Macro

Research Center | 2025.11

경제학월(月)론

정책 불확실성의 대가

Economist 이하연 hayeon.lee@daishin.com

Daishin 증권

Summary

정책 불확실성의 대가

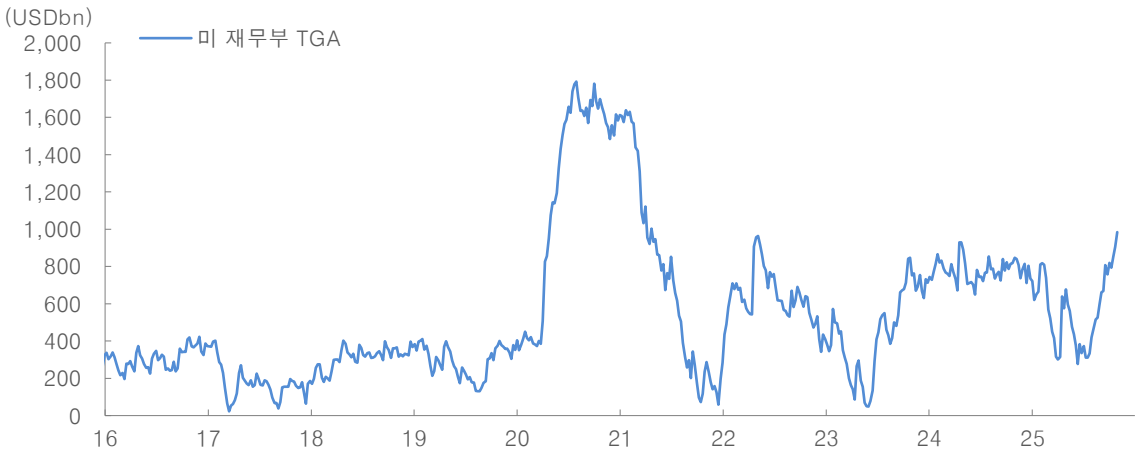
- 미·중 정상회담이 마무리되고 무역전쟁은 휴전에 들어가면서, 시장 관심은 미국 내 정치 이벤트로 향하는 중. 특히 역대 최장기간으로 이어지고 있는 셧다운 여파가 확인되기 시작
- 완화 기조 지속이 예상됐던 미국 통화정책도 10월 FOMC회의 이후 불확실성 고조. 취약한 고용 여건에 금리 인하를 재개했으나, 셧다운으로 경제지표 발표가 지연되면서 연준은 추가 금리 인하에 신중한 입장. 연준 내 일부는 관세 부과로 인한 물가 상승을 여전히 우려하고 있으나, 고용 회복이 더뎌 통화 완화 기조 지속 예상. 고용 지표 부진 확인 시, 금리 인하 기대 재유입 가능. 게다가 시중 유동성은 축소되고, 단기 금융시장 불안이 꾸준히 재기되고 있다는 점도 감안할 필요
- 끊임없는 대내외 정책 불확실성에 경제주체 심리 위축. 관세 부과 앞두고 선수요에 개선됐던 기업 경기지수 부진. 특히 향후 경기 개선 기대가 낮아 경기 회복 제한. 소비심리도 약화, 연말 소비시즌 지출 부진 우려. 비미국의 수출 수요 둔화 압력
- 다만, 경기 부진이 정부 재정 지출 확대를 자극할 가능성. 특히 주요국 정부 주도로 공급망 분리 및 안보 관련 투자는 지속될 전망. 미국은 이전과 달리 우방국과 협력 강화가 불가피. 유로존 주요국은 3분기에 이어 인프라 투자 등 총고정자산투자 중심 성장 예상. 일본은 신임 다카이치 총리가 국방비 지출 증대 예고

글로벌 매크로 이슈

길어지는 셧다운 체크포인트

- 미·중 정상회담 종료 이후, 글로벌 금융시장 관심은 미국 대내 이벤트로 향하고 있음. 역대 최장기간까지 길어진 셧다운 여파가 확인되기 시작했으며, 4일에는 지방선거 예정. 셧다운이 길어지면서 미 항공편이 지연 및 축소되기 시작했고, 저소득층 영양보충 지원프로그램(SNAP)이 중단될 위험. 셧다운 기간 정부 경제지표 발표도 부재해 정책 관련 불확실성 역시 고조. 전반적으로 4분기 성장 둔화 불가피
- 셧다운 마무리 과정에서 확인해야 할 부분은 정부 해고 및 의료보험료. 연준의 이중 책무인 고용 및 물가에 영향력이 크기 때문. 특히 최근 연준이 FOMC회의에서 다소 매파적인 스탠스를 나타내면서, 고용 우선 환경이 지속될 수 있을지에 대한 의구심이 남아있는 상황. 연준은 셧다운에 따른 경제지표 부재로 오히려 통화정책 결정에 신중해야 한다는 입장
- 실업률은 과거 대비 낮은 수준이나 여전히 전반적인 고용시장 부진은 지속. 이번 실적시즌 기업 해고 발표가 잇따르고 있으며, DOGE로 해고 통보를 받은 공무원들 역시 대부분 10월부터 실업에 반영. 셧다운으로 발생한 정부 임시 해고 이후 공무원 전원 복귀 여부 역시 불투명. 아직은 인력 부족 대비 제한된 해고에 신규 채용만 지연되고 있는 상황이나, 높아진 청년 실업이 학자금대출 연체로 이어지고 있다는 점도 부담. ADP는 BLS고용보고서 부재로 신규고용 주간 평균 속보치 발표 시작, 9월 감소에서 10월 증가 예상되나 여전히 낮은 수준이며, 고용 부진 확인 시 연준의 통화완화 기대 재개 가능성
- 한편, 셧다운을 촉발한 오바마케어(ACA) 보조금 종료 여부에도 관심. 주마다 차등하겠으나 보조금 종료 시 보험료 대폭 상승 예상. 물론 의료보험료가 CPI세부 항목에서 차지하는 비중은 매우 낮으나(1% 수준), 의료보험료 상승이 보험 해지로 이어지고, 미국 내 의료서비스 물가 상승 압력을 자극할 위험 상존. 내년 중간선거를 앞둔 만큼 공화당 오바마케어 지원 단기 연장 협상 후 셧다운 종료 가능성
- 셧다운이 끝나도 미국 경제 지표 발표가 바로 가능한 것은 아님. 지표 추산 작업이 진행되지 않고 있기 때문. 10월 초 발표 예정이었던 BLS고용보고서 외에는 상당 시간 소요 예상. 셧다운이 길어질 경우, 12월 FOMC회의 이전에 확인 가능할 지표가 많지 않을 가능성 감안할 필요

길어지는 셧다운에 재무부 TGA 잔고 빠르게 증가



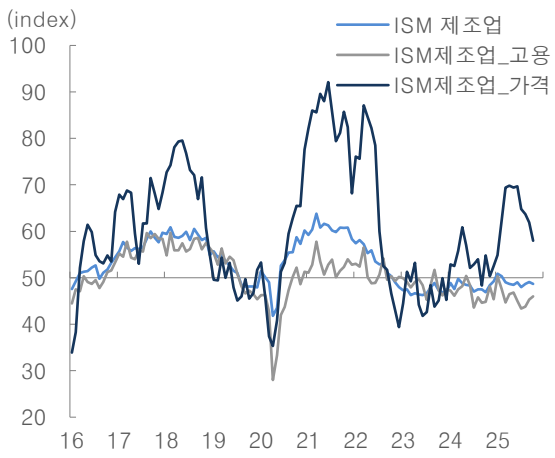
자료: FRB, 대신증권 Research Center

미국

정책 불확실성 부담 가시화

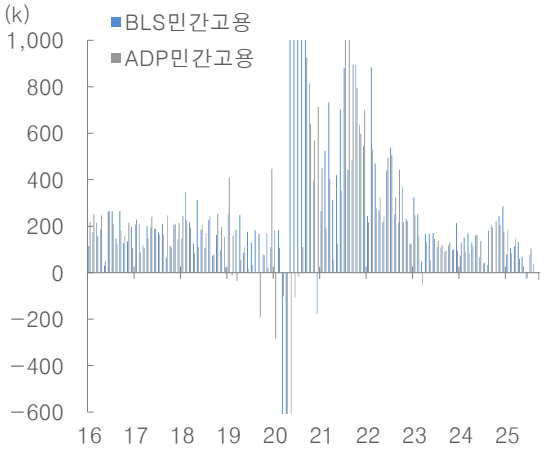
- [경기] 미국 경기는 확장국면이 지속되고 있으나, 서베이 지표에서 향후 경기에 대한 신뢰 약화, 특히 제조업 관련 대외 수요 둔화 및 과잉 재고 부담 우려. 셧다운이 장기간 지속되는 가운데 연말 소비시즌에 대한 기대도 약화. 전미소매협회(NRF)에 따르면, 올해 연말 소비지출계획은 지난해보다 감소, 관세 비용에 따른 가격 상승 감안하면 실질소비는 추가 부진 예상
- [물가] 9월 CPI는 시장 예상 하회하며 안정 흐름 지속. 서비스 물가 뿐만 아니라 에너지 및 식품을 제외한 재화 물가 역시 상승 폭 둔화. 관세로 인한 비용증가 압력에도 수요가 미약해 전가 여력이 크지 않은 것으로 판단. S&P PMI에서 서비스 판매가격지수가 큰 폭 하락
- [통화정책] 10월 FOMC회의에서 연준은 25bp 금리 인하(3.75~4.00%) 및 12월 QT 종료를 발표했으나, 연준 내 의견 대립 확인. 기준금리가 중립금리에 가까워지고 있는 상황에 경제지표 부재로 통화정책 결정에 신중할 수 밖에 없다는 입장
  - 다만 고용지표 부진이 확인될 경우, 금리 인하 기대 다시 확대될 가능성. BLS 경제지표 발표 지연이 지속되고 있는 가운데, 9월 감소했던 ADP민간고용은 10월 증가 전환 예상. 다만 증가 폭은 미미한 수준으로 고용시장 회복이라 보기 어려우며, 여전히 고용 관련 서베이 지표는 고용 부진을 시사
- [재정정책] 지방선거 이후 양당 타협으로 셧다운 종료 기대. 셧다운 여파, 관세 등 비용 부담 확산 등에 따른 경기 둔화 우려가 예상되는 만큼 재정정책 확대 가능성도 배제할 수 없음
  - IEEPA 판결을 앞두고 미국은 주요국과 관세협상에 서두르는 모습. 판결에 따른 시장 변동성 경계
- 예상보다 매파적인 연준 정책 기조에 AI 버블 우려까지 더해지며 주식시장에 대한 경계 고조. 개별기업 실적 발표에 따른 주가 등락 불가피. 다만 정책 불확실성 해소, 유동성 공급 기대가 더해질 경우, 투자 심리 개선으로 이어질 가능성

미국 제조업 부진 지속



자료: ISM, 대신증권 Research Center

고용지표에 따라 통화완화 기대 재유입 결정



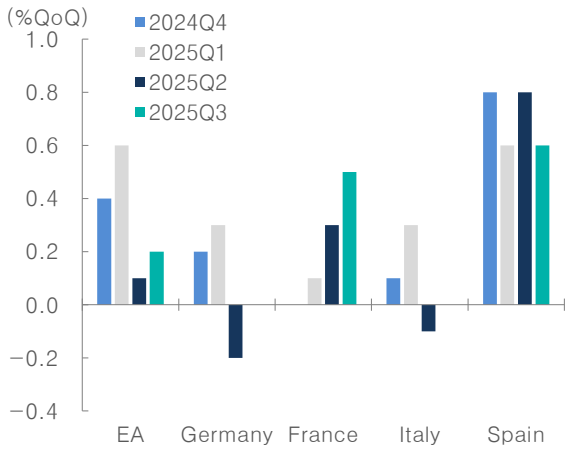
자료: BLS, ADP, 대신증권 Research Center

유로존

고정자산투자 중심 성장 확대

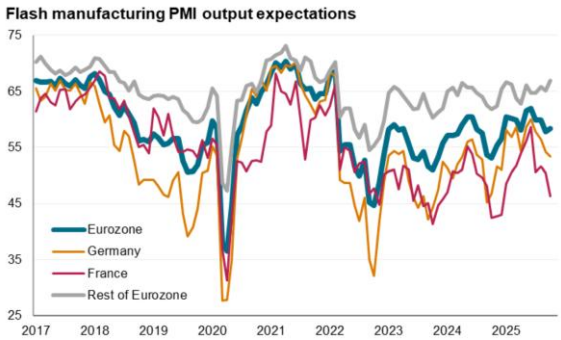
- [경기] 유로존 3분기 GDP는 시장 예상을 상회하며 0.2% 증가. 수출 의존도 높은 국가들의 성장이 부진한 것으로 보아, 대외부문 부진에도 설비투자 등 총고정자본형성이 유로존 성장을 주도한 것으로 판단
  - 10월 PMI 역시 개선 흐름이 지속되고 있으나, 향후 경기 및 생산에 대한 기대가 다소 부진. 경기 회복 기조 지속에 대한 신뢰 미약. 국가별로는 독일이 상승세를 지속한 반면, 정치불확실성이 지속되고 있는 프랑스는 하락
- [물가] 10월 CPI는 2.1% 상승해 ECB목표 수준에 부합. 다만 핵심물가 상승세가 지속. 연말로 갈수록 유로화 강세 및 기저효과 영향으로 물가 상승세는 하향 안정될 가능성
- [통화정책] ECB 금리 동결 기조 지속. ECB는 유로존 물가상승률이 목표에 부합한 수준으로 지속되고 있으며 경기 하방 리스크가 상당 수준 낮아진 것으로 평가. 희토류 등 글로벌 원자재 관련 공급망 불안이 남아있으나, 미 관세 포함 정부 재정정책 영향을 확인할 때까지 금리 동결 기조가 지속될 가능성
- [재정정책] 프랑스와 영국의 재정 불안은 여전, 예산안 처리 지연. 프랑스는 신용등급 추가 하향 조정. 프랑스, 영국이 여타 국가와 재정정책에서 차별점은 재정지출에서 성장 동력 마련보다 복지지출 부담이 크다는 것. 재정확대에 대한 시장 반응도 부정적. 복지 지출 외에도 내년 방위비 증액 등이 예정
  - 정부지출 확대에 신용등급 하향 조정, 높은 외국인 보유 비중 등으로 시장금리 상승 압력 예상. 정부 이자비용 지출 확대 요인
- 유로존 정책 불확실성 등의 디스카운트 요인이 채권시장에 이미 상당 수준 반영됐으나, 장기적으로도 불확실성이 여전. 해소 기대가 크지 않다는 점에서 유로존 주요국 채권 매력도가 미국 대비 낮다고 판단. 주식은 유로존 역시 실적 발표에 따른 등락 예상

유로존 3분기 GDP, 내수 중심 성장



자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

유로존 주요국 향후 경기 기대 약화 지속



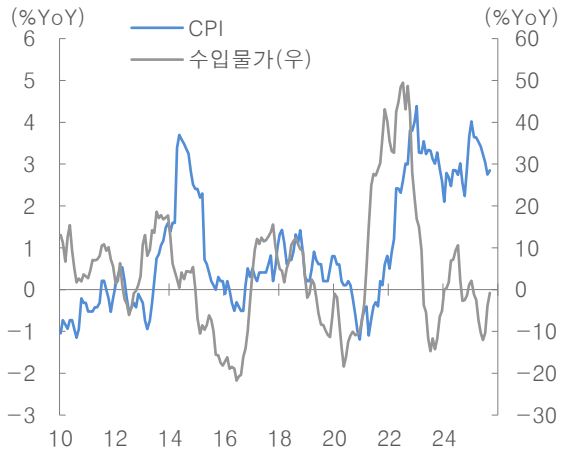
자료: S&P PMI, 대신증권 Research Center

일본

새 정부에 대한 기대

- [경기] 관세 관련 선수요에 일시적으로 개선됐던 제조업지표가 관세 영향이 반영되면서 부진한 흐름. 다만 서비스업은 비교적 견조한 수준 지속. 자민당 총재 선거 이후 정치 불안이 완화되고 경기 부양 기대가 유입되면서 내수 중심 경기 개선 기대
- [물가] CPI 상승 폭 다시 확대. 도쿄CPI는 10월 전년대비 2.8% 상승. 에너지 가격 안정에도 엔화 약세 전환되며 수입물가지수 상승 흐름 지속, 엔화 약세가 물가 부담 요인으로 작용
- [통화정책] 다카이치 총리 당선 이후 첫 금정위에서 일본은행은 다소 완화적 스탠스 시현. 올해 경제 성장 전망치를 상향 조정했으나 내년 전망치는 하향 조정. 글로벌 경기 불확실성 여파로 성장에 하방 리스크가 여전히 있는 것으로 평가. 금리인상 기조를 유지하고 있지만 시장 예상보다 완화된 모습
  - 다카이치 총리가 아베노믹스 계승 의지를 나타내면서 BOJ 금리인상 기대 약화. 반면 재정지출 확대 및 국채 발행 증가 우려에 시장금리 상승 및 엔화 약세 지속. 엔화 약세 심화 시, 미국의 견제, 일본내 물가상승 압력 확대 가능성이 크다는 점에서 금리 인상 재개가 빨라질 가능성
- [재정정책] 여소야대 상황에서 다카이치 총리 선출, 내수 중심 경기 부양 기조 강화 가능성. 1) 인플레이션 관리 및 구매력 회복 대책(보조금 지급), 2) 국방지출확대(GDP대비 2%) 등 예상. 추경 편성 가능성도 거론, 금리 상승 압력으로 작용
- 양호한 실적, 엔화 약세 등이 일본 주가 상승 뒷받침. 12월 초 정부 예산안 제출을 통해 재정정책도 구체화될 전망. 매크로 펀더멘털이나 정책 측면에서 유로존 대비 양호
  - 일본국채 금리 상승세 지속. 재정지출 확대 및 적자국채 발행 가능성, 미국 우량채권 발행 증가 등이 일본국채 수요 약화 요인으로 작용, 엔화 약세도 초래. 내년 예산안에서 시장 예상보다 재정지출 규모 확대 시 추가 엔화 약세가 금리 인상을 서두르는 요인으로 작용할 수 있다는 점에서 경계 필요

일본 물가, 엔화 약세 부담 점증



자료: 일본 통계청, 일본은행, 대신증권 Research Center

다카이치 취임 이후 엔화 약세 가속화

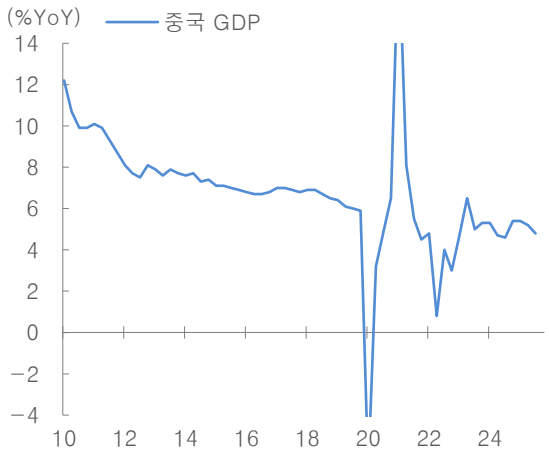
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

중국

내수 회복 지연에 대외수요도 둔화

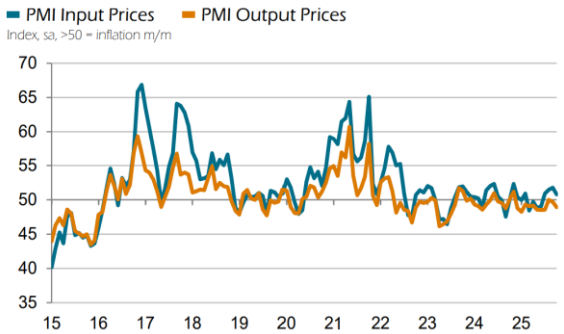
- [경기] 중국 3분기 경제는 4.8% 성장. 1년만에 다시 4%대 성장 시현. 함께 발표된 9월 내수지표 모두 부진. 소비 및 투자 부진 지속되는 가운데 대외부문 중심 성장세 유지. 정부 경기 부양 부재 시, 성장 둔화 지속 불가피하나, 연내 정책 기대 눈높이 낮출 필요
  - 10월 RatingDog 제조업 PMI는 시장 예상치 및 전월치 하회, 수요/공급 모두 부진한 모습. 내수 부진을 수출 수요로 보완, 성장 흐름을 지속해왔으나 선수요가 마무리되고 미국내 소비 여력이 약화되면서 전반적인 제조업 경기 확장 속도 둔화 초래
- [물가] 9월 주요 물가지수는 하락 폭은 축소됐으나 하락세 지속. 중국 역시 투입비용 상승세가 지속되고 있으나 수요 둔화로 판매가격 할인이 지속. 10월 CPI는 식품 및 에너지 가격 중심 하락세가 지속되고 있으며 PPI는 정부 정책 영향으로 하락 폭 축소
- [통화정책] 당초 예상보다 통화완화 기조 지연될 가능성. 실물경기 부양 효과가 크지 않으며 지속되는 위안화 약세 및 시장 금리 하락에 자금 유출이 지속되고 있다는 점도 부담. 다만 금리 인하 기조가 마무리됐다고 보기 어려우며 내년 정부 경기 부양책 명확해지면서 정책 공조 위한 통화완화정책 재개 전망
- [재정정책] GDP 및 실물지표 부진에 정부 재정 지원 기대가 확대됐으나 이번 4중전회에서 구체적 경기 부양 방안 부재. 내수 부양 기조를 유지하고 있으나, 이전보다 정책 방향성이 첨단기술 및 하이테크 제조업에 집중. 수요 창출보다 공급 능력 강화 우선
  - 미·중 정상회담을 통해 대중 관세 10%p 인하. 희토류 수출 규제 연기 및 미국 대두 수입 재개
- 미·중 무역분쟁이 일시 휴전에 들어가며 중국 제조업 수출 경쟁력 일부 개선 가능. 하지만 양국 구조적 갈등 지속 불가피, 반도체 관련 합의도 부재. 정부 정책이 내수 중심 수요 창출보다 (하이테크 제조업) 공급 능력 강화로 이동하고 있다는 점에서 성장주, 채권 등의 자산 수혜 지속 전망

중국, 양호한 수출 수요에도 성장 둔화 지속



자료: 중국 국가통계국, 대신증권 Research Center

중국 디플레이션 부담 여전



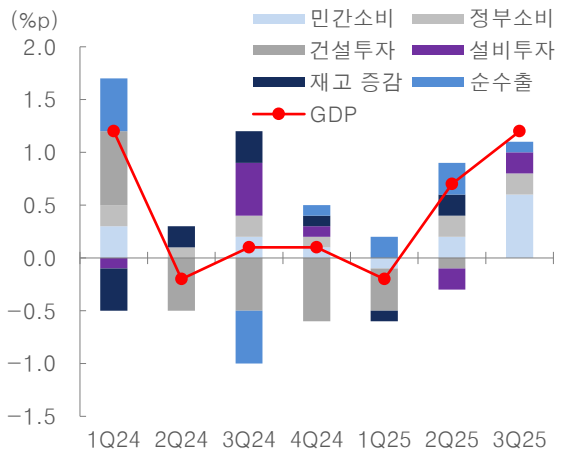
자료: S&P PMI, 대신증권 Research Center

한국

대외 불확실성 완화

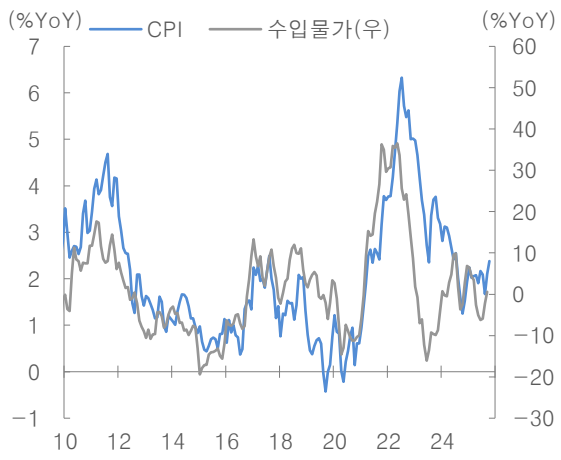
- [경기] 국내 3분기 경제는 시장 예상 상회하며 전기대비 1.2% 성장(YoY 1.7%). 내수가 GDP 서프라이즈 주도. 특히 장기간 부진했던 소비가 부의 효과, 정부 지원 등으로 큰 폭 증가했고 설비투자 역시 반도체 관련 설비 중심으로 회복 시작
  - 대외정책 불확실성에 부진했던 수출이 반도체 중심 회복. 10월 수출이 조업일수 감소에도 불구하고 비교적 견조. 전세계적으로 경기와 별개로 정부 주도 안보 투자가 확대되며 국내 수출 증가 견인할 전망
- [물가] 10월 국내 소비자물가는 전년동월대비 2.4% 상승해 지난해 7월 이후 최대 상승 폭 기록. 추석 연휴 영향이 컸던 것으로 판단, 농축수산물가격이 큰 폭으로 상승하며 물가 상승 견인. 달러원환율도 상승세가 지속되면서 수입물가 상승압력으로 작용
- [통화정책] 최근 물가상승세가 확대됐으나, 기조적 상승세 확대 가능성은 제한적. 환율 안정 시 물가 안정 및 금리 인하 재개 가능. 한국은행은 10월 금통위에서 금리 동결, 연내 추가 인하 기대 약화. 환율 외에도 부동산 가격 부담이 금리 결정에 주요인으로 작용
- [재정정책] APEC 정상회의 앞두고 미국과의 관세 협상 마무리, 대외 불확실성이 완화. 대미투자 3,500억달러 중 2,000억달러는 연간 한도 200억 달러 내에서 투자, 1,500억달러는 조선업에 투자 결정. 200억달러 직접투자 규모도 부담되는 수준이나 당초 우려보다 양호한 수준에서 타결
- 미국과의 관세 협상 타결에도 대외투자 부담에 정부의 재정 지출 확대 우려 등이 국내 채권 시장금리 및 달러원환율 상승 압력으로 작용. 대내 요인 외에도 미국 빅테크 기업 중심으로 채권 발행이 증가하면서 국내 채권에 대한 수요가 약화
  - 주식시장에서도 정상회담 및 엔비디아 효과는 이미 반영. 높아진 밸류 부담에 실적 관심 가질 필요

예상보다 견조한 3분기 국내 경제성장률



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

원화 약세 부담, 물가 상승 폭 확대



자료: 통계청, 한국은행, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

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