큰 폭으로 높으며, 이로 인한 경기 둔화와 교역량 감소 흐름은 불가피하다. 관세 충격이 공급 측으로 나타나는 미국은 인플레이션, 수요 측으로 나타나는 중국은 디플레이션이 유발될 가능성이 높다. 미국의 물가 상승이 일시적인지 여부가 하반기 미국 경제의 경로를 좌우할 것이다. 무역협상이 단기에 마무리되고 관세 발 물가 상승이 최종재 위주로 나타날 경우 물가 상승은 일시적일 수 있지만, 무역협상이 장기화되고 중간재 가격 전가가 심화된다면 역내 스태그플레이션 위험도 높아질 것이다. 하나증권은 현재 미국의 [경기 둔화, 일시적 물가 상승] 경로가 가장 유력하다고 판단한다.

- **[트럼프에게 남은 카드가 가져올 결과]** 지나친 관세 전쟁으로 지지율이 급락한 트럼프는 감세안 연장과 부채한도 상향을 포함한 예산안 통과를 하반기 최우선 목표로 삼을 것이다. 미국은 올해 1월 부채한도에 도달해 특별 조치로 지출을 이어가고 있으며, 8~9월 중 디폴트에 이를 수 있다. 또한 트럼프 집권 1기 때 시행된 감세안 중 개인소득세가 연말 만료될 예정인데, 감세안 연장 실패 시 납세자 62%의 세금이 즉각적으로 인상돼 부담이 상존한다. 감세안 연장은 미국 경제의 하방 위험을 일부 상쇄해줄 것이나, 감세안 중 법인세 인하는 이미 영구적으로 시행되고 있어 집권 1기 대비 성장 효과는 제한적일 것이다. 한편 트럼프 정부의 강경한 이민정책으로 불법 입국자가 급감했다. 치안 측면에서는 긍정적일 수 있으나, 미국의 잠재성장률을 높인 근원이 이민자 증가였다는 점을 고려하면 잠재성장률과 중립금리의 상승 흐름이 조기에 마무리될 수 있다. 중립금리 이상의 정책금리를 유지하고 있는 연준은 공급측 물가 상승을 조절할 정책 수단을 가지고 있지 않아 금리 인하에 신중할 것이다. 금리 인하 타이밍은 고용 둔화를 어느 정도 감내하는지에 따라 달라질 것이며, 빈 일자리가 3~4개월 내 소진될 것으로 보이는 만큼 미 연준은 올해 7월과 12월에 각각 25bp씩 금리 인하를 단행할 전망이다.

Summary

[2025년 하반기 글로벌 경제 전망] Loser's game의 생존 전략

- **[미 달러 약세와 외환시장의 판도 변화]** 상대국을 관세와 안보로 위협해 미 국채를 영구채로 전환하도록 장려하며 달러 약세를 유도하는 마러라고 협정은 외환 개입과 각국의 정책 협조를 요하는데, 외환시장은 85년 플라자 합의 때보다 훨씬 복잡해졌으며, 미국채 외국인 자금의 절반 이상을 민간 부문이 보유하고 있어 강제적 조정이 어렵다. 다만 트럼프 정부의 정책 의지와 국부펀드 등 대체 수단 활용 가능성 등으로 미 달러의 약세 압력은 높아질 수 있다. 게다가 더 이상 미국 예외주의가 지속되지 않고, 유럽을 필두로 주요국의 재정 대응 여력이 높아지고 있어 마러라고 협정까지 동원되지 않더라도 미 달러는 연말까지 약세를 보일 가능성이 높아 보인다. 단, 선진통화 대비 미 달러의 약세 폭은 두드러질 것이며, 신흥통화 대비 미 달러 약세 폭은 완만할 것이다. 미국의 우방국이며 어느 정도 경기 방어력이 있는 선진통화와 무역분쟁의 여파가 크고 협상력이 낮은 신흥통화의 체급 차이를 반영해야 하기 때문이다. 달러-원 환율도 미 달러 약세에 연동되며 점진적으로 하락할 것으로 전망하지만, 하락 속도는 더딜 공산이 크다. 미 달러 약세와 한-미 무역협상에서의 통화 절상 요구 가능성 등은 원화의 강세 요인이나, 관세 발 한국 수출 타격 등 취약한 국내 경기 펀더멘털이 원화 강세를 제약하기 때문이다. 분기 평균 달러-원 환율은 2Q 1,400원 – 3Q 1,380원 – 4Q 1,360원으로 연평균 1,398원 내외를 기록할 전망이다.

- **[한국, 이미 부진한 내수에 더해지는 악재]** 2025년 한국 경제는 연간 0.8% 성장할 것으로 전망한다. 내수 부진이 장기화되고 있고 2분기부터 트럼프 관세 부과 영향이 본격화될 가능성이 높아 눈높이 하향 조정은 불가피하다. 국내 수출 둔화 폭은 한-미 무역협상 결과에 따라 달라지겠지만, 대미 수출은 이미 전년비 감소 전환했으며, 미국의 대중 관세가 한국 수출에 미치는 영향도 무시할 수 없는 상황이다. 다만 분기별 성장 경로는 상저하고로 예상하는데, 이는 기저효과와 하반기 반도체 수출 단가 사이클 반등으로 인한 수출 개선 영향이 주요하다. 금년 5월 국회를 통과한 13.8조 규모의 추경은 향후 3개월 동안 집중적으로 집행되며 내수 진작을 도모하겠지만, 정치적 혼란, 산불 확산 등 예외적 변수들이 국내 경제의 하방 압력을 추가로 높였던 만큼 금번 추경은 경기 하단을 지지해주는 역할에 그칠 듯 하다. 6월 대선 이후 2차 추경 집행 여부와 추경 규모가 연간 1% 성장률 달성 여부를 좌우할 것이다. 지난 2009년~2019년 한국 정부 추경의 성장률 제고 효과를 종합해보면 GDP 대비 1% 규모의 재정지출은 한국 성장률을 평균 0.33%p 높였다.

Summary

글로벌 경제: 2025~26년 주요 경제지표 전망

			2024					2025					2026
			1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간
글로벌		GDP					3.3					2.6	2.8
		CPI					5.7					3.9	3.5
주요국	미국	GDP	1.6	3.0	3.1	2.4	2.8	-0.3	0.8	0.6	1.0	1.2	1.5
		CPI	3.3	3.2	2.6	2.7	3.0	2.7	3.0	3.5	3.4	3.2	2.9
		정책금리	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.50
		미 달러인덱스	103.6	105.2	102.7	105.4	104.2	106.7	101.0	98.5	97.0	100.8	98.0
	유로존	GDP	0.5	0.5	1.0	1.2	0.9	1.2	0.8	0.6	0.7	0.8	1.1
		CPI	2.6	2.5	2.2	2.2	2.4	2.3	2.1	2.1	2.0	2.1	1.9
		정책금리	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50
		유로-달러	1.09	1.08	1.10	1.07	1.08	1.05	1.12	1.13	1.13	1.11	1.14
	일본	GDP	-2.1	3.2	1.4	2.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	0.8	0.8
		CPI	2.5	2.7	2.8	2.9	2.7	3.8	3.1	2.7	2.1	2.9	1.8
		정책금리	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00
		달러-엔	148	156	149	152	151	153	144	142	140	145	136
	중국	GDP	5.3	4.7	4.6	5.4	5.0	5.4	4.5	4.0	4.2	4.5	4.8
		CPI	0.0	0.3	0.5	0.2	0.2	-0.1	0.3	0.6	0.5	0.3	0.8
		정책금리	3.45	3.45	3.35	3.10	3.10	3.10	2.85	2.85	2.75	2.90	2.70
		달러-위안	7.19	7.24	7.17	7.21	7.20	7.28	7.15	7.20	7.10	7.20	6.90
WTI(평균, $/bbl)			77	81	75	70	76	72	63	60	58	63	60

자료: Bloomberg, 하나증권

Summary

2025년 국내 GDP 성장률 0.8% 전망

	2024					2025					2026
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	연간
GDP성장률(%,YoY)	3.3	2.3	1.5	1.2	2.0	-0.1	0.5	1.1	1.9	0.8	1.9
(전분기비)	1.3	-0.2	0.1	0.1		-0.2	0.6	0.7	0.8		
민간소비	1.0	0.9	1.4	1.2	1.1	0.5	1.7	1.7	2.1	1.5	1.8
건설투자	1.6	-0.5	-5.7	-6.6	-3.0	-12.2	-7.6	-3.7	1.4	-5.5	2.0
설비투자	-1.0	-2.5	5.9	4.5	1.6	4.2	9.0	3.2	2.5	4.7	1.2
수출(억달러)	1633	1715	1736	1751	6836	1598	1650	1724	1815	6784	7190
(증가율)	8.0	10.1	10.5	4.2	8.1	-2.1	-3.8	-0.7	3.6	-0.8	6.0
수입(억달러)	1548	1570	1600	1599	6318	1526	1580	1637	1678	6418	6741
(증가율)	-11.1	-1.4	6.2	0.9	-1.7	-1.4	0.6	2.3	4.9	1.6	5.0
무역수지(억달러)	85	145	136	152	518	73	70	88	137	366	449
경상수지(억달러)	227	253	240	270	990	120	110	140	170	540	600
소비자물가(%,YoY)	3.0	2.7	2.1	1.6	2.3	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
실업률(%)	3.3	3.0	2.2	2.8	2.8	3.3	3.1	2.9	3.0	3.1	3.0
원/달러(평균)	1329	1371	1357	1400	1365	1452	1400	1380	1360	1398	1320

자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프가 관세전쟁을 통해 본질적으로 원하는 바는 무엇일까?

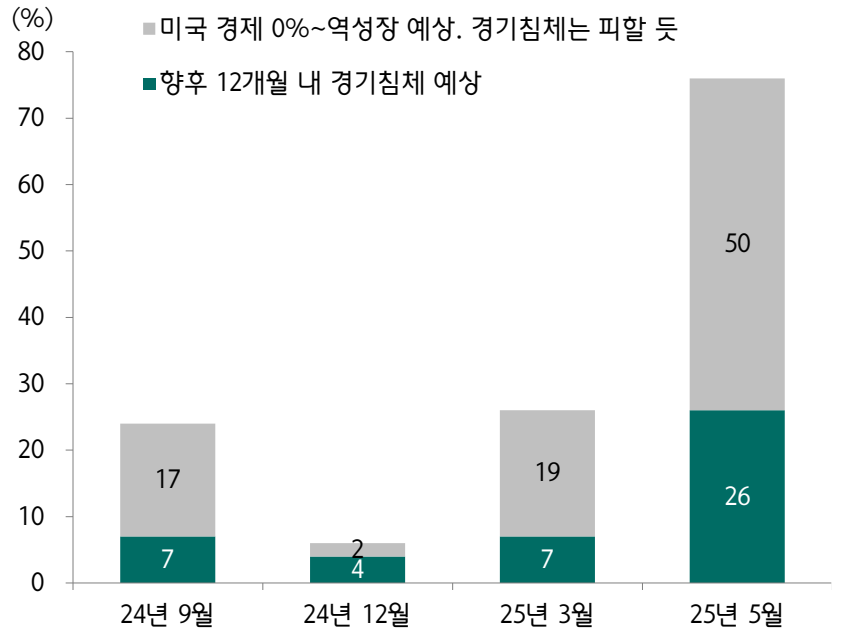
- 글로벌 경제는 트럼프 정부의 관세전쟁에 휘말리며 한 치 앞을 예측하기 힘든 상황. 집권 1기 당시 무역분쟁을 주도해본 경험이 있는 트럼프는 백악관 재입성(1/20) 후 그간 예고했던 관세 정책을 빠른 속도로 현실화하면서 각국을 압박하기 시작
- 무역 의존도 측면에서 미국이 협상의 우위를 가진 것은 사실이지만, 관세 인상으로 인해 미국 경기 침체 압력도 동반 확대되는 중
- 무역분쟁의 지역 다각화로 인해 시선이 전세계로 분산되고 있지만, 여전히 본질은 중국의 기술굴기 견제 및 중국 중심 공급망 약화에 있을 것으로 판단. 관세를 통한 재정수입 충당 등은 부차적인 이유

트럼프 집권 2기의 주요 관세 정책

발표일	대상	근거법	대상국	관세율	시행일
2/1	전 품목	IEEPA	캐나다, 멕시코	최대 25%	2/4
			중국	10%+10%	2/4, 3/3
2/11	철강/알루미늄	무역법 232조	모든 수입국	25%	3/12
3/24	전 품목 (세컨더리 관세)	IEEPA	베네수엘라 산 원유,가스 수입국	25%	4/2
3/26	완성차	무역법 232조	모든 수입국	25%	4/3
	차 부품		모든 수입국	25%	5/3
4/2	보편관세	IEEPA	모든 수입국	10%	4/5
	상호관세		57개국	국가별 차등 (한국 25%)	90일 유예 (중국 제외)
4/11	상호관세	IEEPA	중국	125% (누적145%)	4/12
5/12	관세 유예	-	중국	총 30%(하향)	5/14

자료: KITA, 언론보도, 하나증권

미국 경제학자들의 성장률 둔화 및 경기침체 전망 강화

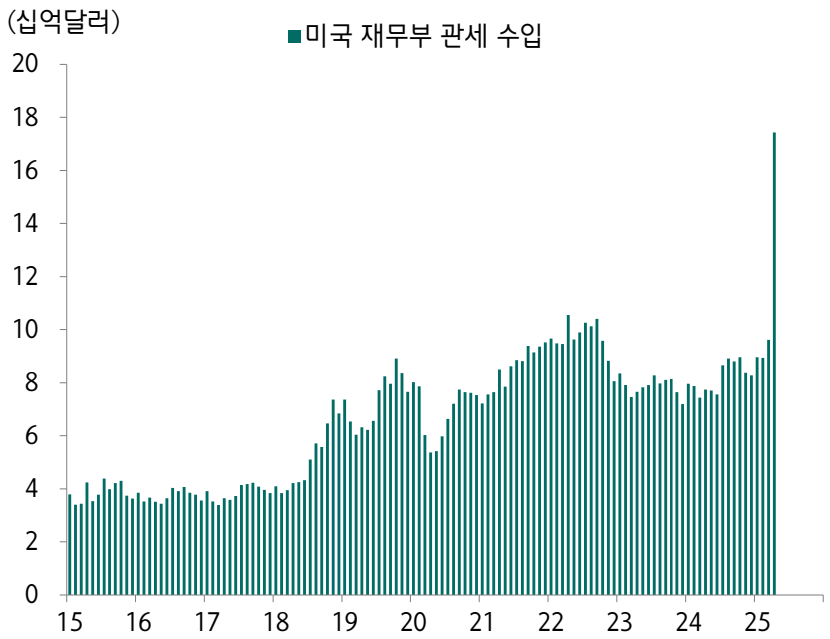


주: 조사는 4/25~30일에 진행
자료: Bloomberg, 하나증권

관세를 통한 세수는 본격적으로 늘어나기 시작

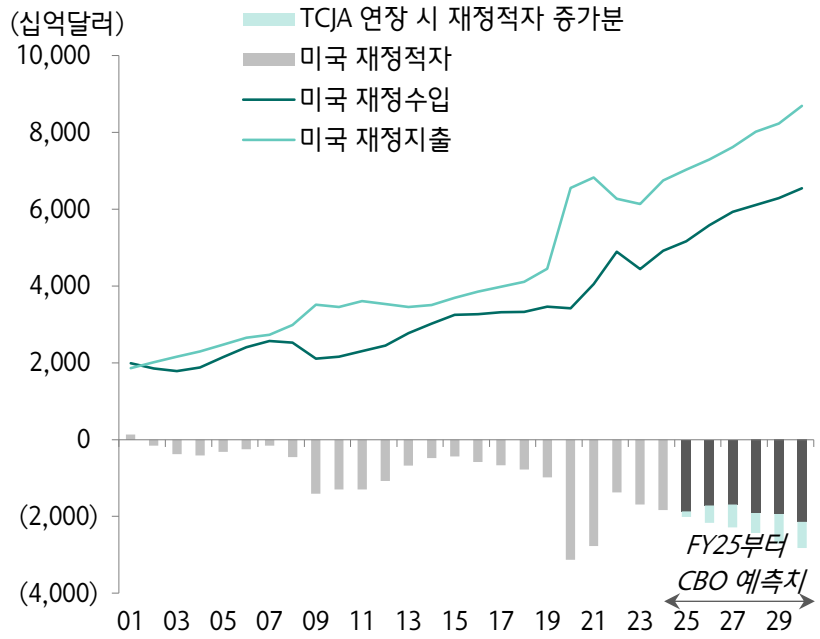
- 트럼프가 바라보는 관세 = (미국에 유리한 조건을 위한) 무역협상 도구 + (협상이 기대에 못 미친다면 차라리) 재정수입 수단
- 트럼프의 관세 정책이 순차적으로 현실화되면서 관세청을 통한 재무부 세금 유입 확대. 4월 관세 수입은 전월보다 80% 이상 급증. 수입업체의 2/3는 당월 관세 납부분을 다음 달 15번째 영업일에 내기 때문에 3월에 실시된 정책들의 영향이 가시화된 것으로 해석
- 4월부터 부과되는 보편관세, 자동차관세 등이 세수로 유입되기 시작하면 관세를 통한 세수는 역대 최대 수준이 될 전망

본격적으로 늘어나기 시작한 미국 재무부의 관세 수입



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 FY2025 재정적자는 $1.86조, TCJA 연장 시 $2.02조 내외로 추산

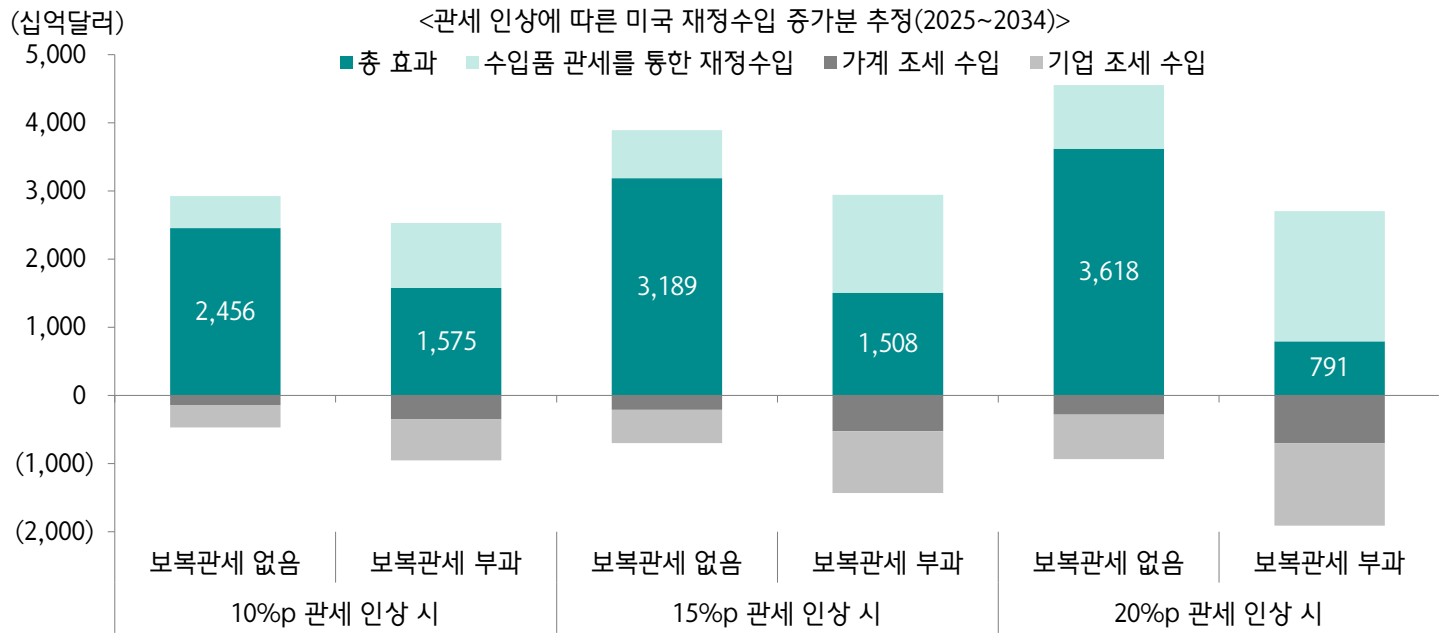


자료: CBO, Thomson Reuters, 하나증권

관세 → 소득세 대체 아이디어 실현은 불가능할 듯

- 트럼프는 각종 관세 정책을 통해 1년 이내에 $6천억~$1조의 신규 세입을 확보할 수 있으며, 이를 통해 정부부채를 줄이고 소득세를 대체할 수 있다고 주장. 하지만 실제 관세 인상을 통한 세수 증가분은 백악관 추산치 대비 턱없이 낮을 것으로 추정
- PIIE 연구 결과, 10%p 관세 인상 시 재정수입은 향후 10년 간 총 $2.5조 수준이며, 상대국의 보복관세 부과 시 총 $1.6조 내외로 줄어들게 됨. 관세를 통한 재정수입은 미국 수입액에 비례해 늘어나지만, 인플레이션과 실질 가처분소득 감소 등으로 미국의 수입 수요가 줄어들게 되며, 경기 둔화로 소득세와 법인세가 줄어드는 간접적 영향도 고려할 필요

10%p 관세 인상을 통한 세수 증가분은 10년 간 총 $2.5조 내외. 성장 둔화로 가계와 기업으로부터 세수 감소

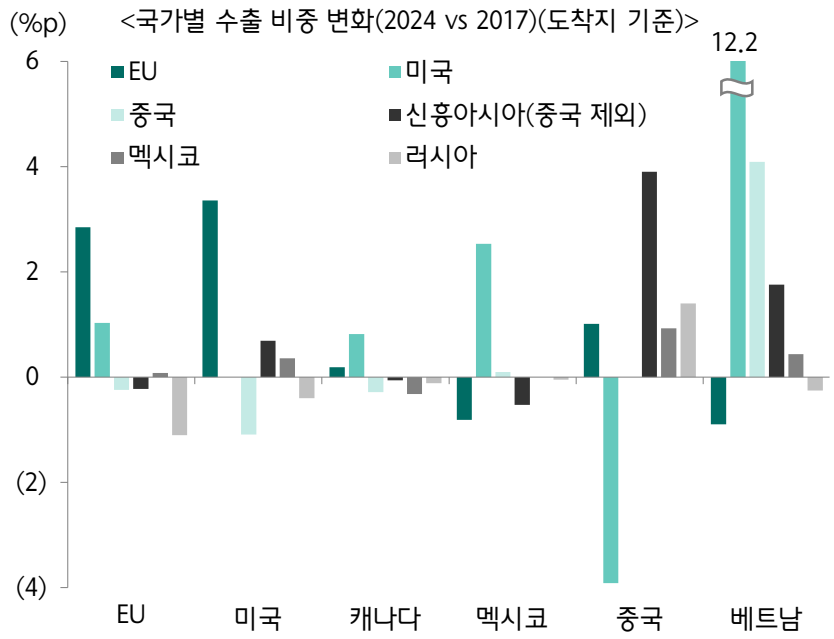


자료: PIIE, 하나증권

트럼프 1기 이후 재편된 글로벌 공급망

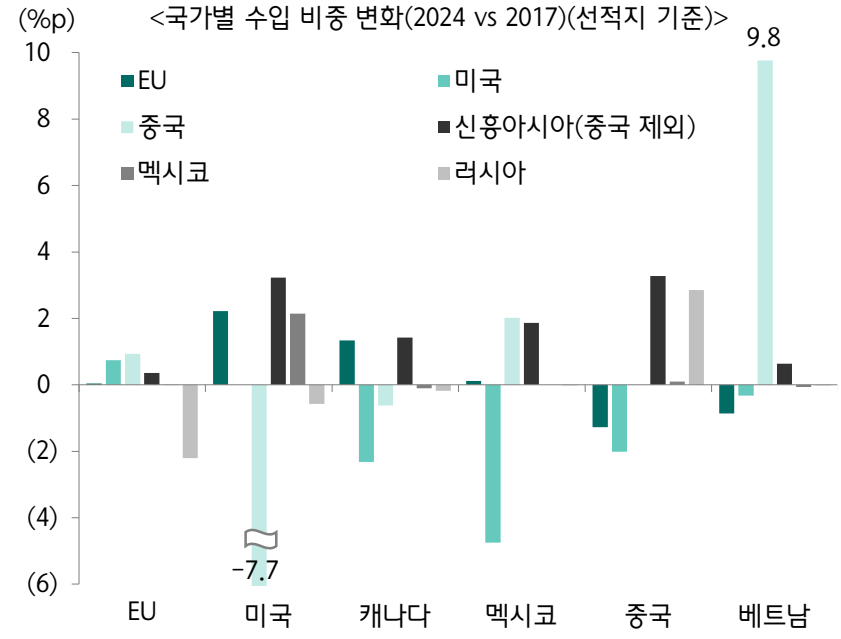
- 트럼프 집권 1기 무역분쟁을 시작으로 글로벌 공급망은 본격적으로 재편되기 시작. 공급망 분절화는 2020년 팬데믹, 2021년 러-우 전쟁 등을 거치면서 점차 강화되었고, 자국우선주의 성향 심화로 전세계적으로 보호무역조치 확대
- 글로벌 공급망은 트럼프 집권 1기 때와 상당히 달라진 상태. 에너지 패권은 미국-EU, 러시아-중국 위주로 나뉘었으며, 미-중 교역 의존도는 약화. 중국은 대미 직접 수출 대신 베트남, 멕시코를 통한 우회수출을 늘렸으며, 미국은 신흥아시아, 멕시코로부터 수입 증가

중국의 대미 직접 수출 줄어드는 대신 베트남, 멕시코 통한 우회수출 증가



자료: IMF, 하나증권

베트남의 대중 수입 급증. 미국은 신흥아시아와 멕시코로부터 수입 증가

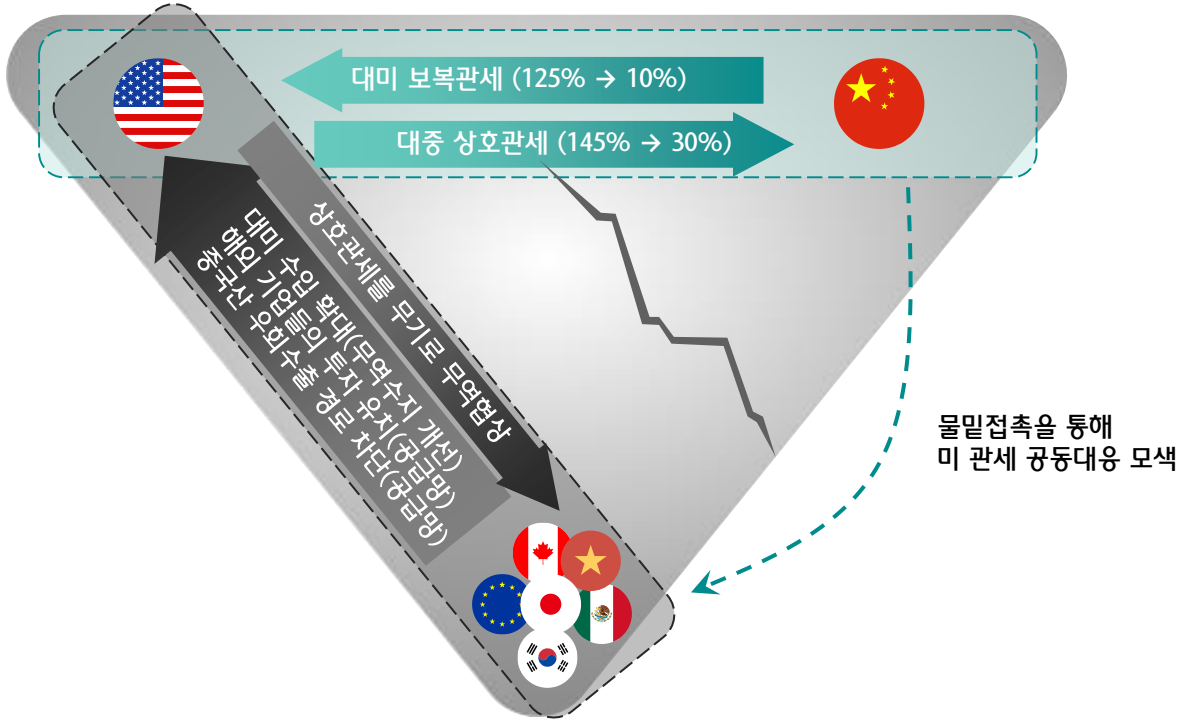


자료: IMF, 하나증권

Next Step: 탈중국화 → 미국 중심의 공급망 구축

- 트럼프 집권 1기 무역분쟁의 목표가 글로벌 공급망의 탈중국화에 있었다면, 집권 2기의 목표는 여기서 나아가 “미국 중심의 공급망”을 구축하는 데 있을 것. 가능하면 미국 내부에 공급망을 구축해 역내 투자 확대, 일자리 창출 등을 도모. 미국 내 생산이 어렵다면 미국의 우방국들이 공급망을 가지고 있도록 해 지속 가능한 공급망을 구축하려는 목표를 가지고 있을 전망
- 결국 트럼프 2기 관세전쟁도 미-중 패권전쟁의 일환이며, 미국으로부터 고율관세 협박을 받고 있는 여타 국가들은 G2 중 어느 편에 서는 것이 유리한지 따져봐야 하는 상황. 미국은 다자간 협상을 양자간 협상으로 분리해 중국과의 연대 형성을 차단하려는 모습

실상은 미-중-제3국 간 다자간 협상이지만, 트럼프는 이를 양자간 협상처럼 꾸며 미국에 유리한 결과를 도출하려 함



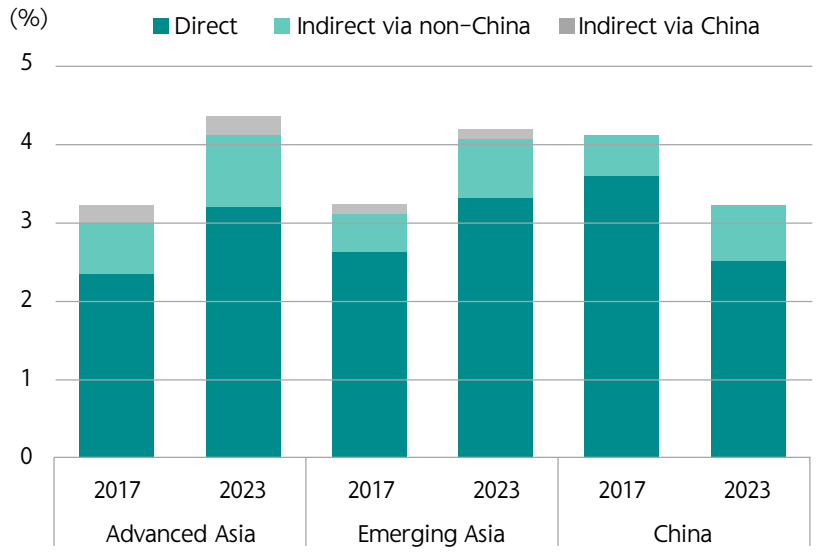
자료: 하나증권

고율 관세의 주요 타겟이 된 아시아

- 글로벌 공급망 재개편과 중국 경제 부진 장기화로 중국을 제외한 아시아 국가들의 대미 교역 의존도는 과거보다 높아진 상황
- 특히 팬데믹 이후 아시아 경제는 수출이 빠른 속도로 증가하며 내수 부진을 상쇄해주는 형태로 회복되었고, AI 산업을 필두로 고부가 가치 제품에 대한 수요 확대가 대미국 수출의 기반이 되었던 만큼 미국의 고율 관세는 아시아 수출국에 부정적 영향 불가피
- 미-중 경쟁 속 신흥아시아 수출국이 새로운 저가 공급처로 자리잡을 시 해당 국가의 수혜 가능성도 상존하나, 그간 ASEAN-중국 간 교역량 상승 및 대중 의존도 심화를 감안할 때 해당 국가들의 중국에 대한 완벽한 차단도 어려울 것

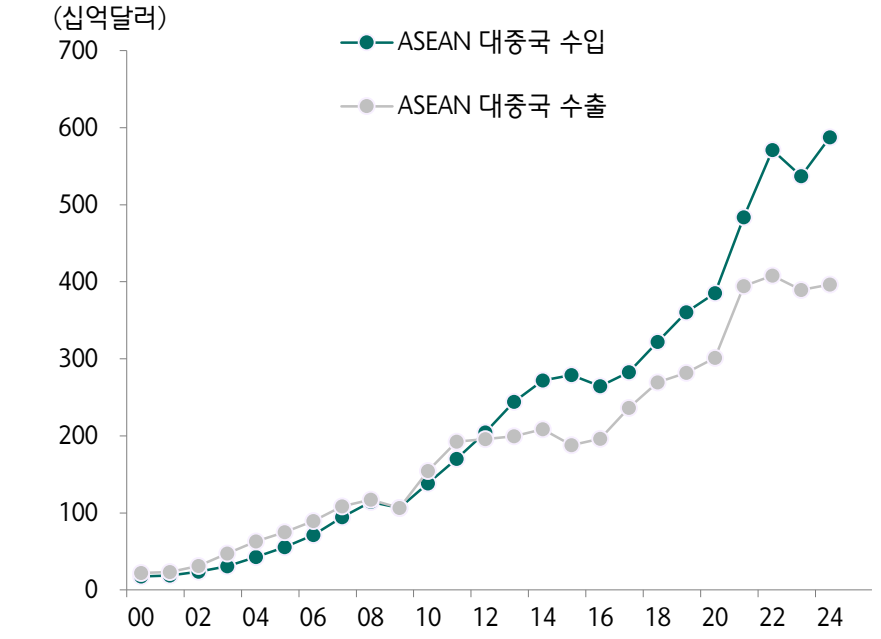
과거보다 대미 교역 의존도가 직간접적으로 높아진 아시아 수출국

<지역별 대미 수출 부가가치 비중(총 부가가치 대비, %)>



자료: IMF, ADB, 하나증권

2020년 RCEP 타결 후 이후 ASEAN 국가들의 대중 의존도도 확대

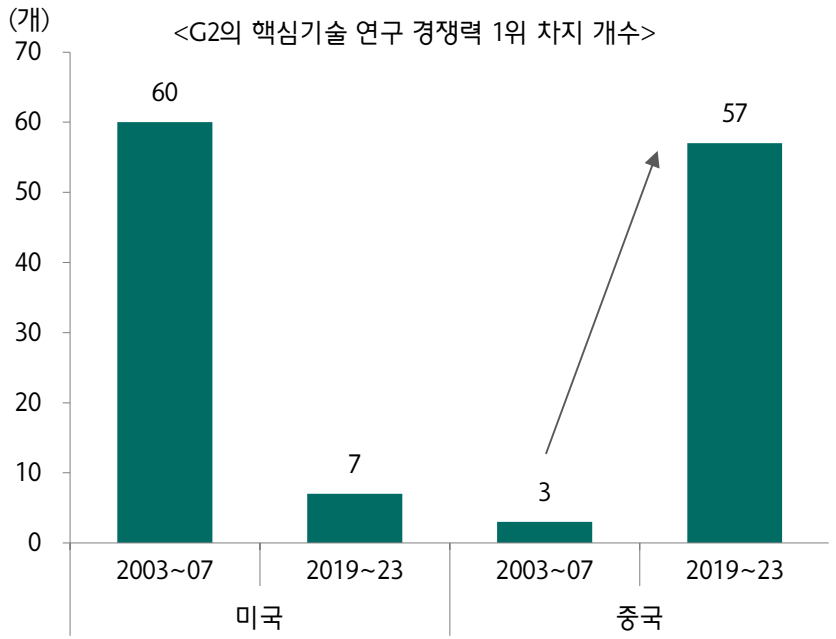


자료: CEIC, 하나증권

중국의 기술 굴기와 G2 기술 패권 경쟁 장기화

- ASPI(호주전략정책연구소)가 최근 5년간 발표된 논문을 통해 핵심기술의 국가별 연구 경쟁력을 분석한 결과, 핵심기술 64개 부문 중 레이더, 위성 위치추적, 드론, 첨단 데이터 분석 등 약 90% 분야에서 중국의 연구 경쟁력이 1위로 나타남. 미국은 양자 컴퓨팅과 유전자 기술, 백신 등 7개 부문에서만 1위 차지. 특히 한 국가가 기술을 독점할 위험이 높은 부문 24개에서 중국이 모두 1위를 차지
- 중국 기술 굴기에 대한 미국의 경계감 확대. 트럼프는 반도체, AI, 전기차, 통신장비 등 핵심기술 분야에서 중국과 공급망을 분리하고 각종 수출 제재를 통해 중국의 첨단기술 내재화를 지연시켜 미국 중심의 기술 생태계를 유지해나가는 데 초점을 맞출 듯

급속도로 높아지고 있는 중국의 핵심기술 경쟁력



주: ASPI(호주전략정책연구소)가 최근 5년간 발표된 논문을 통해 핵심기술의 국가별 연구 경쟁력 분석
자료: ASPI, 하나증권

미국과 중국의 주요 수출 규제 현황

연	월	부과	대상	내용
'22	10	미국	중국	중국 첨단 AI 반도체 수출 통제
	12			중국 군사 현대화 지원 기업(28개) 수출 제한
	12	중국	미국	네오디뮴 영구자석, 태양광 잉곳 · 웨이퍼 수출 금지
'23	8	미국	중국	위성 및 항공우주 기술 보유 중국 7개사 수출 금지
	12	중국	미국	인조 · 천연 흑연 등 8개 품목 수출 통제
'24	7	중국	미국	안보상 이중용도 품목 수출 허가제 도입
	9	중국	미국	안티몬 12개, 초경질재료 5개 등 17개 품목 수출 통제
	10	미국	중국	미국 제재 회피 및 제3국 우회수출 혐의 6개사 통제
	12			대중국 고대역폭메모리 공급 수출 통제
'25	1	중국	미국	양극재 제조 기술, 리튬 · 갈륨 추출 공정 수출 통제
	2			텅스텐, 텔루륨, 비스무트, 몰리브덴, 인듐 수출 통제
	3	미국	중국	중국 관련 80개 기업 수출 규제, 첨단기술 추가 제한
	4	중국	미국	사마륨, 가돌리늄 등 희토류 7종 수출 통제

자료: KITA, 주요 언론, 하나증권

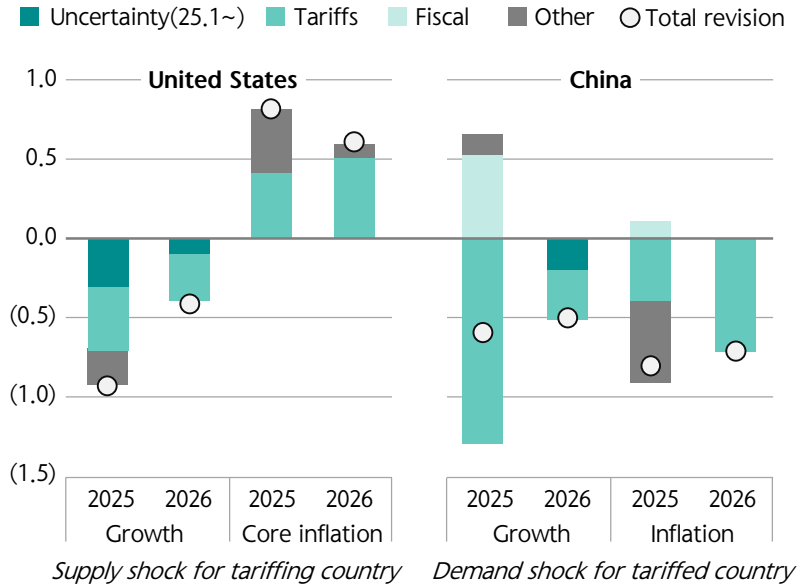
Economist 전규연

관세 인상 후 서로 다른 고민, 인플레이션 vs 디플레이션

- 미국 수입품에 대한 실효관세율 3%→25% 수준으로 상승. 글로벌 경기 둔화 및 교역량 감소 흐름은 불가피
- 다만 각국 물가의 경우, 관세로 인한 충격이 공급측으로 나타나는지 혹은 수요측으로 나타나는지에 따라 향방 달라질 것. 공급 충격 → 인플레이션, 수요 충격 → 디플레이션 유발

관세로 인한 영향은 공급/수요 충격에 따라 국가별로 다르게 나타나

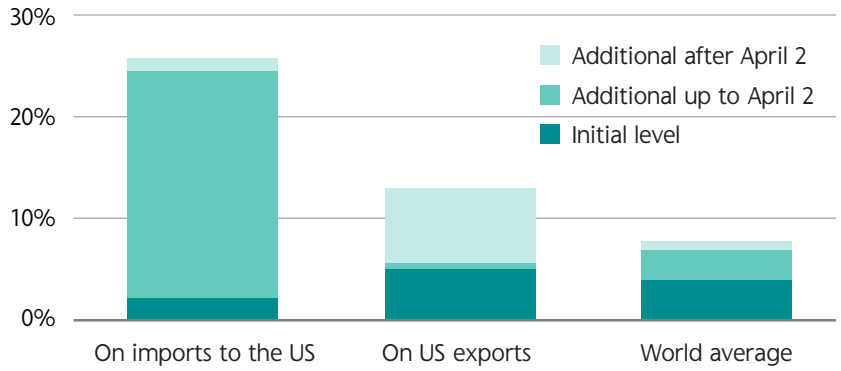
<IMF 의 미·중 성장률 및 물가 전망치 조정의 항목별 기여도(1월 vs 4월)>



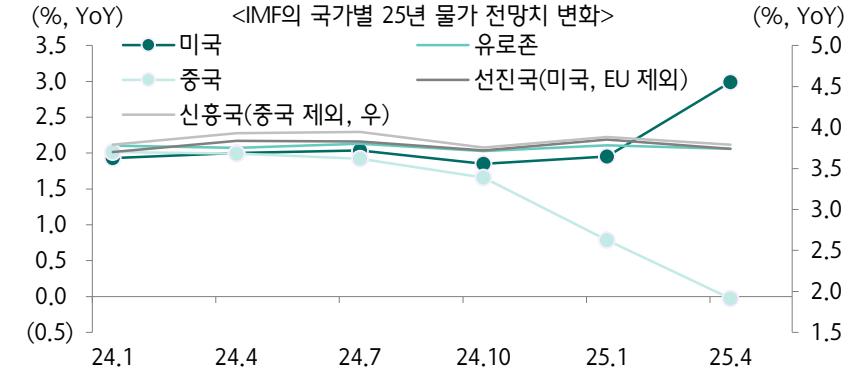
자료: IMF, 하나증권

미국 수입품 실효관세율 25% 수준. 전세계적으로 높아진 관세 부담

<트럼프 행정부의 관세 인상 및 각국 보복관세 정책을 반영한 실효관세율>



G2의 서로 다른 고민, 인플레이션 vs 디플레이션

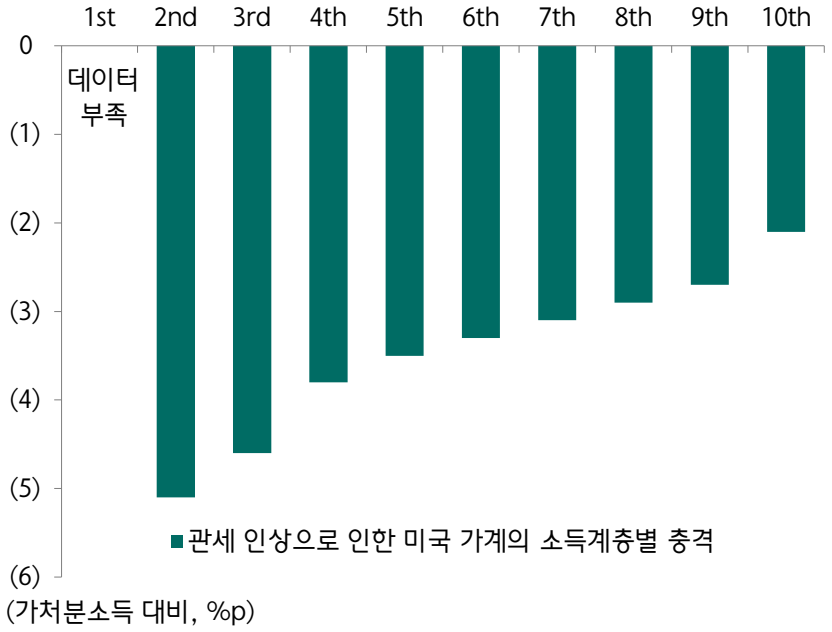


주: 실효관세율은 4/12까지 발표된 글로벌 관세 정책 기준
자료: IMF, 하나증권

미국 가계, 인플레이션으로 사실상 세금 부담 증대

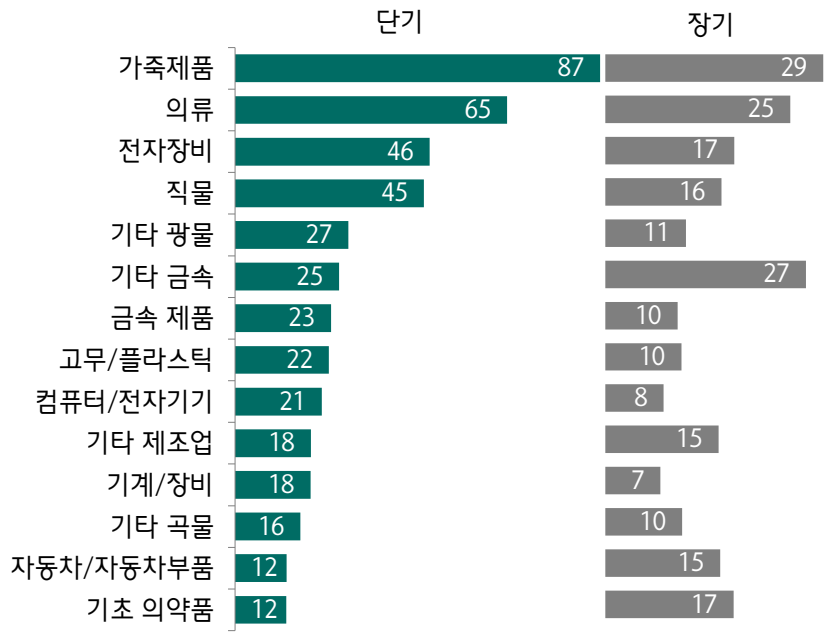
- 관세 인상으로 인한 물가 급등은 가계와 기업의 대체품 모색 과정을 통해 서서히 안정될 것이지만, 무역분쟁 전 기존 물가 경로 대비 장기 물가 상승은 불가피한 부분. 의류, 전자장비, 광물/금속 등에서 단기 물가 상승 압력이 크게 나타날 소지
- 예일대학교 예산연구소는 관세로 인한 미국의 단기 물가 상승률이 3.0%, 중장기 물가 상승률은 1.6% 내외일 것으로 추정
- 모든 소득계층의 생활비 부담이 늘어나겠지만, 저소득층은 식품/생필품에 대한 지출 비중이 높아 가처분소득 대비 충격 확대

관세 부과로 인한 물가 상승은 소득 하위 계층에게 가장 큰 영향을 미칠 것



자료: The Budget Lab, 하나증권

관세 인상으로 인한 품목별 가격 상승률 추정

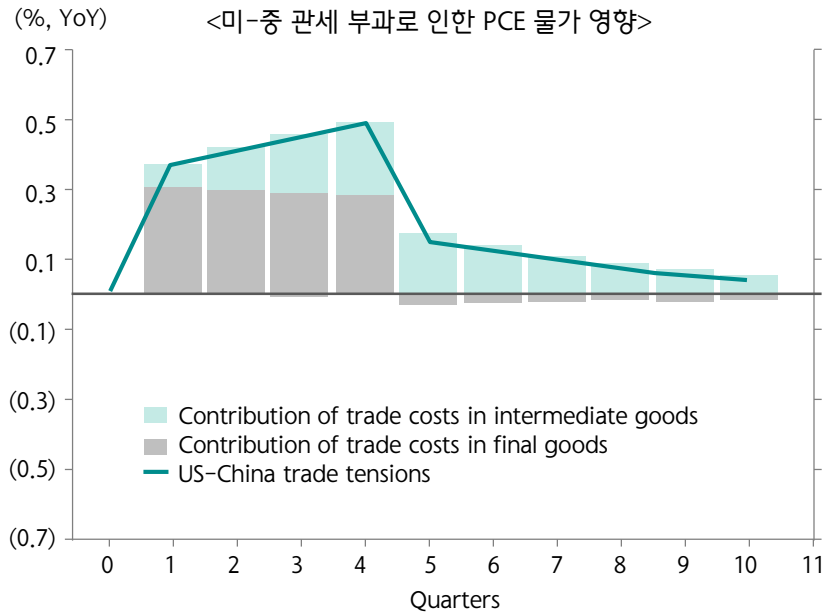


주: 현재 가격 대비 증가율(%)
자료: The Budget Lab, 하나증권

일시적(Transitory) 인플레이션, 절반은 맞고 절반은 틀리다

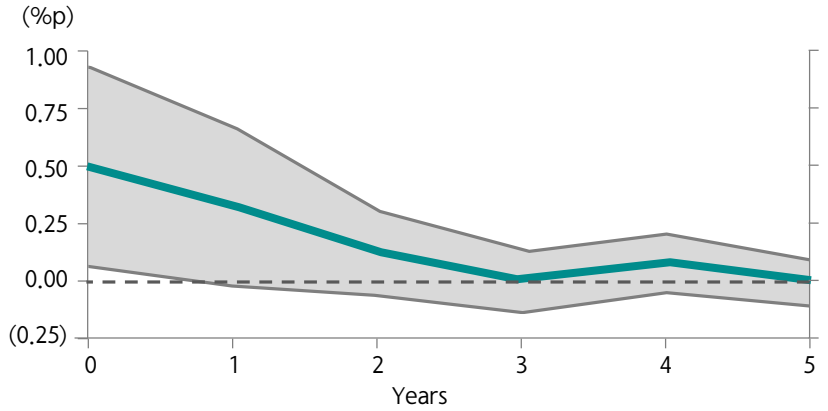
- 관세 발 최종재 교역비용 증가가 단기적으로 물가에 미치는 영향은 더 크지만, 이는 4분기의 시차를 두고 소멸
- 반면 중간재 관세는 물가에 미치는 영향이 최종재보다 적지만 지속적이며, 제조업 기업의 수익성 면에서도 부정적. 기업들은 이를 최종재 가격에 전가하거나 비용으로 감당해야 함

미-중 관세 부과로 인한 물가 상승, 지속성은 재화 특성에 따라 달라져

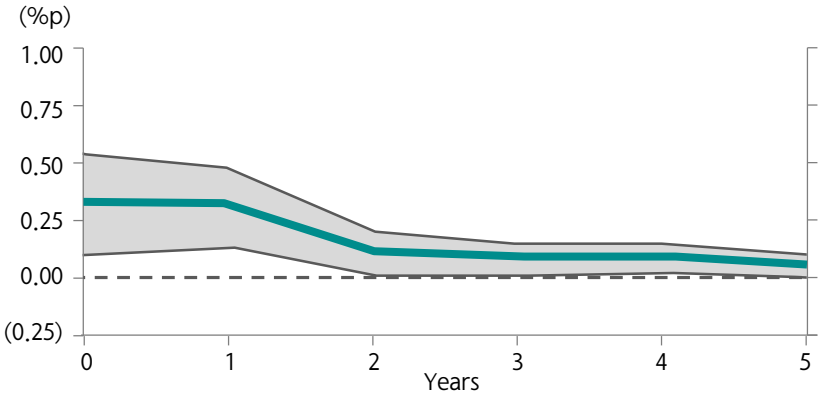


주: 미국의 대중 관세 20%, 중국의 보복관세 10% 부과 시 시나리오
자료: FRB, 하나증권

최종재 교역비용 증가에 따른 CPI 반응 경로



중간재 교역비용 증가에 따른 CPI 반응 경로

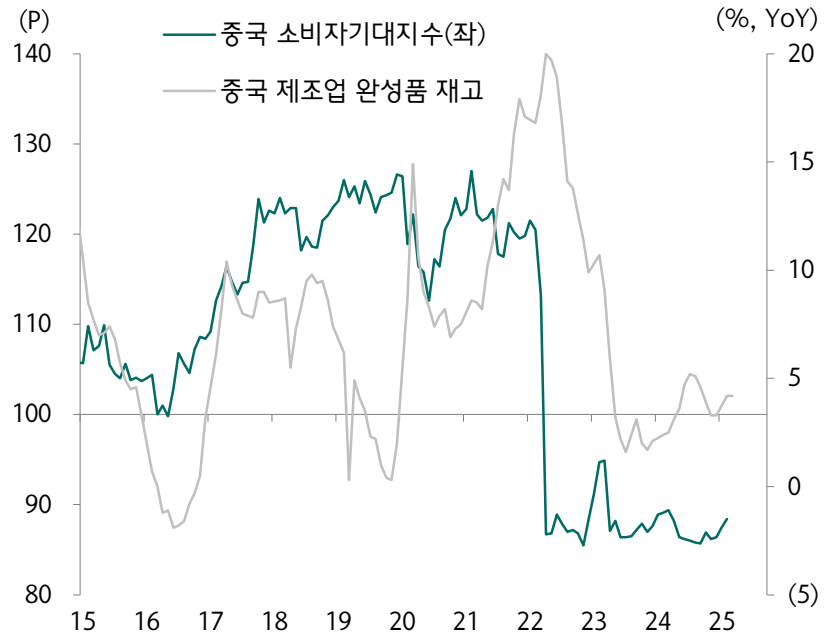


주: 교역비용이 10%p 증가할 때 CPI의 충격반응함수
자료: FRB, 하나증권

수출 → 내수로 판로 전환을 유도하는 중국, 저물가 장기화 위험

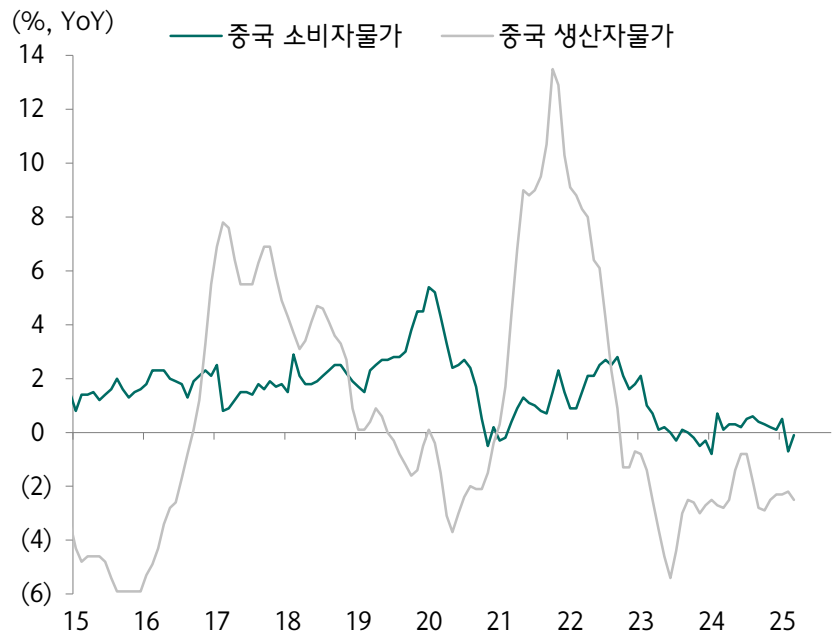
- 관세로 인해 해외 수요가 위축됨에 따라 중국은 수출 기업의 판로를 국내 시장으로 전환하도록 유도하고 있으나, 이미 역내 재고가 늘어나고 있으며, 중국 경기 둔화 장기화 및 부동산 경기 침체로 가계의 소비심리도 낮은 수준
- 중국 정부가 재정지출을 확대하더라도 소비 부진과 과잉생산 국면 속에서 디플레이션 위험은 불가피. 중국 소비자물가는 식품, 가전 등의 가격 하락으로 마이너스를 기록했으며, 생산자물가도 원자재 가격 조정으로 마이너스 흐름 지속. 기업 수익성 둔화될 우려 상존

중국 가계의 소비심리 부진. 제조업 재고도 늘어나는 양상



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 소비자물가와 생산자물가는 마이너스 증가율 시현

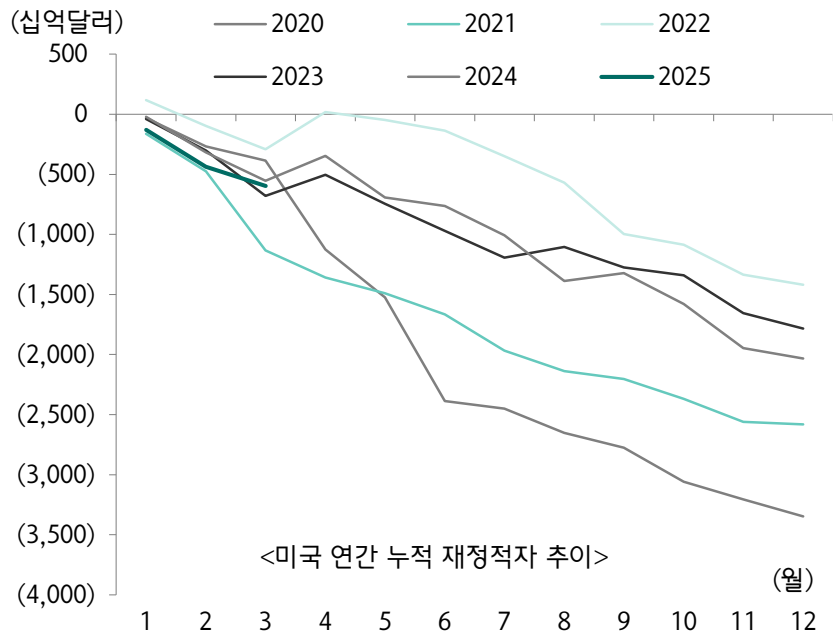


자료: CEIC, 하나증권

X-date 임박한 미국, 부채한도 증액을 포함한 예산안 통과 필요

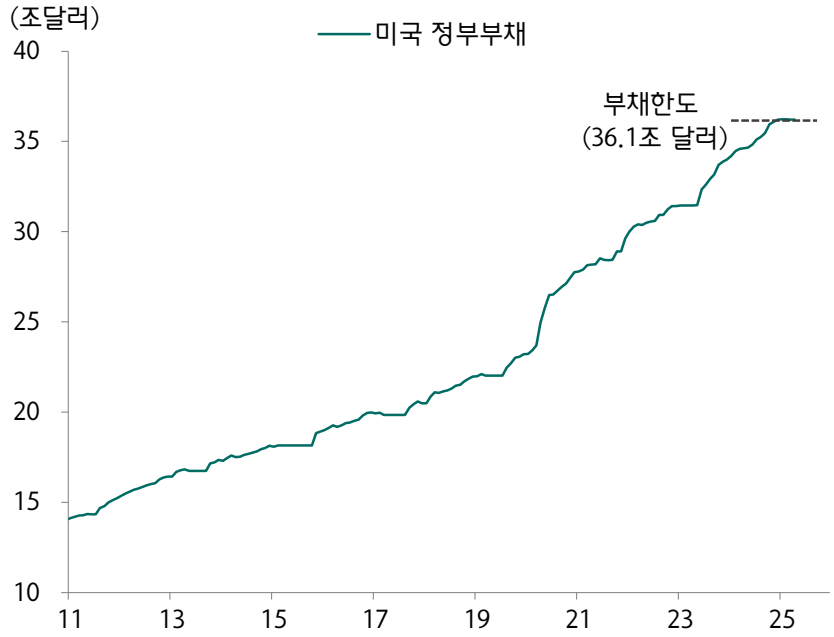
- 미국은 올해 1월 초 부채한도(36.1조 달러)에 도달한 상태로, 현재 TGA 잔고와 특별 조치로 지출을 이어나가는 중. 재무부는 현금 잔고 소진 등으로 디폴트에 이르는 X-date를 8~9월로 예상 중. 8월 의회 휴회 감안 시 7월까지 부채한도 상향 또는 적용 유예 필요
- 트럼프 정부는 TCJA 연장과 부채한도 상향을 연계 추진 중. 지난 4월 5일과 10일, 상·하원 예산결의안이 각각 통과되면서 예산 조정 절차(Budget reconciliation)를 거치고 있는 상황. 상·하원 모두 TCJA 주요 조항을 영구적으로 연장하는 것을 목표로 하나, 지출 삭감 규모에서 큰 차이가 나며(상원 40억 vs 하원 1.5조), 부채한도도 상원은 41.1조(+5조), 하원은 40.1조(+4조) 증액을 추진

트럼프 집권 이후 빠르게 늘어나고 있는 미국 재정적자



자료: Thomson Reuters, 하나증권

미국 정부부채는 올해 1월 부채한도(36.1조 달러)에 도달



자료: Thomson Reuters, 하나증권

드라마틱한 효과는 아니더라도 감세안이 경제 하방 압력 상쇄

- 상원 대비 하원의 지출 삭감 및 부채한도 규모는 보수적이며, 공화당 강경파 의원들의 이견 상존해 예산 조정 과정에서 리스크 상존
- TCJA 연장 시 관세로 인한 미국 경제의 하방 압력이 일부 상쇄될 수 있어 예산안 통과는 하반기 트럼프 정부의 정책 우선순위가 될 것
- 다만 TCJA 중 법인세 인하(35%→21%)는 이미 영구적으로 시행되고 있어 집권 1기 대비 감세안으로 인한 성장 효과는 제한적일 것. 올해 말 만료되는 것은 개인소득세, 표준공제액, 자녀세액공제 등. 개인소득세 연장 실패 시 납세자 62%의 세금이 즉각적으로 인상

TCJA 개인소득세 연장과 트럼프 관세 부과가 미국 경제에 미치는 영향

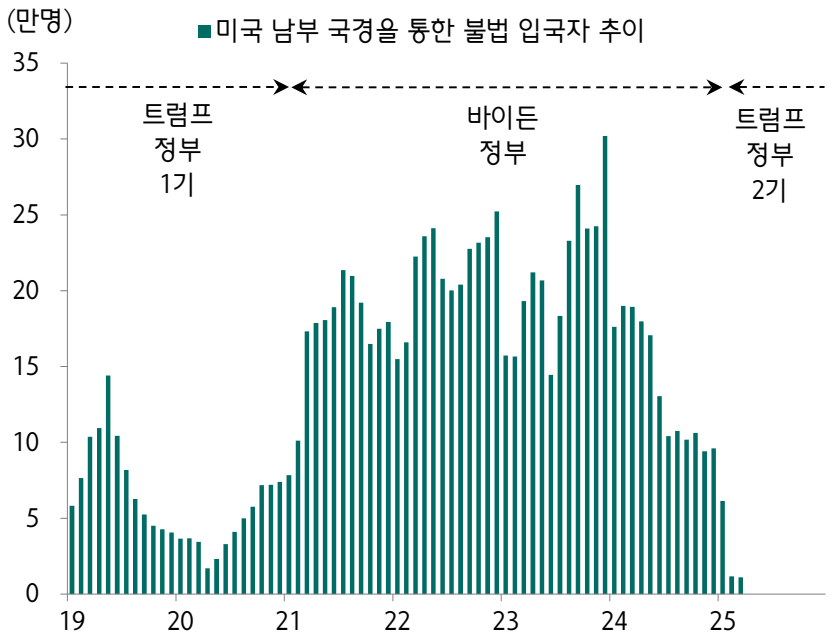
	TCJA 개인소득세 연장 효과	미국 발 관세 부과 영향 (4월 발표 기준)	총합
GDP	0.4%	-0.7%	-0.3%
자본스톡	-0.7%	-0.6%	-1.3%
고용(풀타임 근로 시간을 고용으로 환산)	688,000	-695,000	-7,000
세수(2025-2034, 십억달러)	-$3,518.90	$1,996.50	-$1,564.10
정책의 경제 영향 반영한 동태적 세수(2025-2034, 십억달러)	-$3,049.80	$1,198.60	-$1,851.20
임금상승률	2.2%	-1.1%	1.0%

자료: Tax Foundation, 하나증권

이민 정책, 과도한 추방이 초래한 역효과

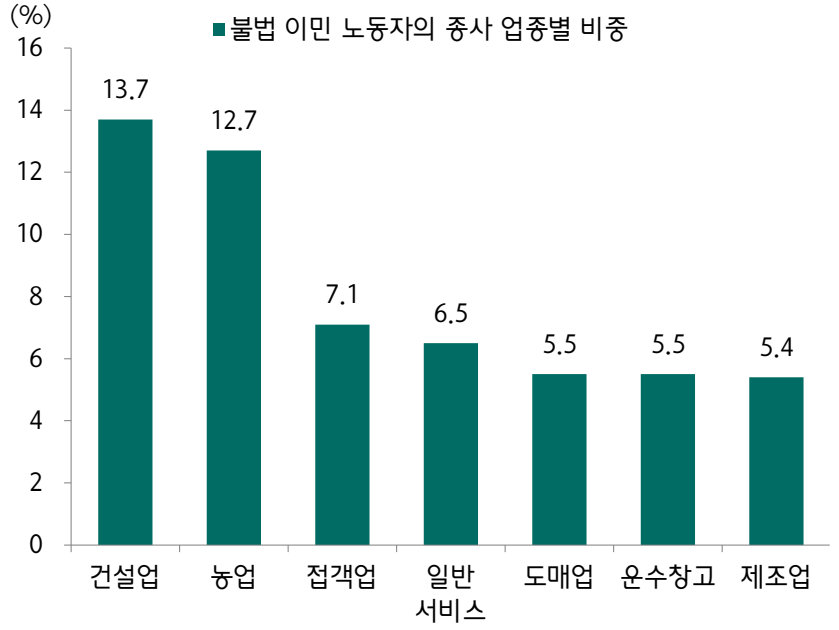
- 트럼프 정부는 미국 남부 국경의 비상사태 선언 등을 통해 불법 이민자 신규 유입을 억제하고 강제 송환하며 강경한 이민정책 지속
- 올해 남부 국경에서의 불법 입국자 단속 건수 급감. 불법 이민자 감소는 치안 등 사회적 문제를 줄일 수 있다는 점에서 긍정적이나, 노동력 감소 측면에서 경기 둔화 및 물가 상승 압력을 야기할 소지. 불법 이민 노동자는 건설업, 농업, 접객업 등 저임금 업종에 편중
- 집권 초기 가장 많은 지지를 받던 이민 정책에 대한 여론도 반대 여론 우세로 역전. 불법 이민자 강제 추방이 과도하다는 인식 확대

트럼프 취임 후 미국 남부 국경을 통한 불법 입국자 급감



자료: 미국 관세국경보호청(CBP), 하나증권

불법 이민 노동자들은 대체로 저임금 업종에 종사



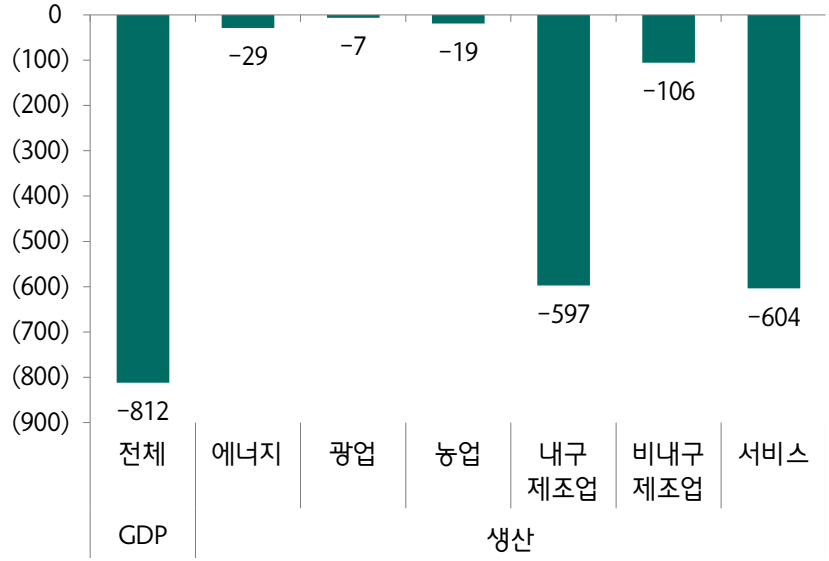
주: 해당 업종 전체 노동자 대비 비중
자료: 미국 이민협의회(AIC), KCIF, 하나증권

잠재성장률을 높이던 근원(= 노동력) 상실. 중립금리 제한될 듯

- 트럼프는 연내 불법이민자 100만 명 추방을 목표로 함. 과거 멕시코인을 대거 추방(130만 명)했던 1955년 웻백작전 같은 상황 발생 시 성장률은 25년 -0.2%, 28년까지 -1.2% 감소
- 미국 잠재성장률이 노동투입량 증가로 인해 상승했다는 점 감안 시 잠재성장률이 낮아지며 중립금리도 제한될 듯

불법이민자 추방 시 미국 GDP 및 생산에 타격 불가피

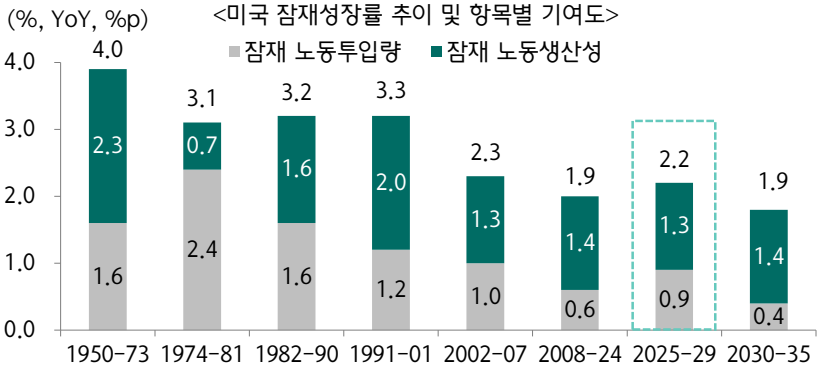
<불법이민자 추방 시 미국 GDP 및 생산 영향>



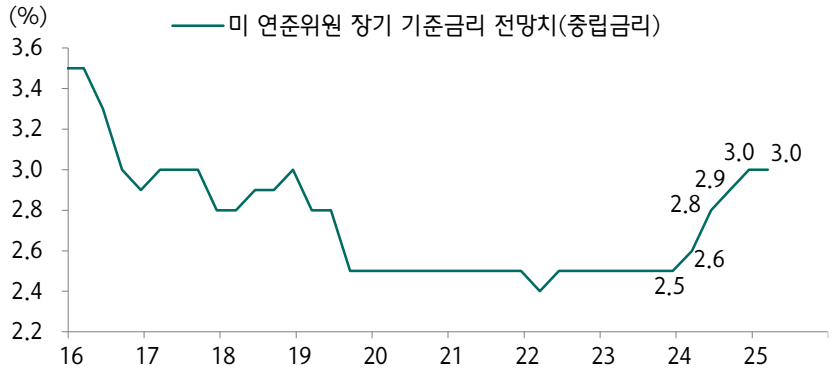
주: 불법이민자 130만 명 추방 시 시나리오
자료: PIIE, 하나증권

이민자 증가로 인한 신규 노동투입으로 25~29년 미국 잠재성장률 높아져

<미국 잠재성장률 추이 및 항목별 기여도>



잠재성장률의 상향 가능성이 낮다면 중립금리도 더 이상 높아지기 어려워

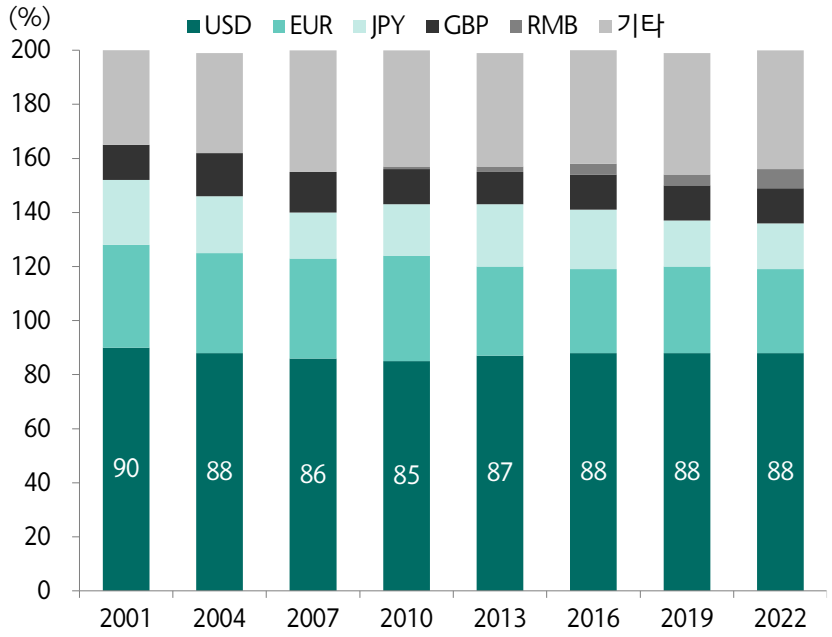


자료: CBO, FRB, 하나증권

미 달러의 고평가, 기축통화국으로서 짊어져야 할 짐

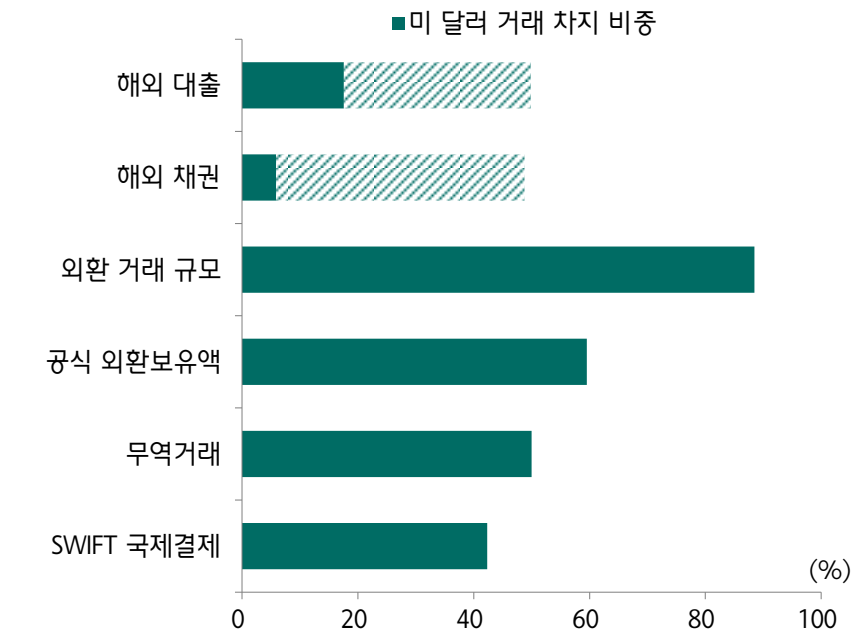
- 글로벌 외환 거래에서 미 달러가 차지하는 비중은 88%(총 200% 중) 수준으로 지난 20여년 간 거의 변하지 않음. 달러가 외환 거래의 매개 통화로 사용되며, 역외 달러화 표시 대출 및 채권의 비중이 높아 달러의 위상이 한순간에 변하지는 않을 것
- 다만 트럼프 정부가 트리핀 딜레마를 근거로 달러 약세를 유도하고 있어 달러의 패권 약화 여부에 촉각. 기축통화국은 달러 자산에 대한 전세계적인 수요로 인해 차입 비용이 낮고 금융지배력을 갖는 장점을 보유. 그 대신 기축통화국으로서 견뎌야 할 무게는 달러의 과대평가와 무역적자로 인한 실물경제 부담

글로벌 외환 거래 규모 중 미 달러 거래 비중



주: 외환 거래는 두 통화 간의 교환으로 이루어지므로 거래 비중의 총합은 200%
자료: BIS, 하나증권

미 달러의 국제적 위상은 상당히 높아

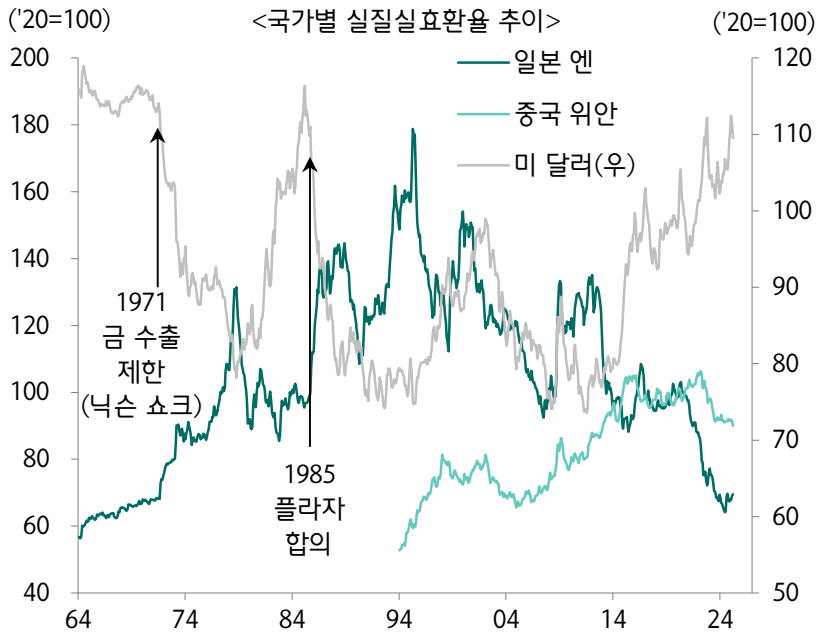


주: 빗금 친 영역은 역외거래 비중을 뜻함
자료: BIS, 하나증권

마러라고 협정(Mar-a-Lago Accord)은 현실화되기 어렵지만…

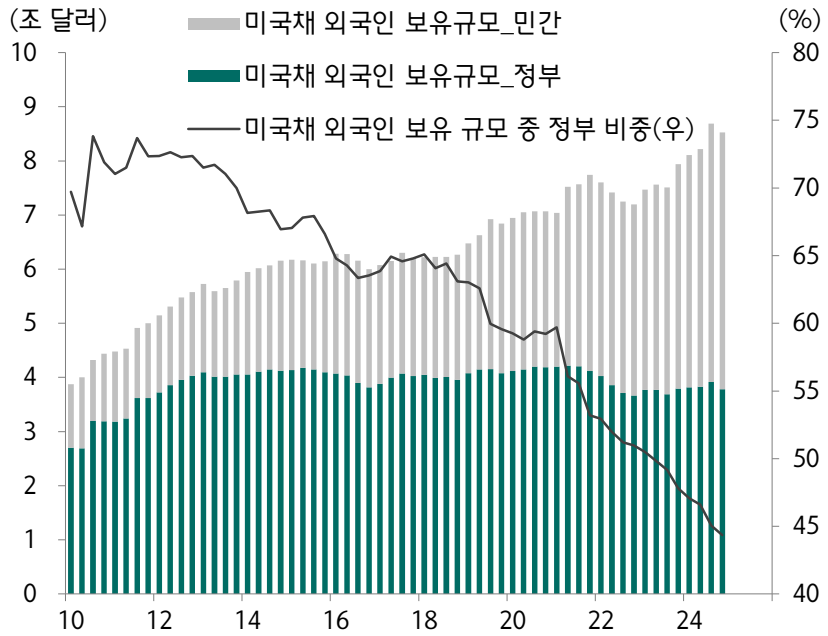
- 마러라고 협정은 상대국을 관세와 안보로 위협해 보유한 미 국채를 100년 만기 국채나 영구채로 전환하도록 장려해 달러 약세를 유도하는 방안으로, 1985년 플라자 합의 때처럼 외환 개입과 각국의 정책 협조를 요함
- 외환시장은 과거보다 훨씬 복잡해졌으며, 미국채 외국인 자금의 절반 이상을 민간 부문이 보유하고 있기 때문에 강제적 조정 어려움
- 다만 트럼프 정부의 정책 의지가 강하고, 일대일 무역협상 과정에서 통화 협정을 꾸준히 모색할 수 있는 점, 국부펀드 등 대체 수단 활용(국부펀드를 통해 해외자산 투자), 미 국채에 대한 신뢰도 약화 가능성 등으로 미 달러의 약세 압력은 높아질 수 있음

실질실효환율 상으로 상당히 고평가된 미 달러



자료: Bloomberg, 하나증권

미국채 외국인 자금은 정부보다 민간이 보유한 규모가 더 큼

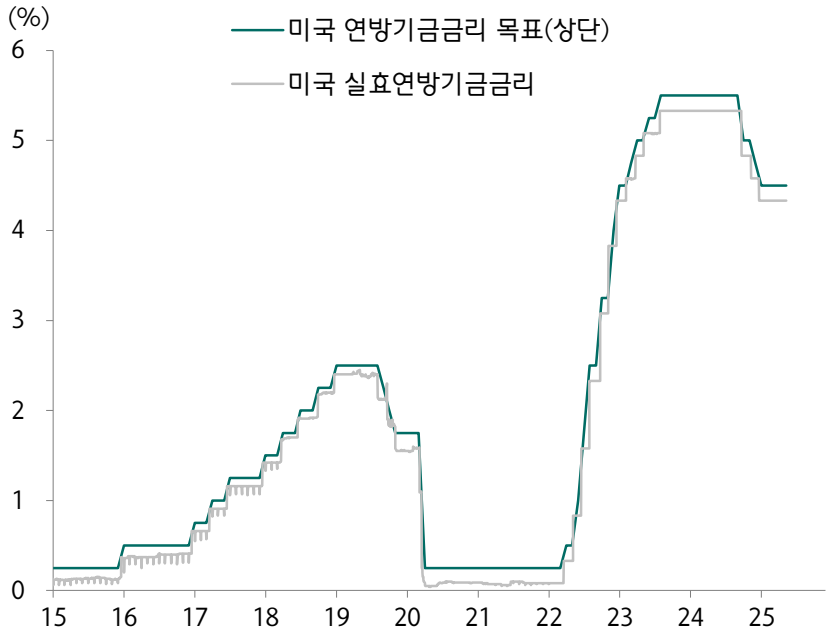


자료: Bloomberg, 하나증권

연준이 인내심을 가질 수밖에 없는 이유

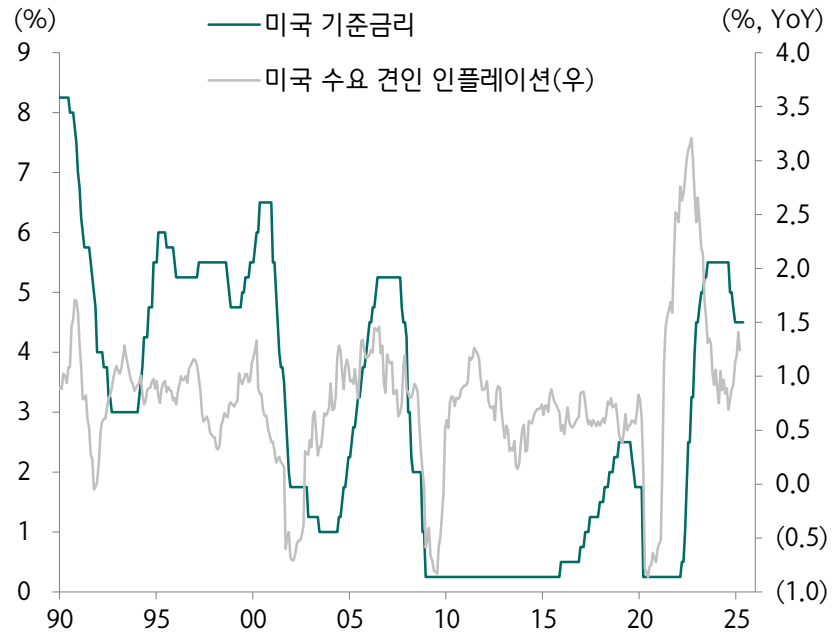
- 트럼프 관세 인상의 영향으로 미국 내 물가와 고용 리스크가 둘 다 높아질 것으로 예상되지만, 주요국과의 무역협상 과정이 진행 중에 있기 때문에 국제 정치가 미국 경제에 미칠 영향을 판단하는 데까지는 시간이 소요될 듯. 정책 운신의 폭 제한적
- 부진한 심리에도 불구 아직까지 실물경제의 악영향은 확인되지 않았고, 물가 상승 가능성은 높은 상황. 관세는 공급측 물가 압력을 높이는 요소. 연준은 금리를 통해 수요측 물가 압력을 조절하기 때문에 현 국면에서 취할 수 있는 정책 수단이 많지 않음
- 결국 관세로 인한 일시적 물가 상승은 피하기 어렵겠지만, 이를 장기화되지 않도록 하는 것이 연준이 할 수 있는 최선

미 연준은 정책금리 목표 범위를 4.25 ~ 4.50%로 동결



자료: Thomson Reuters, 하나증권

중앙은행은 금리 결정을 통해 수요측 물가 압력을 조정

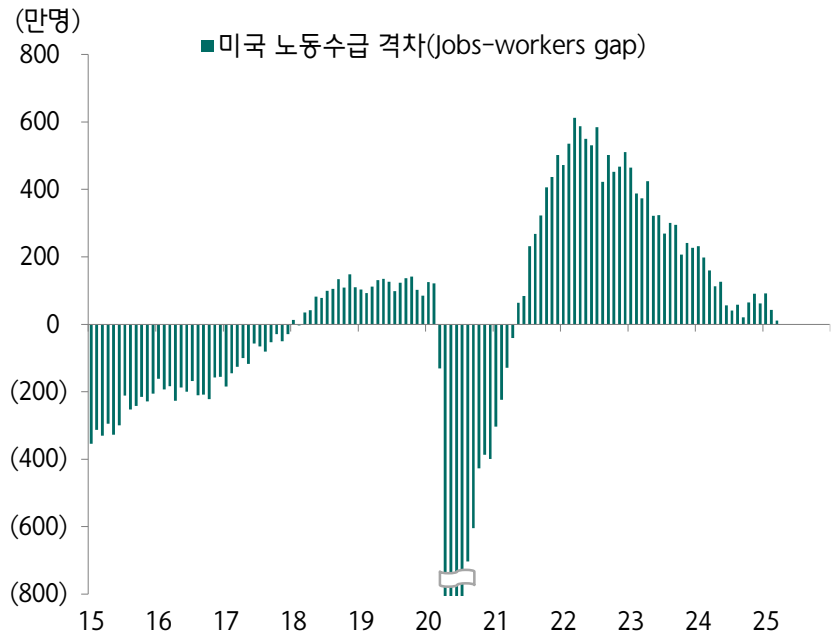


자료: FRBSF, Thomson Reuters, 하나증권

무시할 수 없는 고용시장 둔화, 7월부터 두 차례 금리 인하 예상

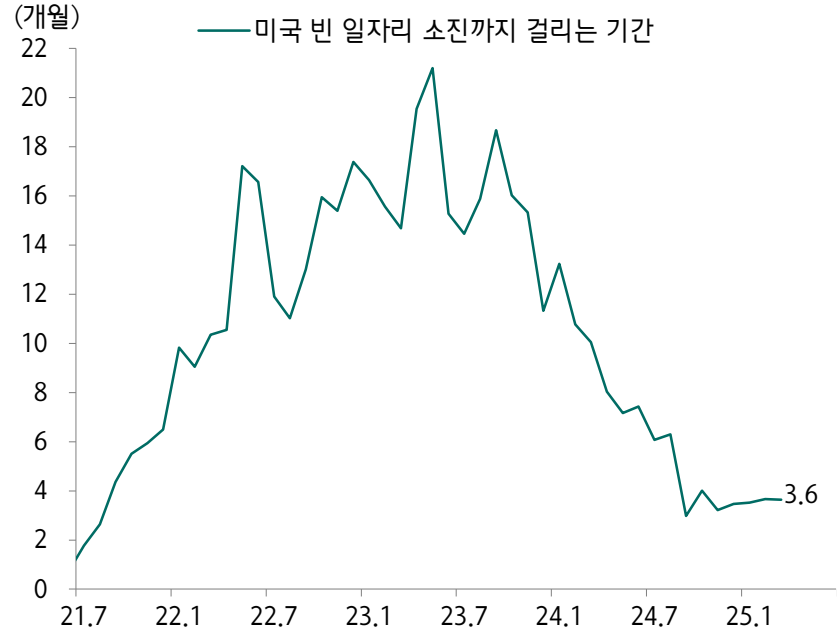
- 금리 인하 타이밍은 물가 상승이 일시적인지 확인해 나가는 과정 중 고용 둔화를 어느 수준까지 감내할 수 있을지에 따라 달라질 것
- 미국 기업들의 신규 채용 수요가 줄어들면서 미국의 노동수급 격차가 10.9만 명 수준까지 내려왔으며, 이는 최근 비농업 고용 증가 속도 감안 시 3.6개월 내 소진될 공산. 실업률도 점차 상승하며 자연실업률(4.3%)에 근접하고 있어 하반기 금리 인하 필요성 확대
- 미 연준은 올해 7월과 12월에 각각 25bp씩 금리 인하를 단행할 전망. 물가에 대한 불확실성이 높은 만큼 인하 속도는 느릴 소지

기업 구인 수요 약화되며 미국 노동수급 격차 줄어들어



자료: Thomson Reuters, 하나증권

비농업 고용 증가 속도 감안 시 빈 일자리 소진까지 걸리는 기간

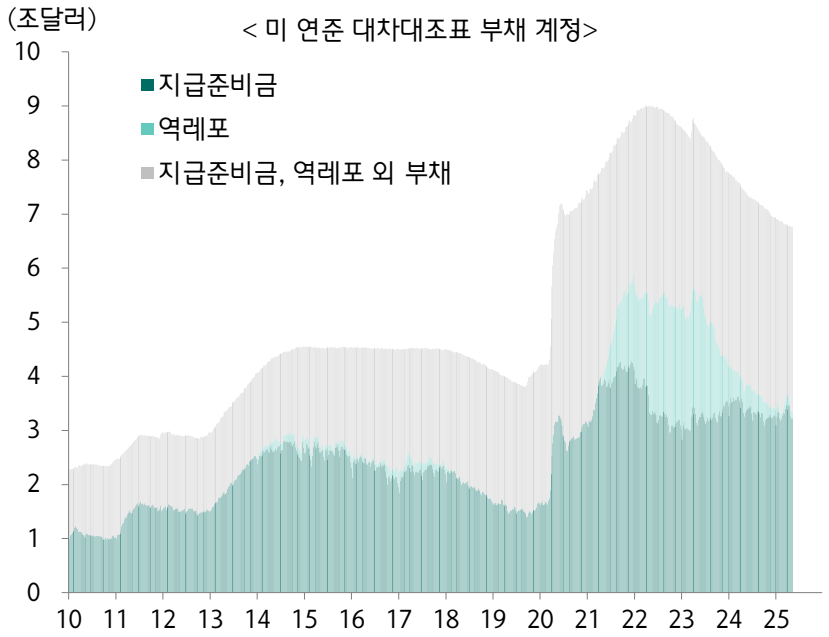


주: 비농업 신규 고용 증가 속도는 3MA 기준
자료: Thomson Reuters, 하나증권

QT는 금년 3분기 경 중단 가능성

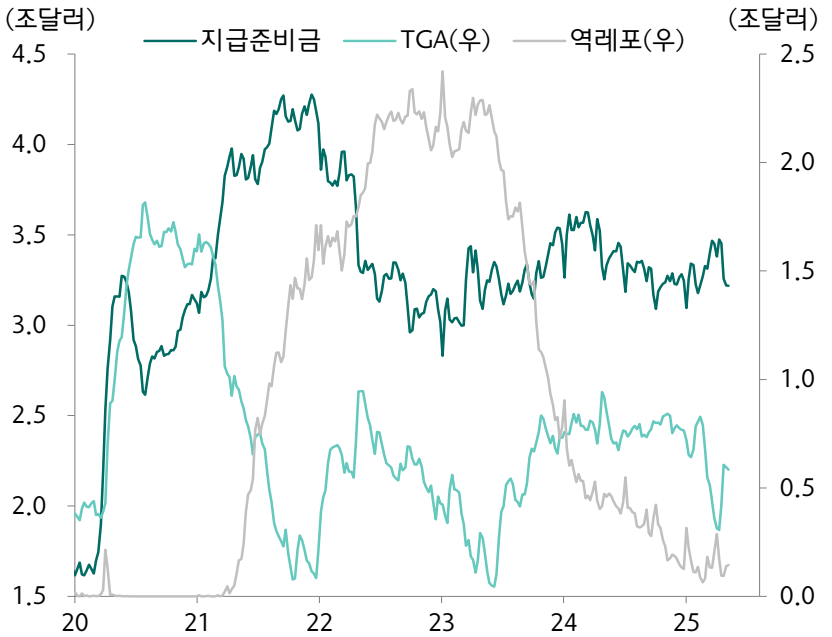
- 미 연준은 양적긴축(QT)을 통해 은행 시스템이 유동성 충격에 대응할 수 있을 정도로 충분한(ample) 정도의 지급준비금을 추구
- 현재 지급준비금은 3.2조 달러로 충분한 수준보다 다소 높은 정도에 있다고 볼 수 있지만, 미국 부채한도 도달로 TGA 잔고 소진이 빨라지며 반대급부로 지급준비금이 늘어난 점, 그리고 역레포 잔고 소진 시 유동성이 지급준비금에서 직접 줄어든다는 점 고려할 필요
- 올해 3월 FOMC에서 양적긴축 속도를 늦춘(미국채 월간 상환 한도 250억 → 50억) 미 연준은 금년 3분기 경 양적긴축을 중단할 전망

미 연준 대차대조표 부채 계정 추이



자료: Thomson Reuters, 하나증권

역레포 잔고 소진, TGA 잔고 유입 시 지급준비금 빠르게 줄어들 수 있어

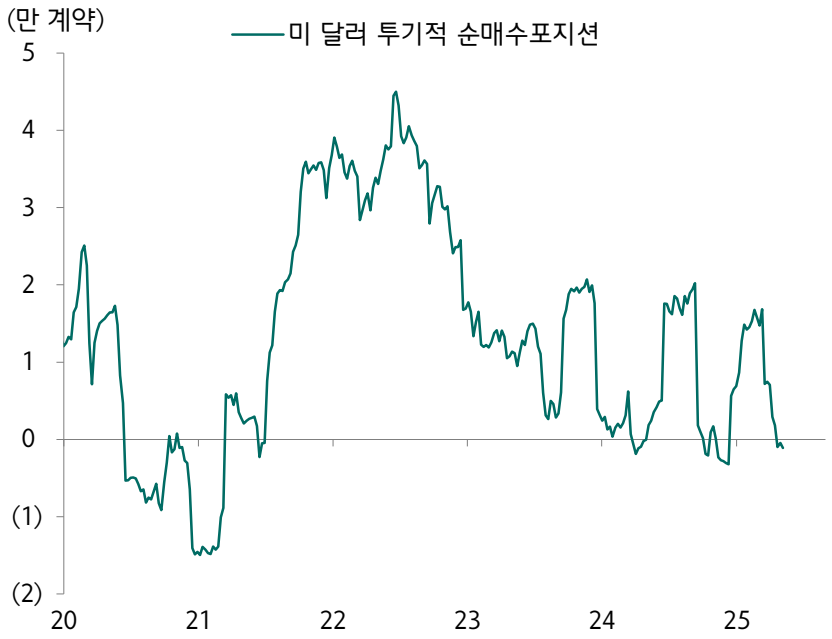


자료: Thomson Reuters, 하나증권

미국 예외주의 소멸. 미 달러 약세 기대감 유효

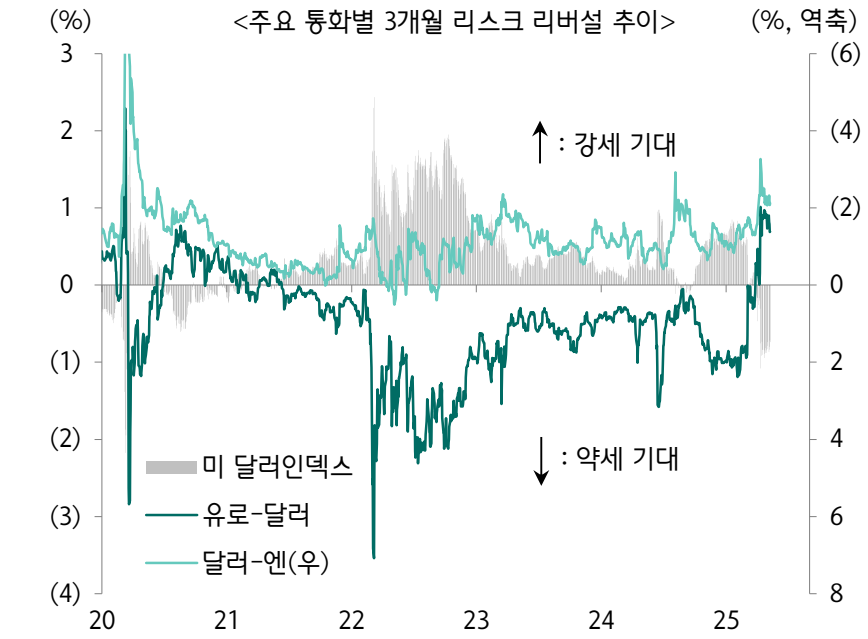
- 관세로 인한 미국 실물경제의 둔화 폭이 얼마나 될지는 가늠하기 어렵지만 더 이상 미국 예외주의가 지속되지 않는다는 것은 분명
- 무역분쟁 여파로 글로벌 환시 변동성이 높아진 가운데 미국의 성장 둔화 우려로 미 달러의 강세 기대감은 크게 줄어든 상황
- 미 달러인덱스의 투기적 포지션은 순매도 전환했으며, 콜옵션과 풋옵션의 변동성 왜도 차이를 통해 향후 통화가치의 방향성을 시사하는 리스크 리버설도 미 달러 약세, 유로화 및 엔화 강세 기대로 전환

미 달러인덱스 투기적 순매수 포지션은 급감



자료: Bloomberg, 하나증권

옵션시장은 미 달러 약세, 유로, 엔 강세 기대감을 반영 중

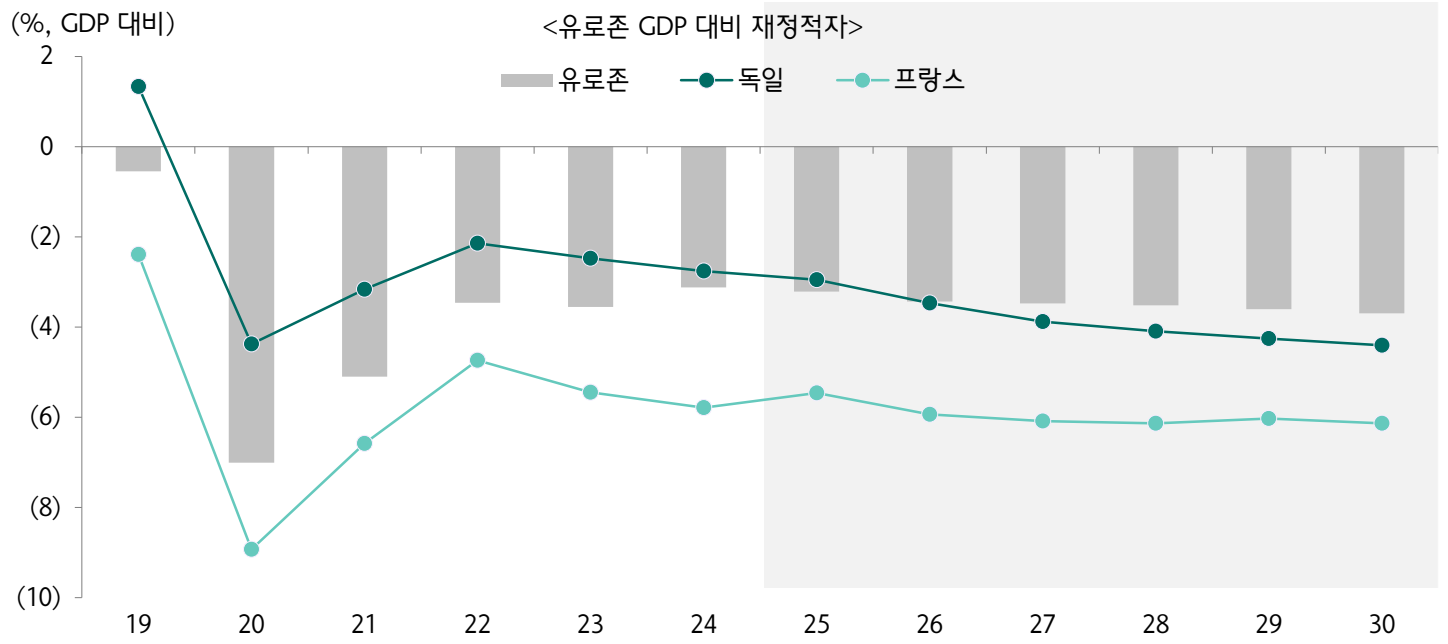


자료: Bloomberg, 하나증권

주요국의 재정/통화 대응 여부도 미 달러의 등락을 좌우

- 고율 관세로 인해 하방 압력이 높아진 주요 국가들의 경기 대응 방식도 통화가치 가늠에 있어 중요한 변수. 금리 인하를 통해 대응할수록 자국통화 약세 가능성이 높으며, 재정 여력이 높을수록 자국통화 강세, 미 달러 약세를 유도할 공산이 큼
- 특히 유럽의 재정 확대 및 국방비 증액 움직임 고려할 필요. EU 27개 회원국 중 12개국이 국방비 추가 증액을 위해 예외조항 발동을 공식 요청. 최종 명단은 6월 초 발표될 예정이며, 최종 승인 시 2028년까지 EU 재정준칙(재정적자와 국가부채 각각 GDP의 3%, 60% 이하) 적용 유예 가능. 독일 연립정부의 인프라 기금 운용(12년 간 5,000억 유로) 및 투자 확대는 역내 경기 회복을 일부 지지해줄 듯

유로존 GDP 대비 재정적자 증가 예상

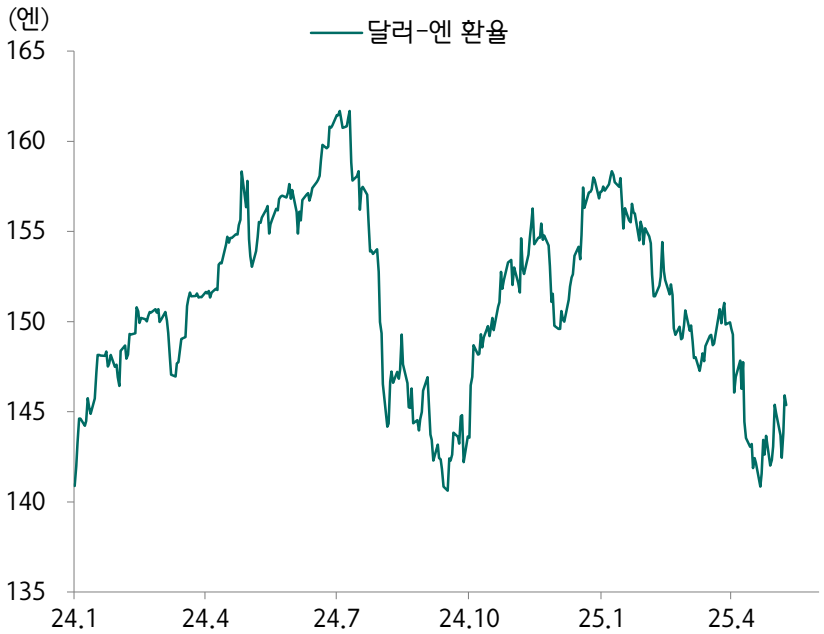


주: 2025년부터는 IMF 전망치 기준
자료: IMF, 하나증권

엔화의 급격한 변동은 금융시장의 리스크 요인

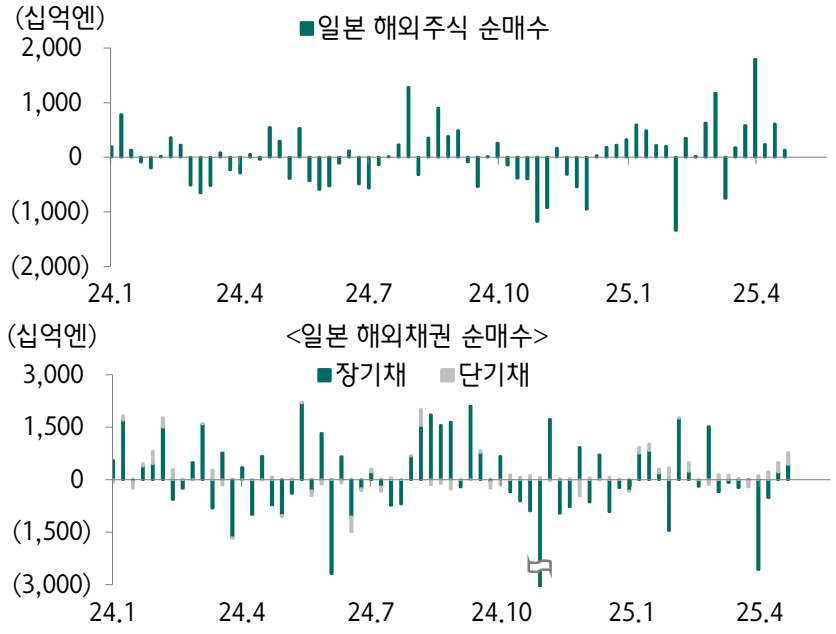
- 엔화의 변동성이 높아지는 점은 리스크 요인. 물론 미 연준의 금리 인하 속도가 더딜 것이고, BOJ도 무역분쟁이 일본 경제에 미치는 파급효과를 확인하며 신중하게 금리 인상을 단행할 가능성이 높아진 만큼 엔화의 추가 강세 폭은 크지 않을 것으로 판단
- 다만 올해 상반기처럼 달러-엔 환율이 가파르게 하락하고(연말 대비 4월 말 엔화 10.7% 절상)되고, 미-일 무역협상에서 엔화 강세를 요구할 경우, 환율 변동에 따른 엔 캐리 자금 청산 가능성이 높아지며 금융시장 불안감 커질 수 있어 과도한 절상 시 리스크 유의

변동성 높아지는 달러-엔 환율, 급격한 강세 시현 시 주의 필요



자료: Bloomberg, 하나증권

달러-엔 환율 급락 시 해외주식 및 해외채권 순매도 나타날 수 있어

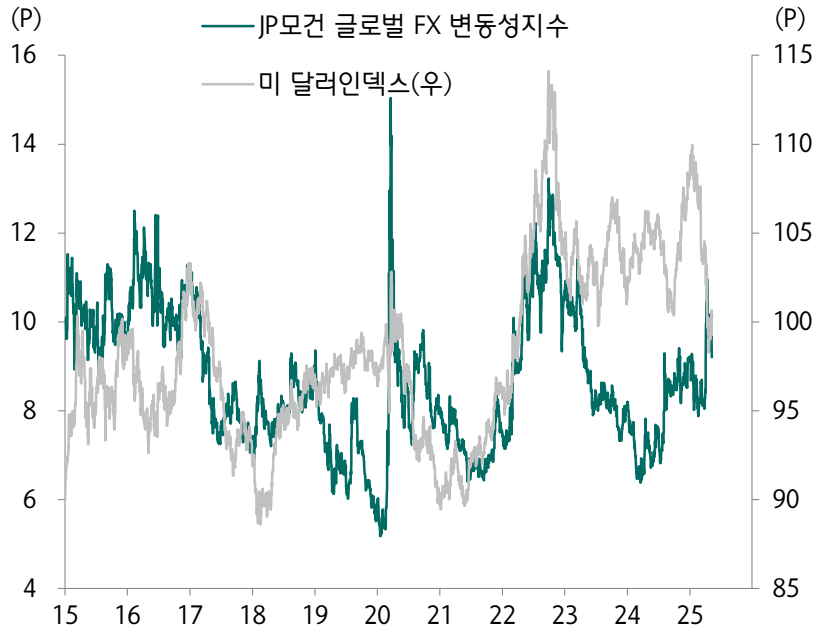


자료: Bloomberg, 하나증권

미 달러 약세, 선진통화와 신흥통화의 체급 차이 반영

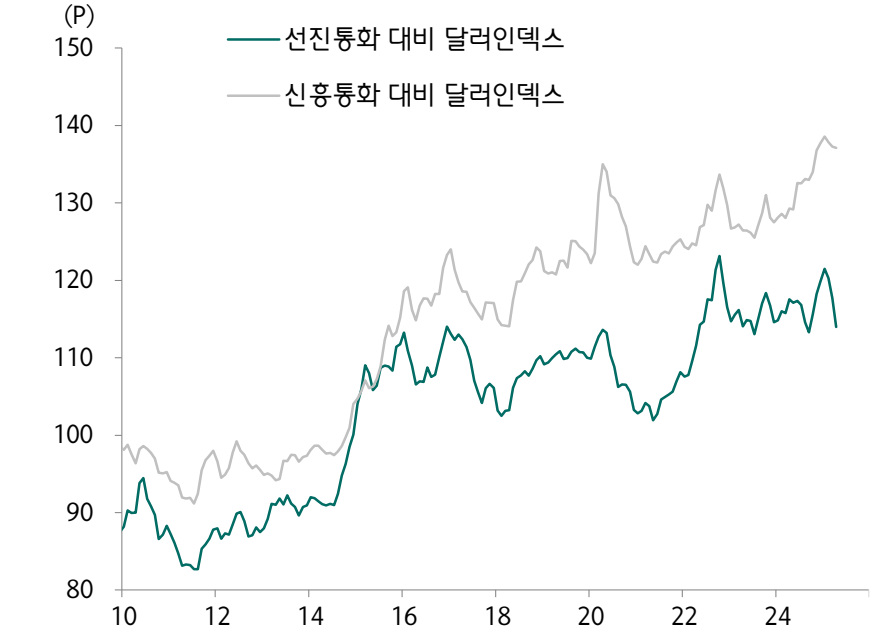
- 통상 외환시장의 변동성이 확대될 때 안전통화인 미 달러는 강세를 보이지만, 금번 변동성이 미국의 정치 불확실성에서 파급되었고 미국의 성장까지 훼손시킬 수 있다는 점에서 미 달러는 약세 시현. 정치 불확실성 완화 전까지 안전통화 지위에 대한 의구심도 지속
- 선진통화 대비 미 달러의 약세 폭은 두드러질 것이며, 신흥통화 대비 미 달러 약세 폭은 완만할 소지. 이는 미국의 우방국이며 어느 정도 경기 방어력이 있는 선진통화 vs 무역분쟁의 여파가 크고 협상력이 낮은 신흥통화의 체급 차이를 반영해야 하기 때문

외환시장 변동성 확대에도 불구 미 달러 약세 시현



자료: Bloomberg, 하나증권

신흥통화보다 선진통화 대비 미 달러의 약세 폭이 클 전망

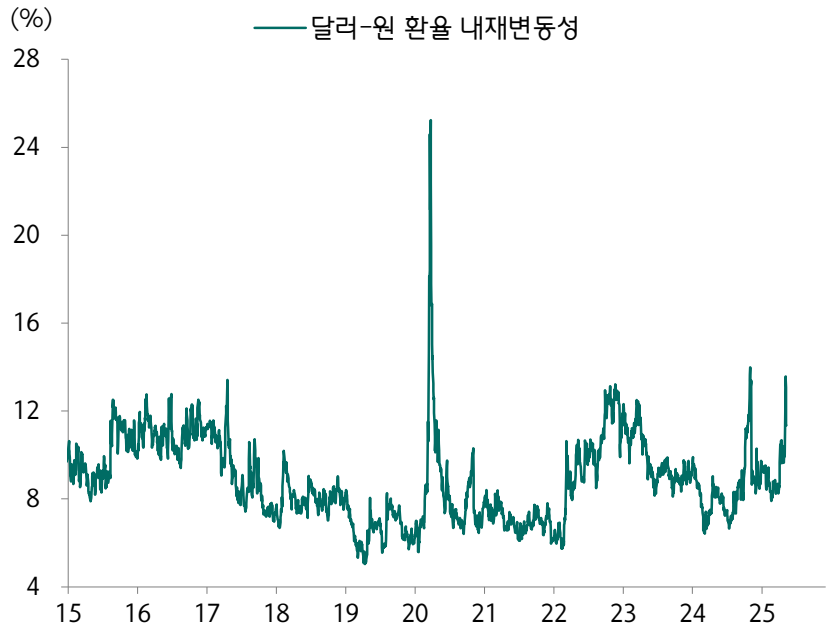


자료: Bloomberg, 하나증권

무역분쟁이 원화에 미치는 영향은 일방향이 아니다

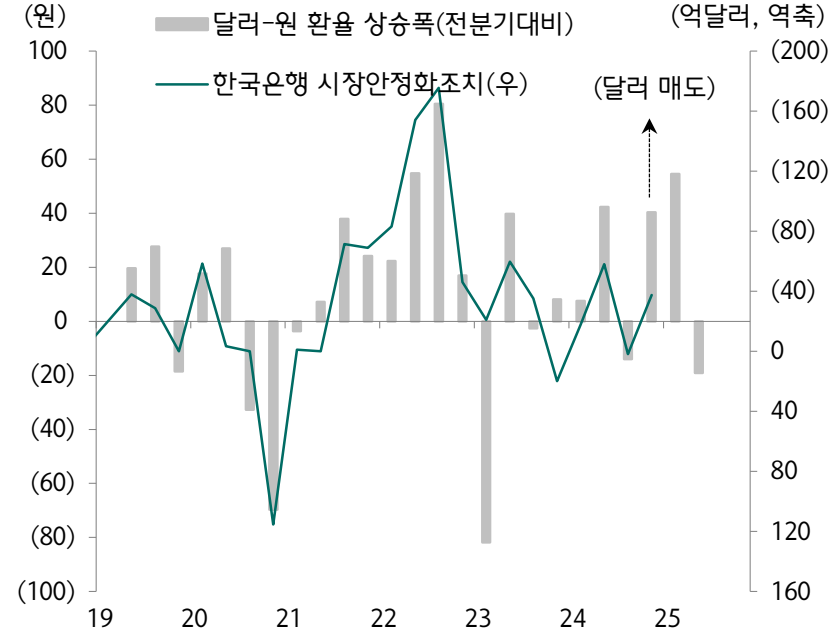
- 트럼프 당선 이후 달러-원 환율의 변동성이 주기적으로 높아지면서 원화의 방향성도 가늠하기 어려워진 상황
- 미국의 관세 부과로 인한 국내 수출 하방 압력, 미-중 무역갈등 장기화로 인한 국내 수출의 추가 악화 가능성 등은 원화의 약세 요인
- 반면 아시아 국가들이 미국과 무역협상을 개별적으로 진행하는 과정 속에서 미국이 통화절상을 요구할 수 있다는 점은 원화 강세 요인. 한-미 무역협상에서도 통화·환율 정책을 논의할 예정. 한국은행은 환율이 상승할 때마다 이미 달러 매도로 대응 중인 상황

트럼프 당선 이후 주기적으로 높아지고 있는 달러-원 환율 변동성



자료: Bloomberg, 하나증권

이미 달러-원 환율이 상승할 때마다 달러 매도로 대응하고 있는 한국은행

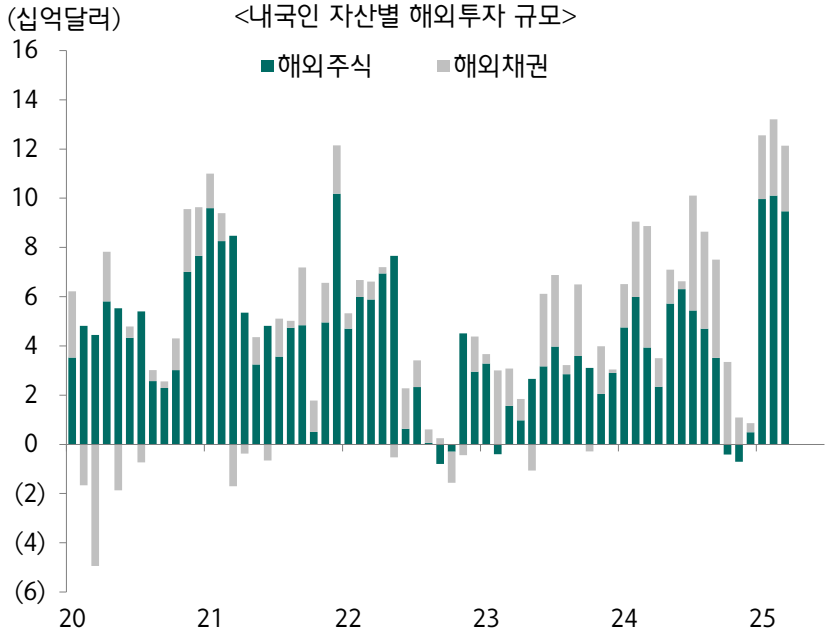


자료: BOK, Thomson Reuters, 하나증권

위험자산 선호와 수급에 따른 쏠림 주시

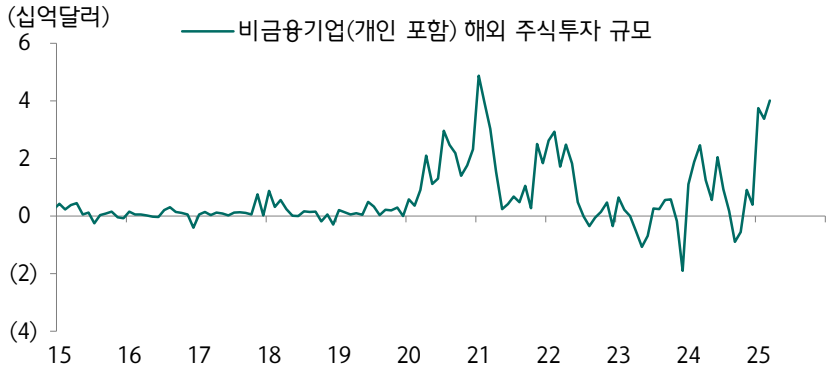
- 위험자산에 대한 선호 심리가 높아질수록 국내 투자자들의 해외주식 투자 자금은 늘어나는 경향. 해외투자 증가로 인한 원화 유출은 달러-원 환율의 하단을 지지하는 요인
- 다만 작금의 불확실성 국면에서 심리는 급변할 확률이 높으며, 이로 인한 수급 쏠림이 환율 등락을 키울 수 있음을 경계

연초부터 재차 늘어난 내국인 해외투자 규모

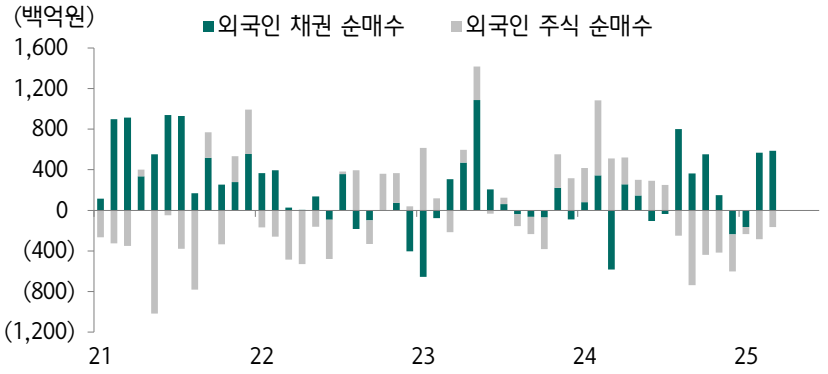


자료: ECOS, 하나증권

위험자산 선호심리에 연동되는 개인들의 해외주식 투자 자금



외국인의 국내 투자 자금은 순유입되고 있으나 주식은 순매도세

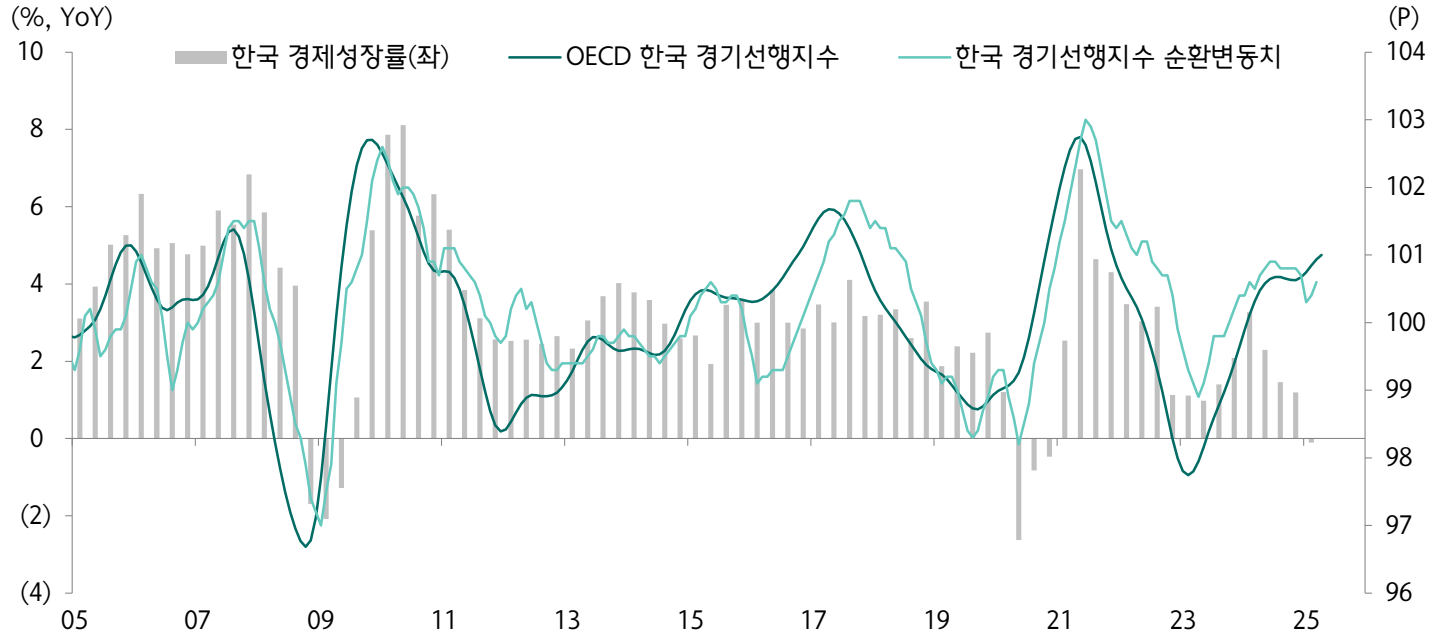


자료: ECOS, Thomson Reuters, 하나증권

원화, 취약한 한국 경기 펀더멘털도 고려할 필요

- 한국 경제는 2025년 연간 0.8% 성장하며 잠재성장률(2% 내외)을 큰 폭으로 하회할 전망. 민생 회복을 위해 13.8조 원 규모의 추경이 처리되었으나, 내수와 대외부문 모두 취약한 국면에 접어든 만큼 한국은행의 금리 인하(25년 말 2.00%) 및 2차 추경에 대한 필요성이 높아질 것. 다만 2차 추경이 6월 대선 이후에 편성될 가능성이 높은 만큼 당분간 거시 진작 효과는 제한적일 듯
- 취약한 한국 경기 펀더멘털 고려 시 달러-원 환율의 추가 하락 속도는 빠르지 않을 소지

한국 경제는 대내외 부진 이어지며 2025년 연간 0.8% 성장 예상

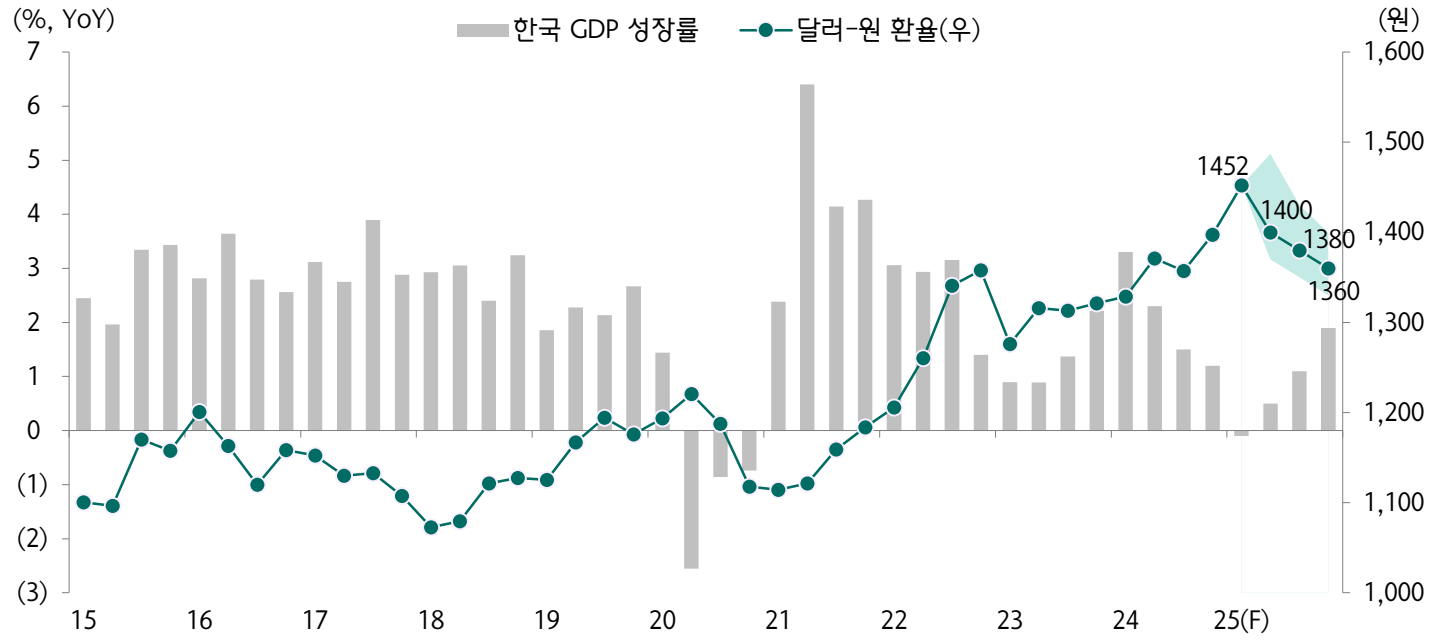


자료: Thomson Reuters, 하나증권

달러-원 환율, 미 달러 약세에 연동되며 점진적 하락 기대

- 미 달러가 연말까지 약세 흐름을 지속하며 달러-원 환율의 하락을 유도할 전망. 미 달러의 안전통화로서의 신뢰도 약화, 관세 발 미국 경제 부진 가능성, 그리고 하반기 미국 고용시장 둔화 본격화 시 미 연준의 금리 인하 단행 등이 미 달러 약세를 이끌 듯
- 다만 하반기 달러-원 환율의 하락 속도는 더딜 소지. 한-미 무역협상에서의 통화 절상 요구 가능성 등은 원화의 강세 요인이나, 관세 발 한국 수출 급락 등 취약한 국내 경기 펀더멘털은 원화 강세를 제약하는 요인
- 달러-원 환율은 2025년 중 상고하저의 흐름을 보일 것으로 전망하며, 무역분쟁 불확실성으로 인해 높은 변동성은 불가피할 듯

2025년 달러-원 환율은 연평균 1,398원 내외 예상. 연말까지 점진적 하락 흐름 예상

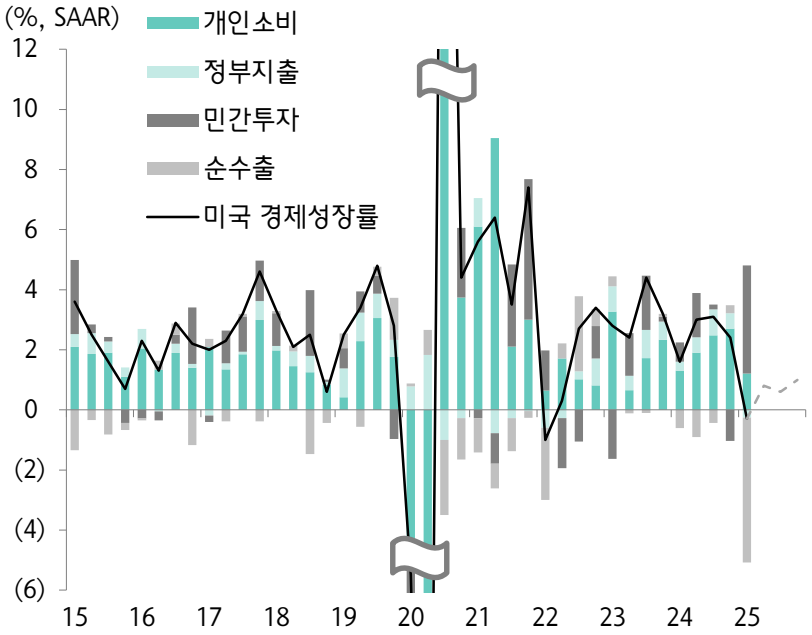


주: 음영은 분기별 달러-원 환율 상/하단
자료: Thomson Reuters, 하나증권

아직 견조한 미국 실물경제, 관세 발 하방 압력을 견뎌낼 힘이 있을까?

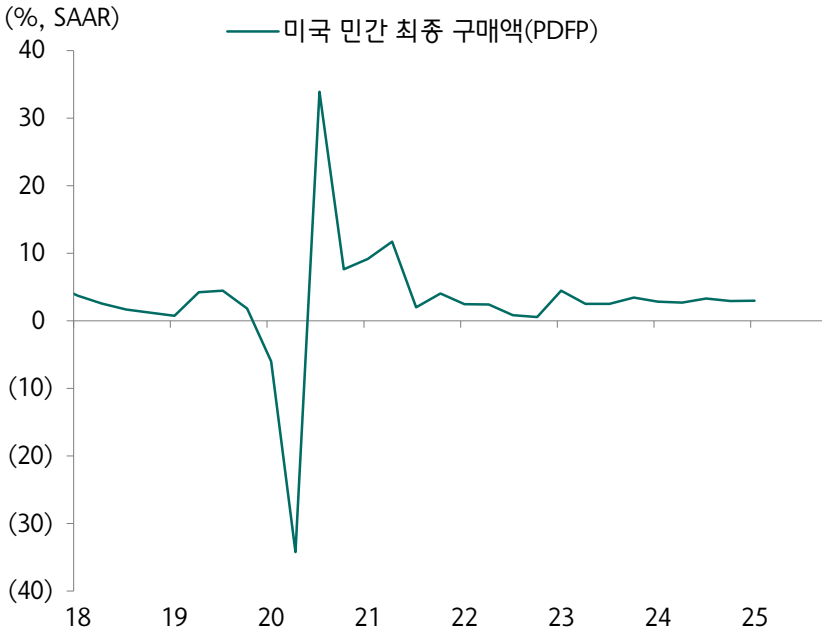
- 미국 경제는 2025년 연간 1.2% 성장하며 지난 해(2.8%) 대비 성장 모멘텀 대폭 둔화될 전망. 다만 경기 침체 확률은 높지 않을 것
- 트럼프 2기의 대외정책은 자국 가계와 기업에게도 불확실성을 야기해 민간 심리지표가 급격히 악화되고 있으며, 관세 현실화 이전 선주문 수요 등으로 순수출이 감소하며 1분기 성장률은 전분기연율 -0.3%로 역성장. 다만 GDP에서 순수출, 재고투자, 정부지출을 제외한 민간 최종 구매액(PDFP) 증가율은 전분기연율 3.0%로 견조. 관세로 인한 미국 물가 상승과 경제 하방 압력은 불가피하지만, 수 년 간 이어져온 미국 경기 호황이 금번 경기 둔화 국면에서 쿠션 역할을 해주며 1%대 성장을 유도할 듯

미국 경제는 연간 1.2% 성장하며 과거 대비 모멘텀 크게 둔화될 것



자료: Bloomberg, 하나증권

민간 심리 악화에도 불구 1Q GDP 중 민간 최종 구매액은 3.0%로 견조

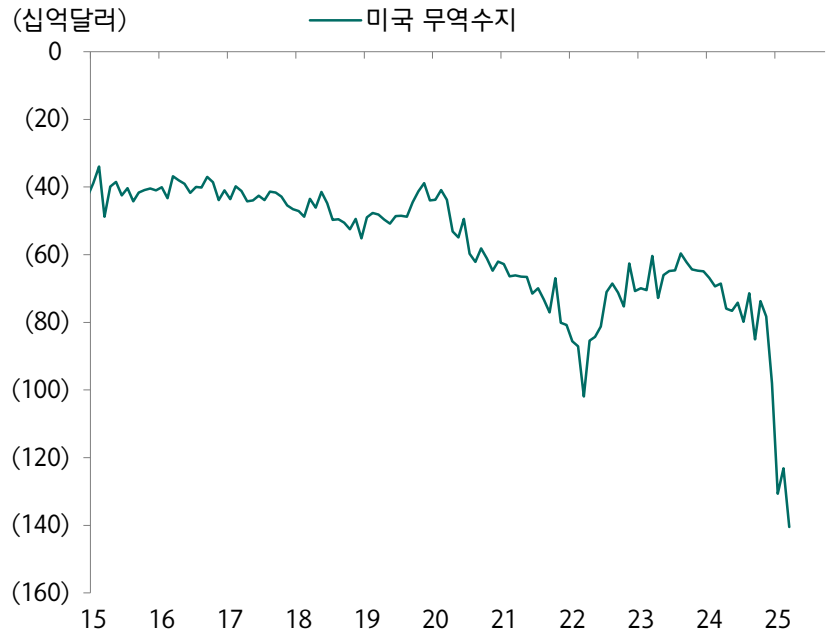


자료: FRED, 하나증권

경기 둔화는 불가피하나 무역협상의 전리품도 있어

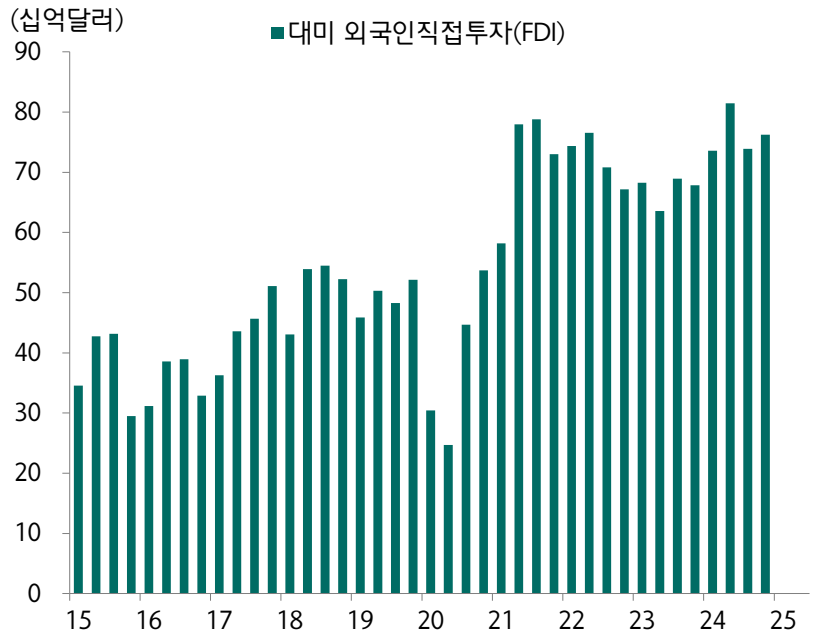
- 올해 늘어난 미국의 무역수지 적자는 불확실성에 대비하기 위한 민간 부문의 움직임에 따른 것으로 장기화되지 않을 것. 오히려 무역 협상 과정 중 주요국이 에너지 등 미국산 수입을 늘리려는 제스처를 취하면서 하반기 미국의 무역수지 적자는 소폭 개선될 가능성. 트럼프 정부의 미국 중심의 공급망 구축 과정 속에서 대미 외국인 직접 투자는 꾸준히 늘어날 전망
- 수입물가 상승으로 인한 가계소비 둔화 고려 시 GDP의 2/3 이상을 소비가 차지하는 미국의 경기 호조가 지속될 가능성은 없으나, 무역수지 적자폭 개선과 미국향 투자 확대는 역내 경기 하단을 일부 지지해주는 요인

금년 미국 무역수지 적자폭 확대는 관세 인상 전 수입 수요 증가로 인한 것



자료: Bloomberg, 하나증권

대미 외국인직접투자 규모는 꾸준히 늘고 있어



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경제에서 현실적으로 나타날 수 있는 경로

- 향후 미국 경제의 경로는 1) 미국과 주요국의 무역협상에 걸리는 시간, 그리고 2) 미국 가계의 소비 여력에 따라 달라질 것
- 만일 주요국과의 무역협상이 장기화된다면 고율 관세로 인해 미국 경기가 급격히 악화되고 물가 상승이 장기화되면서 시장에서 우려하는 스태그플레이션(경기 침체, 물가 상승) 국면에 빠질 가능성이 높아질 것
- 반면 무역협상이 빠른 시일 내에 마무리된다면, 미국 경제는 가계의 소비 여력에 따라 [경기 둔화, 일시적 물가 상승] 혹은 [경기 호황, 장기적 물가 상승]의 경로가 나타날 확률이 높음. 하나증권은 현재 [경기 둔화, 일시적 물가 상승] 경로가 가장 유력하다고 판단

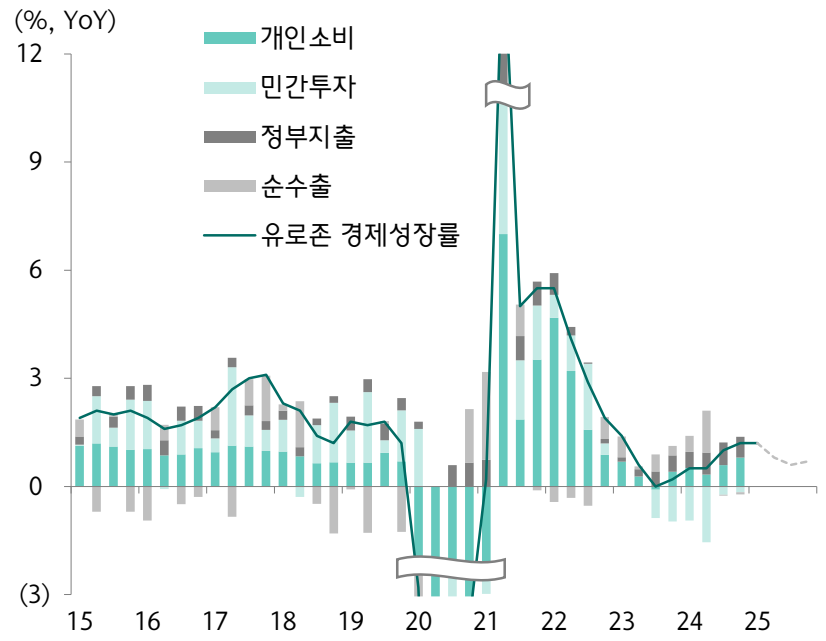
미국 경제에서 현실적으로 나타날 수 있는 경로

자료: 하나증권

눈 앞에 닥친 현실을 직면하는 유로존

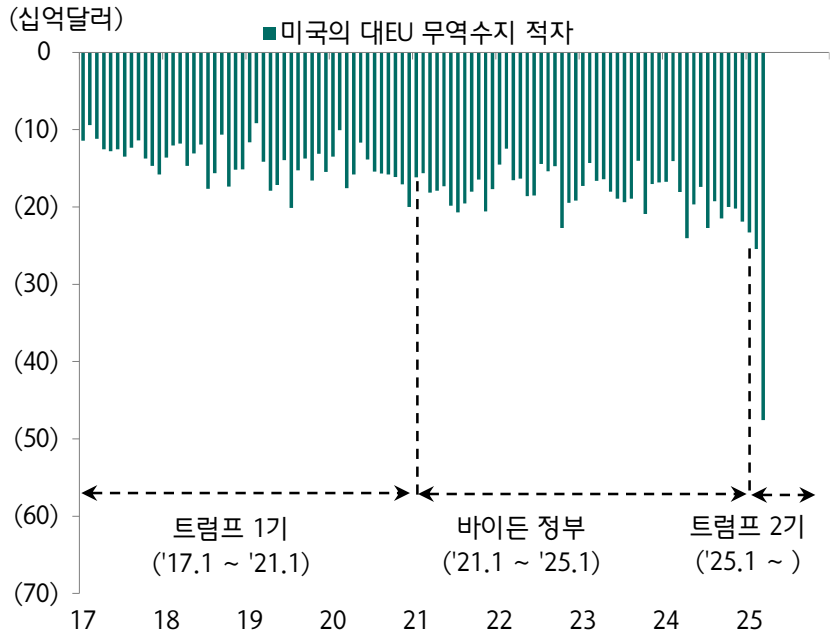
- 유로존 경제는 2025년 전년비 0.8% 성장 전망. 미국과의 무역협상에서 진전을 이룬 영국과 달리 유로존은 미국의 대EU 무역수지가 적자를 이어가고 있어 관세 압박 가능성이 높은 상황. 미-EU 무역협상이 진전되며 상호관세(20%)가 조정되더라도 보편관세(10%) 이상이 될 것이며, 일부 품목의 관세율 하향 조정 기대. 역내 실효관세율 상승으로 대외부문의 성장률 훼손은 불가피할 전망
- 관세 충격으로 인한 물가 상승 압력 재점화 우려가 일각에서 제기되고 있지만, 역내 수요에도 타격이 불가피한 만큼 과도한 인플레이션 우려는 불필요하다고 판단. 구인율 약화로 임금상승률도 낮아지고 있어 서비스물가도 점진적으로 둔화될 것

유로존 경제는 대외부문 주도로 완만한 하락세 전개될 듯



자료: Bloomberg, 하나증권

미국의 대EU 무역수지 적자는 지속되고 있어

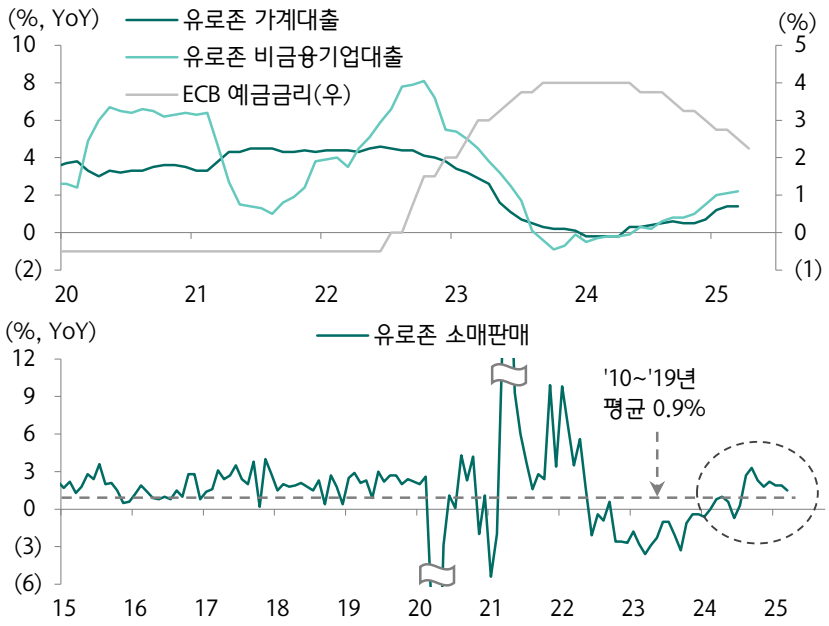


자료: Bloomberg, 하나증권

유로존의 보험: 금리 인하 파급효과 + 재정 확대 기대감

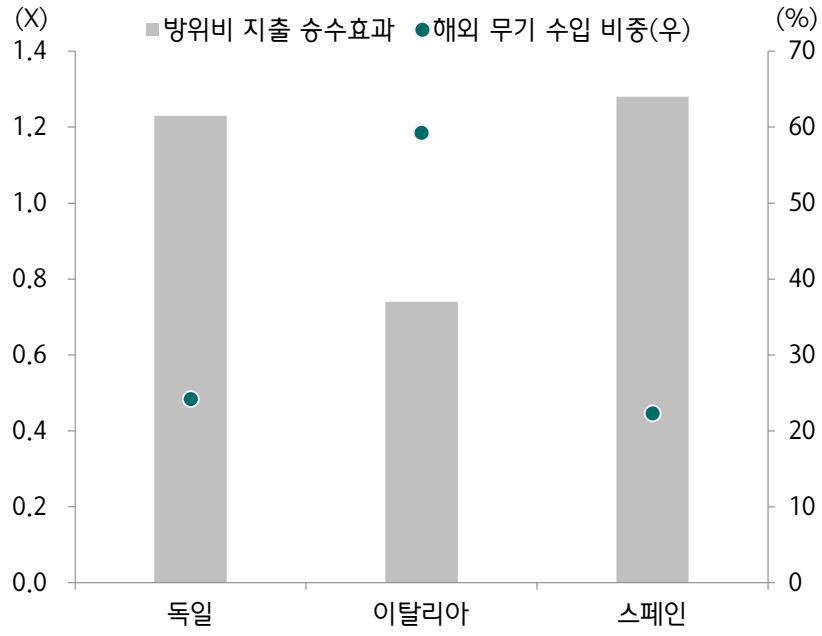
- 다행인 점은 ECB의 금리 인하 효과가 조금씩 나타나고 있다는 것. 금융여건 완화로 기업들의 대출 수요가 늘고 있어 부진했던 민간투자가 회복 국면에 접어들 가능성. 양호한 임금상승률이 가계의 소비여력을 지지해주면서 소매판매도 팬데믹 이전 평균 수준을 회복
- 높아진 불확실성에 신속하게 대응하기 위해 ECB는 연말까지 추가 3회 금리 인하 전망('25년 말 예금금리 1.50% 예상). 독일의 재정확대(인프라 기금 12년 간 5,000억 유로)와 유럽의 국방비 증액(EU 5년 간 8,000억 유로)도 성장률 제고에 긍정적인 요소. 다만 재정확대의 효과는 '26년부터 본격화될 것으로 보여 금년 관세로 인한 성장률 훼손을 상쇄해주기는 어려울 듯

유로존 내수 경기에 서서히 나타나기 시작한 금리 인하 효과



자료: Bloomberg, 하나증권

방위비 지출의 성장 제고 효과는 해외 무기 수입 비중에 따라 달라질 듯

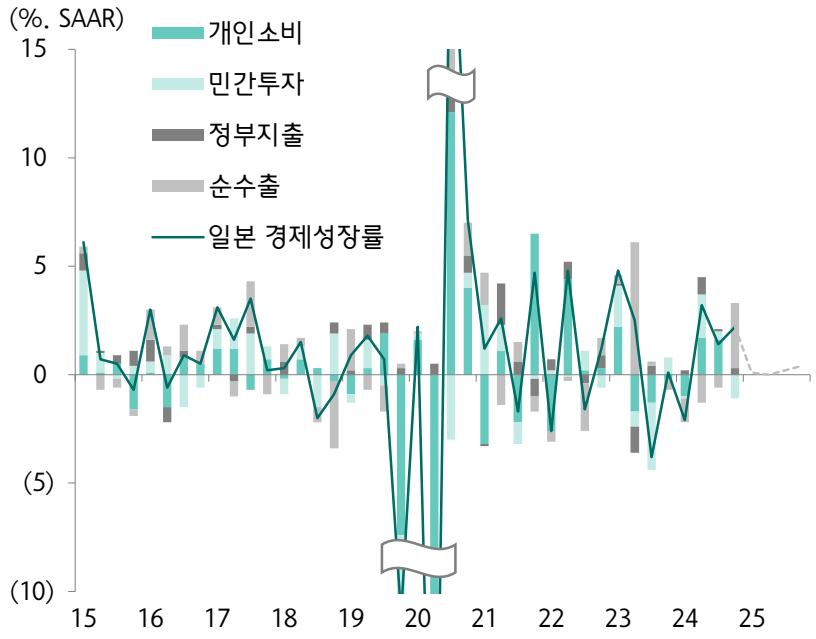


자료: Stamegna(2024), 하나증권

일본, 높아진 불확실성에 제한적 성장세 시현할 듯

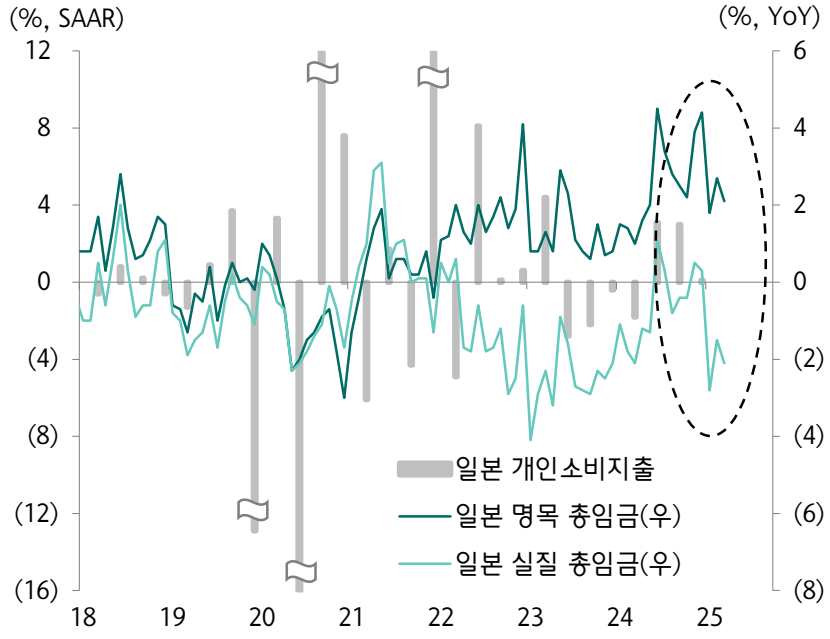
- 일본 경제는 전년비 0.8% 성장 전망. 기업들의 보수적인 투자 기조 등으로 내수 회복 강도가 미미한 가운데 대외부문의 하방 압력도 경계할 필요성. 한편 올해 춘투 임금인상률은 5.5%로 결정됐는데 명목 임금이 높은 수준을 기록하고 있음에도 소비자물가 급등 영향으로 실질 임금이 작년 말부터 마이너스(-) 국면에 머무르고 있어 개인소비의 회복을 제한하는 요인으로 작용할 공산
- 상호관세 유예 후 일본이 비교적 빠르게 미국과의 협상 테이블에 앉은 점은 긍정적. 다만 미국이 안보보장 비용과 더불어 엔화 강세를 협상 조건으로 제시할 경우 협상이 난항을 겪을 소지. 2분기부터 자동차 수출 등 대외부문의 하방 압력 커질 가능성

일본 경제는 2025년 제한적인 회복세를 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

비교적 높은 명목 임금상승률에도 소비가 반등하지 못하는 이유

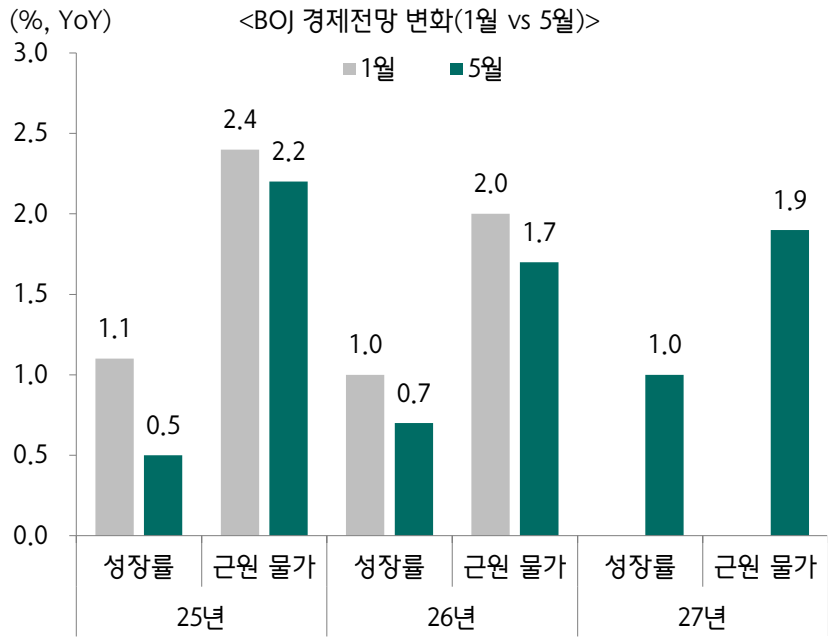


자료: Bloomberg, 하나증권

BOJ도 당분간 'Wait and See'

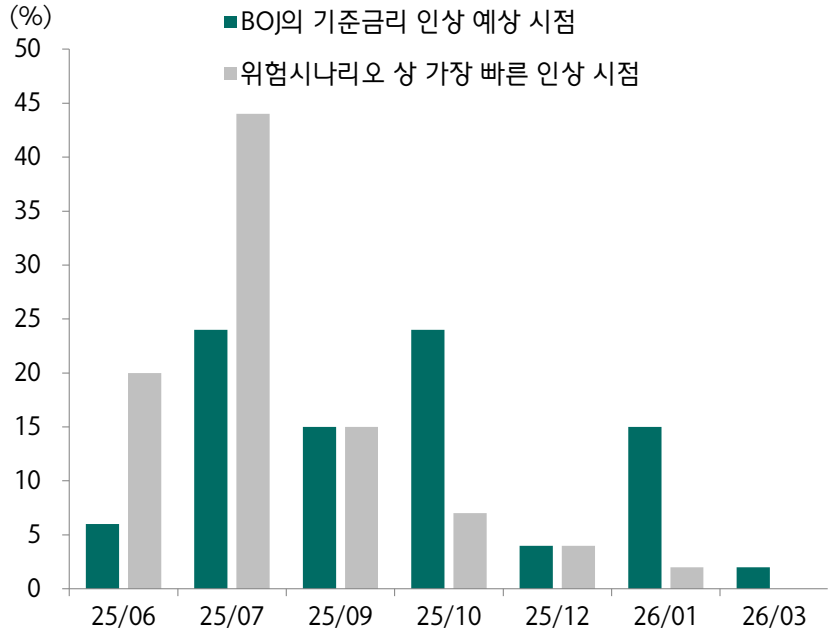
- BOJ는 5월 통화정책회의에서 기준금리를 0.5%로 동결하고 미국 관세정책의 불확실성을 반영해 성장률과 물가 전망치를 하향 조정
- 우에다 총재는 예단하지 않고 데이터를 보며 판단하는 것이 중요하다며 관세정책이 일본 경제에 미치는 영향을 지켜보겠다는 입장을 피력. 대외 불확실성이 높아지면서 기존에 유력하게 점쳐졌던 7월 금리 인상 가능성은 현재 10월과 동률로 내려온 상황
- 미-일 무역협상 전개 과정과 일본 경제의 파급 효과가 어느 정도 가시화되어야 BOJ의 추가 금리 인상이 가능해질 것으로 예상

대외 불확실성으로 BOJ는 25~26년 성장률과 물가 전망치를 동시에 낮춰



자료: BOJ, 하나증권

BOJ의 금리 인상 예상 시점에 대한 블룸버그 설문조사 결과

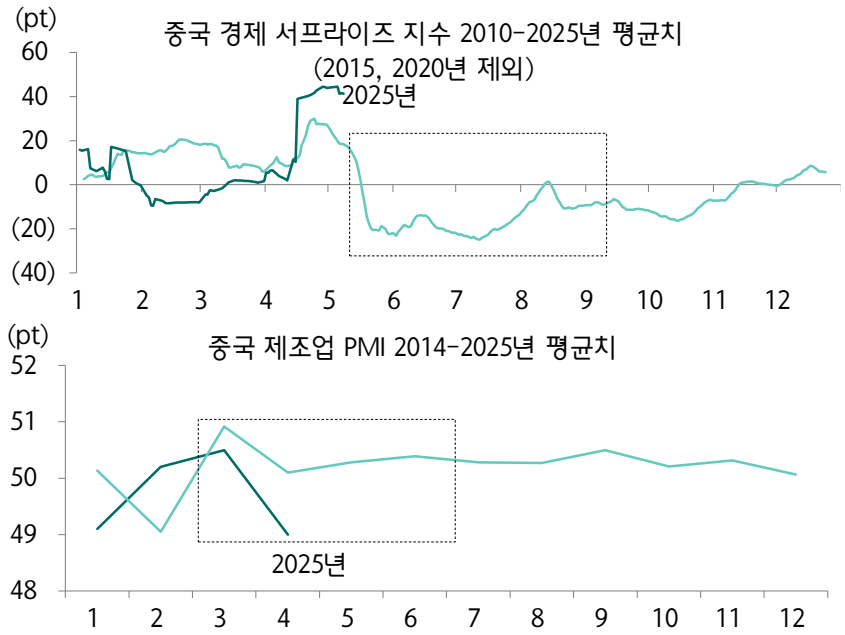


주: 서베이는 4/16부터 4/22까지 진행
자료: Bloomberg, 하나증권

중국 2025년 성장률 소폭 하향조정, 경기 U자형 패턴 전망

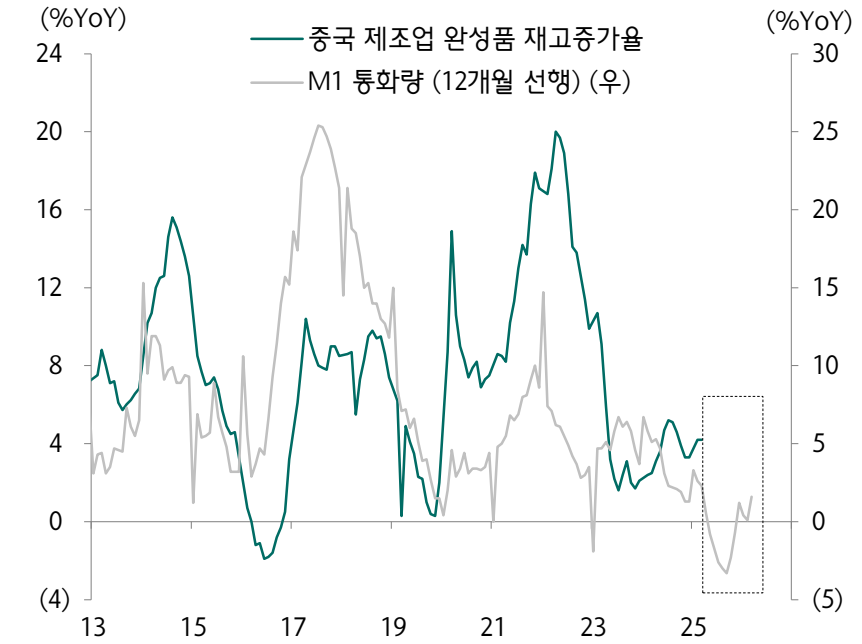
- 하반기 중국 경제는 리오프닝 이후 침체 탈출과 내수(소비/부동산/고정투자) 회복 사이클의 연장선이나 단기 탄력 약화 불가피
- 2025년 중국 성장률 전망을 기존 연간 4.8% 성장에서 4.5%로 하향 조정하나 경기 패턴은 U자형으로 내수 중심 연착륙 가능
- 분기 성장률 관점에서 1/4분기 고점 형성 이후 2/4분기-3/4분기 둔화 불가피, 다만 4/4분기 정책 효과와 내수 통해 반등

중국 경제 서프라이즈 지수와 제조업 PMI 역대 월별 패턴



자료: Wind, 하나증권

M1 통화량은 제조업 재고 사이클 약 1년 선행 : 4/4분기 반등

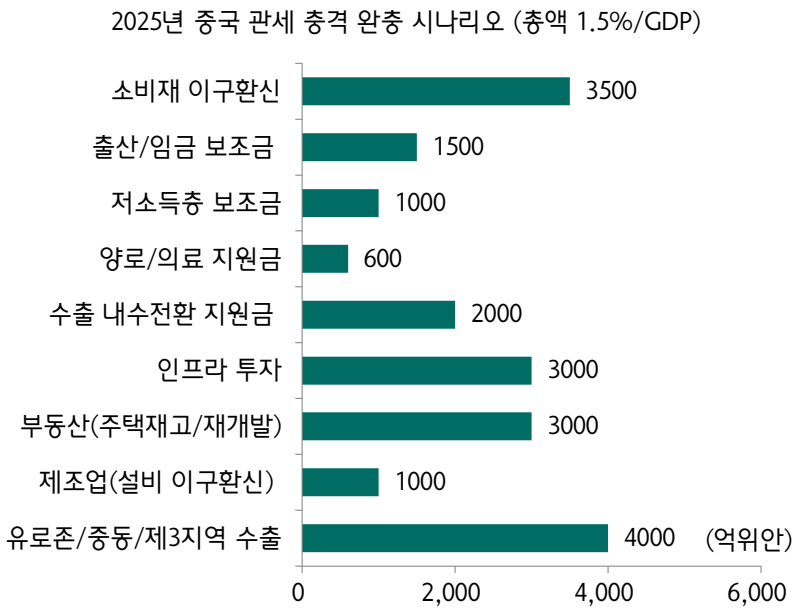


자료: Wind, 하나증권

내수 부양과 관세 충격 완충 위해 중국 정부 부양책 확대 기대

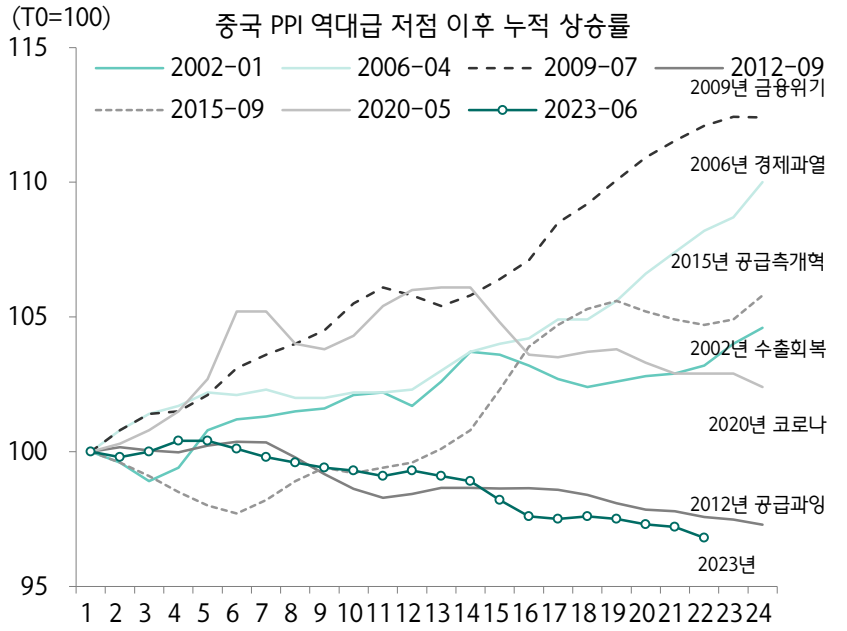
- 관세 충격(50% 가정)과 글로벌 교역량 감소를 완충하면서 성장 목표를 사수하기 위해서는 최소 2년간 평균 +1.5%/GDP대 부양책 필요
- 향후 2년 간 ①광의 재정적자 확대(평균 +2%/GDP), ②전면적인 규제 완화, ③내수전환 지원과 우회수출 확대 통해 리스크 완충 예상
- 한편 중국 내부 디플레이션 압력(PPI 사이클)과 내수 부양의 한계(장기 전략 훼손)를 감안할 때 무역협상의 적극성은 계속 제고될 가능성. 협상 카드로 시장 개방, 수입 확대, 환율(부분 절상), 국채 매입 등 제시 예상. 4분기 미-중 정상회담과 단계적 스몰딜 타결은 기대 요인

2025년 관세 충격 완충 위해 부양책과 우회수출 통해 +1.5%/GDP



주 : 2025년 전인대 예산 근거로 당사 승수 대입 추정
자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 생산자물가 역대급 저점 이후 누적 상승률 추이



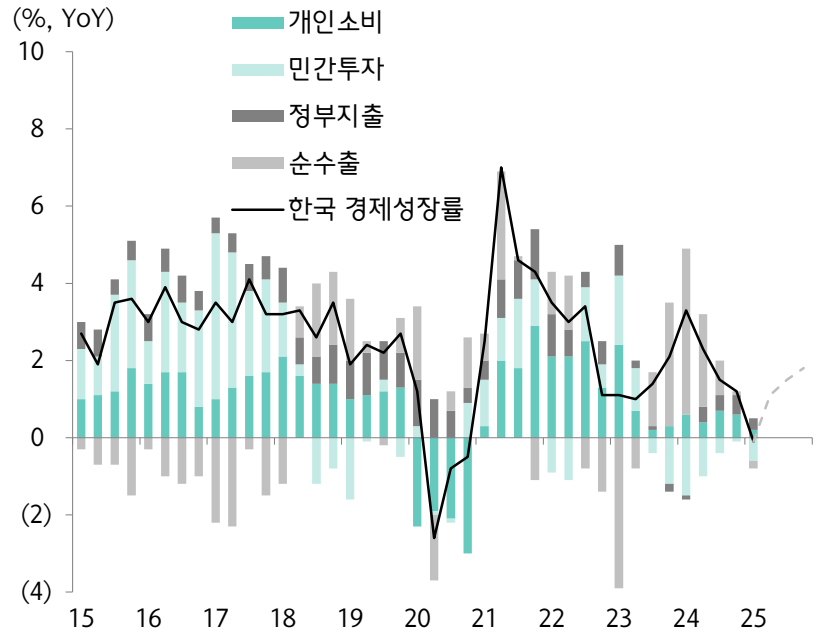
자료: Wind, 하나증권

Economist 전규연

한국, 이미 부진한 내수에 더해지는 악재

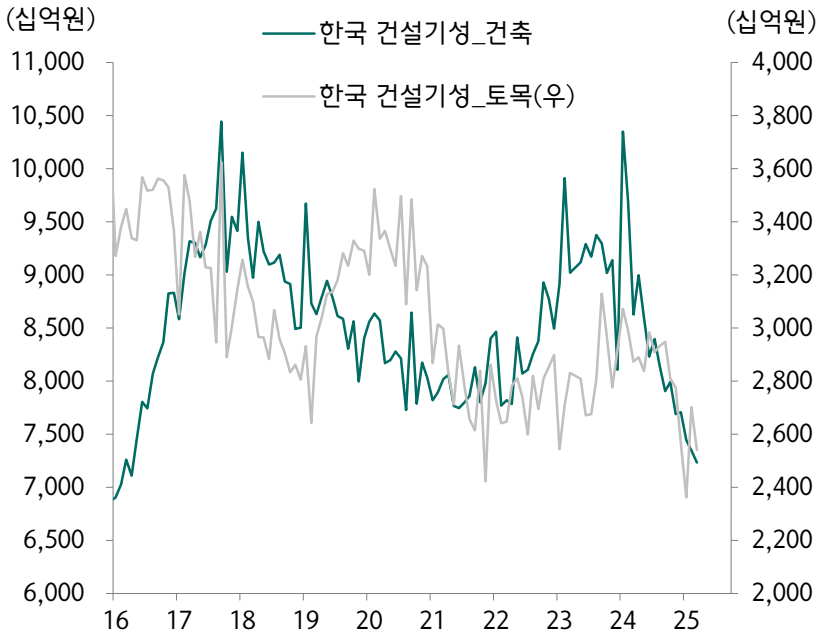
- 한국 경제는 2025년 0.8% 성장 전망. 내수 부진이 장기화되고 있고 2분기부터 트럼프 관세 부과 영향이 본격화될 가능성이 높아 눈높이 하향 조정은 불가피. 한-미 무역협상 과정과 하반기 추경 효과에 따라 1% 성장률 달성 여부가 달라질 것
- PF 부실, 미분양 증가 등으로 건축 부문 건설기성이 급감하고 있고 건설수주도 부진한 만큼 건설투자 중심의 내수 둔화 흐름은 이어질 공산. 기업들의 설비투자 계획도 답보 상태에 머물고 있으며 정치 리스크가 완화되었음에도 불구하고 소비심리 회복이 더디게 진행되고 있어 민간소비 기여도도 높지 않을 가능성

한국 경제성장률은 기저효과 영향으로 전년비 상저하고 흐름 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

건축 부문 건설기성은 지속적으로 줄어드는 모습

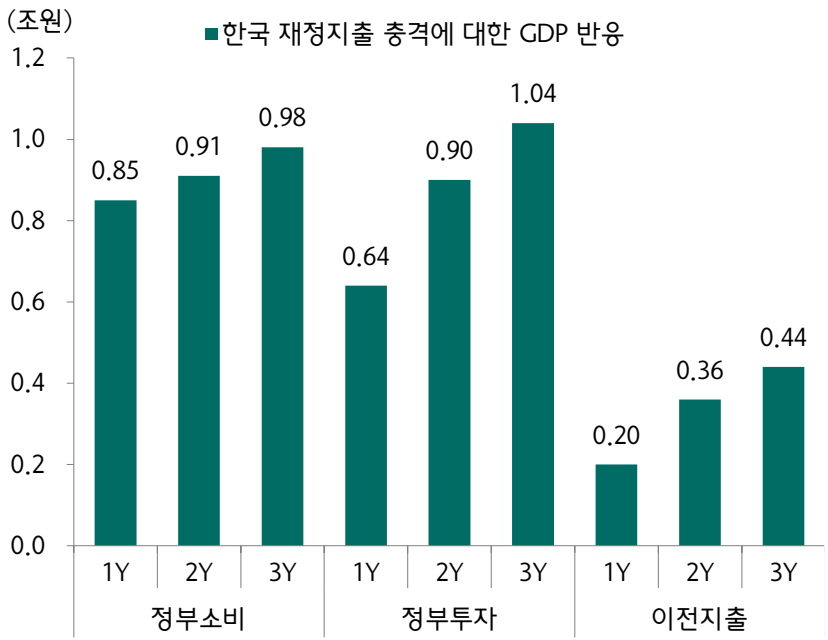


자료: KOSIS, 하나증권

추경, 내수 회복을 위한 돌파구

- 금년 5월 국회를 통과한 13.8조 규모의 추경이 향후 3개월 동안 집중적으로 집행되며 내수 진작을 도모하겠지만, 정치적 혼란, 산불 확산 등 예외적인 변수가 국내 경제의 하방 압력을 추가로 확대했던 만큼 금번 추경은 경기 하단을 지지해주는 역할에 그칠 듯
- 6월 대선 이후 2차 추경에 대한 논의 확대 기대. 사용처에 따라 재정승수가 달라지겠으나, 지난 2009년~2019년 한국 정부 추경의 성장률 제고 효과를 종합해보면 GDP 대비 1% 규모의 재정지출이 한국 성장률을 평균 0.33%p 높였음

한국 재정지출 충격에 대한 GDP 반응 정도



주: 재정지출 1조원(실질) 증가 시 GDP 반응, 누적 기준
자료: BOK, 하나증권

역대 한국 추경의 경제적 효과

구분	편성규모			경제성장률 제고 효과
	세출증액 (조원)	세입경정 (조원)	GDP대비 (%)	
2009년 추경	17.7	11.2	2.3	0.8%p
2013년 추경	7.0	12.0	1.2	0.3%p
2015년 추경	9.3	5.6	0.9	0.3%p
2016년 추경	8.9	-	0.5	0.1~0.2%p
2019년 추경	6.7	-	0.3	0.1%p

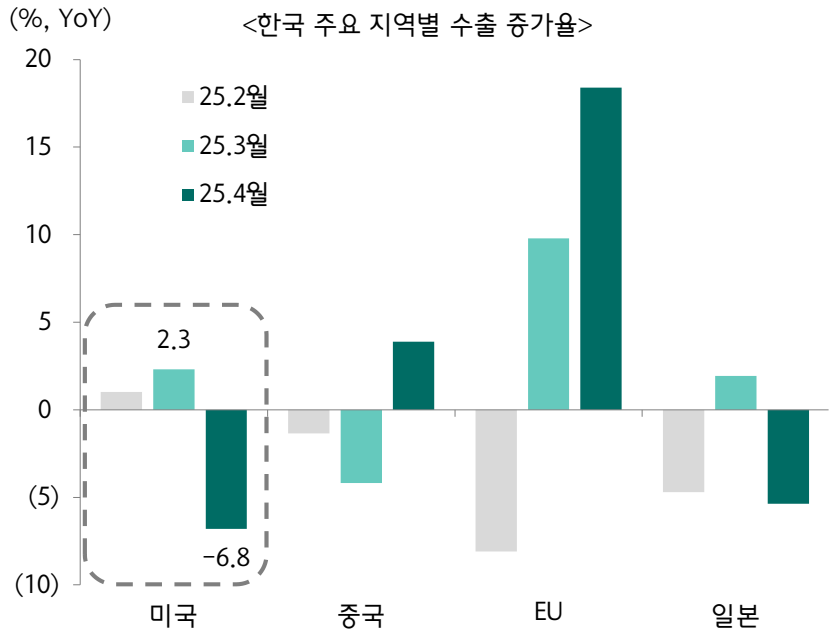
주: 2020년 추경부터는 정부가 경제성장률 제고 효과를 공개하지 않음
자료: 국회예산정책처, 하나증권

Economist 전규연

국내 수출 둔화 불가피하나 하반기 기저효과도 고려할 필요

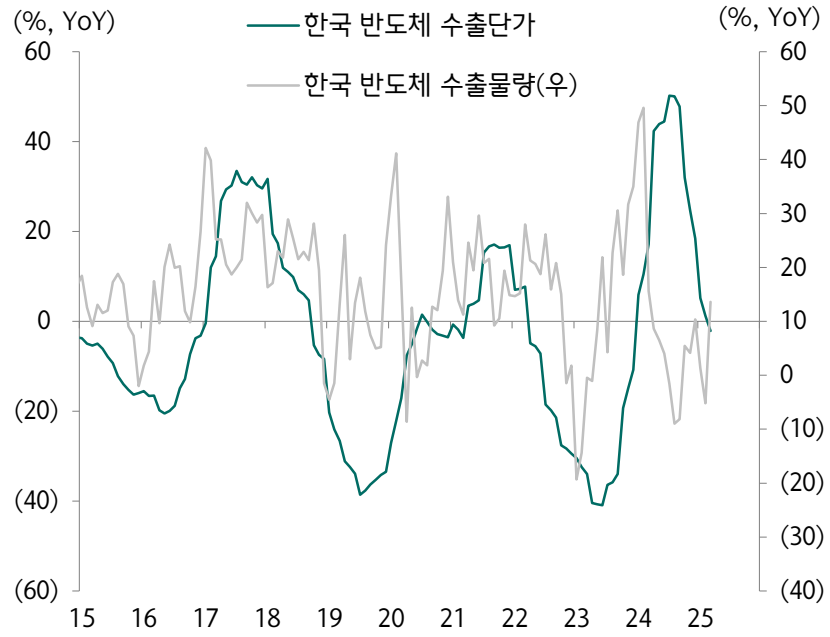
- 무역협상 결과에 따라 수출 둔화 폭은 달라지겠지만, 현 시점에서 한국 수출 경기는 하방 압력이 우세. 여타 품목들보다 먼저 관세의 영향권에 들어선 자동차를 중심으로 한국의 4월 대미 수출은 전년비 감소 전환. 미국의 대중 관세가 한국 경제에 미치는 영향도 무시할 수 없는 상황. 2018년 무역분쟁 당시 미국의 대중 관세 인상은 한국의 대중 수출 및 수출연계생산을 약 3% 감소시킨 것으로 분석
- 다만 하반기 반도체 단가 상승, 고부가가치 반도체 수요 등 감안 시 한국 수출 경기는 2분기를 저점으로 소폭 회복될 것으로 기대

대미 수출은 급감. 서서히 드러나기 시작한 관세 영향



자료: 산업통상자원부, CEIC, 하나증권

하반기 기저효과로 인한 반도체 수출단가 상승 감안할 필요



자료: CEIC, 하나증권