GLOBAL
ECONOMICS

2025. 11. 25.

Global Macro Team

허진욱 Chief Economist
james_huh@samsung.com

정성태 Senior Economist
sungtai.chung@samsung.com

양지성 Economist
jisung.yang@samsung.com

금종호 Economist
jongho.keum@samsung.com

구민정 Economist
mj.gu@samsung.com

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

리서치센터 리포트
바로가기

2026년 글로벌 경제 전망

Immaculate Goldilocks: 재정이 끌고, 통화가 밀고

- '26년 글로벌 경제는 주요국 모두가 잠재 성장률과 물가 목표를 달성하는 '완벽한 골디락스'에 진입. 확장적 재정과 중립적 통화 조합이 경기 확장을 장기화시킬 것
- 골디락스와 'Policy put' 여력은 글로벌 금융시장의 risk-on 모드를 유지시키는 한편, 명목 성장률에 수렴하는 장기 금리와 점진적인 달러화 약세를 유발할 전망

Weaker Global Headwinds, Stronger Domestic Tailwinds

최대 리스크 요인으로 작용했던 관세 불확실성이 빠르게 완화되기 시작. 이로 인한 confidence recession은 '25년 중 전 세계 기업 투자 및 고용을 지연시키는 역풍으로 작용. 관세 불확실성의 완화, 주요국 확대 재정 정책 본격화, Fed insurance cuts 등에 힘입어, '26년 주요 선진국과 신흥국 대부분이 잠재 수준 이상의 양호한 성장률 시현 예상. 특히, 독일 주도의 유로존과 한국, 일본 등에서 확대 재정 기조가 두드러지는 가운데, 미국도 감세 효과가 가시화될 전망. 한편, 미국을 제외한 주요국들은 이미 물가 목표를 달성한 상황에서, 일회성 관세 효과가 사라지면서 미국도 내년 중반 이후 물가 정상화 국면에 진입 예상. 주요국 모두가 "완벽한 골디락스" 국면에 진입하면서, 각국은 글로벌 요인보다는 자국의 경기 사이클에 중점을 둔 정책으로 전환 예상

Expansionary Fiscal Policy, Neutral Monetary Policy

'26년 이후 예상되는 주요국, 특히 non-US 지역의 정책 조합은 "확장적 재정정책+중립적 통화정책"임. 이는 2010년대의 구조적 저성장(Secular stagnation)과 저금리를 유발했던 "완화적 통화정책(NIRP/QE)+긴축적 재정정책 " 과 대조되는 조합. 독일, 한국, 일본 등에서 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고, 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사. 과거와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 여력을 의미. 이러한 "Policy put"의 존재는 글로벌 경기의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인이 될 것

금융시장 시사점: TINA의 약화로 다변화된 포트폴리오가 요구되는 시점

무역 불확실성의 완화, 확대 재정 본격화와 완화적 금융 여건의 지속, 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 진입에 힘입어, 금융시장의 risk-on 모드가 지속되면서 글로벌 증시는 점진적인 상승 추세를 유지할 것. Non-recessionary easing cycle에서 양호한 펀더멘털과 Fed easing cycle 간의 내재된 상충 관계가 금융시장의 변동성 확대 요인으로 작용. 업종별/지역별/자산별로 다변화된 포트폴리오 구성이 요구됨. 한편, 명목 성장률에 수렴하는 주요국 장기 금리(미국 10년물 적정 범위: 4.0~4.5%) 추세가 유지되는 가운데, 점진적이지만 추세적인 달러 약세(연간 5~7% 내외) 환경 지속 예상

REPORT
CONTENTS

01 2026년 글로벌 경제 전망: Immaculate Goldilocks 03p

02 2026년 중국 경제 전망: 불확실성 축소와 경제 구조의 변화에 주목 18p

03 2026년 유럽 경제 전망: 통화 대신 재정이 경기를 견인 29p

04 글로벌 교역 전망: 장기 평균을 상회하는 확장 국면 지속 42p

05 일본 경제: 다카이치 내각 출범의 시사점 50p

1. 2026년 글로벌 경제 전망

Immaculate Goldilocks

'26년으로 갈수록 관세 불확실성의 완화, 주요국 확대 재정정책의 본격화, 글로벌 금융 여건의 완화 지속 등에 힘입어, 주요 선진국과 신흥국 대부분이 잠재 수준 이상의 양호한 성장률 추세로 복귀할 전망이다. 특히, 독일 주도의 유로존과 한국, 일본 등에서 확대 재정 기조가 두드러지는 가운데, 미국도 감세 효과가 점차 가시화될 전망이다. 한편, 미국을 제외한 주요국들은 이미 물가 목표를 달성한 상황에서, 일회성 관세 효과가 사라지면서 미국도 내년 중반 이후 물가 정상화 국면에 진입할 것으로 예상된다. 주요국 모두가 "완벽한 골디락스(immaculate goldilocks)" 국면에 진입하면서, 각국은 글로벌 요인보다는 자국의 경기 사이클에 중점을 둔 정책으로 전환이 예상된다.

Expansionary Fiscal Policy, Neutral Monetary Policy

'26년 이후 예상되는 주요국, 특히 non-US 지역의 정책 조합은 "확장적 재정정책+ 중립적 통화정책"이다. 이는 2010년대의 구조적 저성장(Secular stagnation)과 저금리를 유발했던 "완화적 통화정책(NIRP/QE)+긴축적 재정정책 " 과 대조되는 조합이다. 독일, 한국, 일본 등에서 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고, 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사한다. 과거와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 여력을 보유하고 있음을 의미한다. 이러한 "Policy put"의 존재는 글로벌 경기의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인이 될 것이다.

금융시장 시사점: 다변화된 포트폴리오가 요구되는 시점

관세 불확실성의 완화, 확대 재정 본격화와 완화적 금융 여건의 지속, 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 진입에 힘입어, 금융시장의 risk-on 모드가 지속되면서 글로벌 증시는 점진적인 상승 추세를 유지할 전망이다. 다만, Non-recessionary easing cycle에서 양호한 펀더멘털과 Fed easing cycle 간의 내재된 상충 관계가 주기적으로 금융시장의 변동성 확대 요인으로 작용할 전망이다. 미국 자산에 대한 과도한 쏠림보다는 업종별/지역별/자산별로 다변화된 포트폴리오 구성이 요구되는 시점이다. 한편, 장기화되는 골디락스와 중립적 통화정책이 주는 "Policy put" 여력은 명목 성장률에 수렴하는 주요국 장기 금리(미국 10년물 적정 범위: 4.0~4.5%) 추세를 유지시키고, 점진적이지만 추세적인 달러 약세(연간 5~7% 내외)를 유발하는 요인으로 작용할 전망이다.

I-1. 2025년 글로벌 경제 및 금융시장 Review

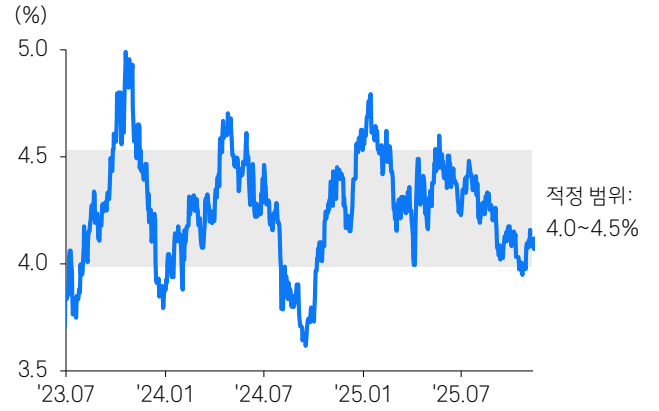
상반기와 하반기의 상반된 금융시장 흐름은 관세 불확실성 완화 및 Fed 정책 변화에 기인

2025년의 경우, 글로벌 경제 및 금융시장이 상반기와 하반기에 서로 상이한 흐름을 보인 한 해로 평가할 수 있다. 그 주된 원인은 트럼프 관세 불확실성과 이에 따른 Fed 통화정책 변화에 기인한다.

올 상반기 글로벌 경제 및 금융시장에서의 가장 큰 서프라이즈는 미국 예외주의가 급격히 약화되면서, 미국 자산의 전례 없는 트리플(주식-채권-달러화) 약세가 진행된 것이다. 당초 지난해 말과 올해 초, 2025년 매크로 전망에 있어서 대부분의 전망 기관들 사이에 "미국 예외주의 강화"가 아주 강한 컨센서스로 자리 잡았다. 취임 이후 예상되는 트럼프 관세 2.0과 감세 정책은 팬데믹을 거치면서 강화된 미국 자산의 아웃퍼폼과 달러화 강세를 더욱 공고하게 장기화시킬 것이라는 전망이 주를 이루었기 때문이다.

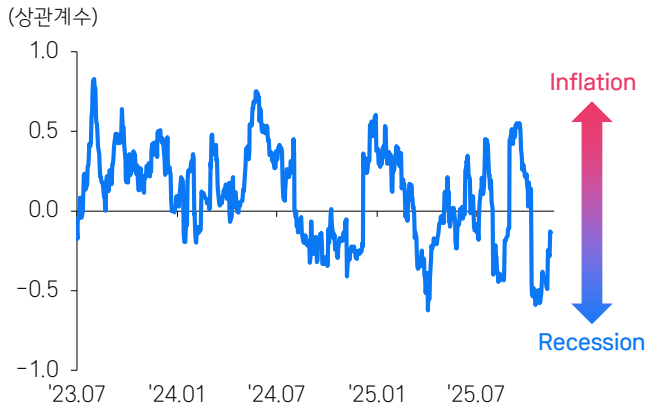
연초 매우 강한 컨센서스였던 미국 예외주의 강화를 무너뜨리는 결정적 계기는 대상 국가, 품목 및 관세율 모두에서 예상을 크게 상회한 트럼프 관세 2.0이었다. 중국에만 국한되었던 1기 때와는 다르게, 2기 트럼프 관세는 중국뿐만 아니라 동맹국을 비롯한 대부분의 교역 대상국을 모두 포함하고 있기 때문이다. 특히, 비록 관세 부과가 유보되긴 했지만, 발표된 국가별 특별 상호 관세율은 당사 및 시장의 예상을 크게 상회하며 충격을 주었다. 이에 따라, 2월 초까지도 관세 우려 확대 → 인플레이션 상승 → hawkish Fed → 달러 강세로 이어지던 inflation shock 국면에서, 4월 초 이후 관세 우려 확대 → 미국 경기 침체 → 재정 적자 확대 → 국채 발행 증가 → 주식/채권/달러의 트리플 약세로 이어지는 growth shock으로 변화된 것이다. 반면, 유로존(특히, 독일), 한국, 중국, 일본(다카이치 당선 이후) 등 non-US 국가들 대부분은 추가 금리 인하(일본은 금리 인상 유보)뿐만 아니라, 적극적인 확대 재정정책을 통해 관세 충격을 상당 부분 상쇄하였다. 이에 따라, 상반기 글로벌 증시에서는 non-US가 미국 증시 상승률을 크게 상회하였고, 달러화 지수는 연초 대비 약 11% 약세를 시현하였다.

미국 장기 금리(10y)가 적정 범위의 하단에서 재차 반등



자료: Bloomberg, 삼성증권

주식과 채권 간 상관계수 변화: 골디락스 기대 재확산



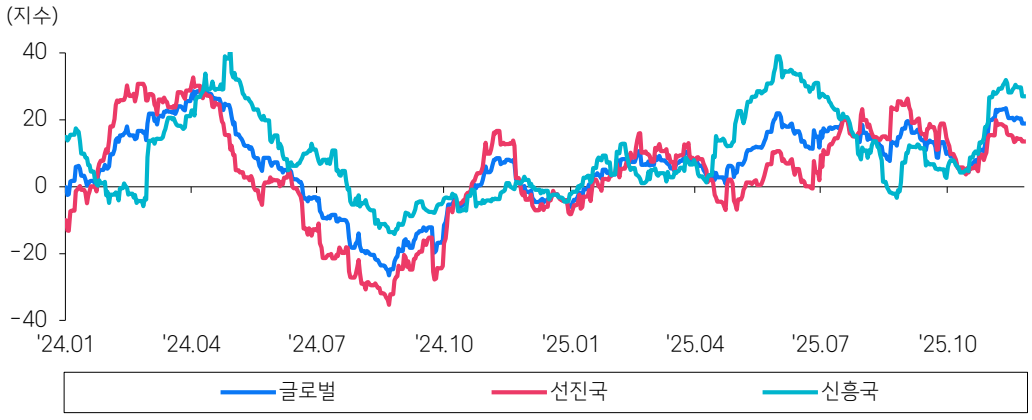
참고: S&P 500과 미국 10년물 국채 가격의 1개월 이동 평균 상관계수
자료: Bloomberg, 삼성증권

그러나 하반기 중 글로벌 금융시장 흐름은 상반기와는 상반된 모습을 보이고 있다. 비록 미국 7~8월 고용이 예상을 크게 하회하면서 Fed가 9월과 10월 연속 금리 인하를 재개했지만, 이는 실제로 침체를 우려해서가 아니라, 불필요한 침체 리스크를 선제적으로 방지하기 위한 보험성 인하(risk management cuts)의 성격이다. 하반기 들어 트럼프 정부는 관세 충격이 더 이상 확대되지 않도록 리스크 관리에 나서면서, 주요국들과의 무역 협상을 잇따라 타결하였다. 이에 따라, 상반기를 정점으로 관세 불확실성이 크게 완화되기 시작하였고, 이는 최대 피해국이던 미국의 펀더멘털을 빠르게 개선시키는 요인이 되었다. 실제로 상반기 평균 1.5%로 잠재 수준을 하회했던 미국의 성장률은 3Q에 약 3.5% 내외까지 크게 반등했을 것으로 추정되어, 연간 성장률도 상반기 예상했던 1.4%에서 크게 상향 조정된 2.0%를 기록할 것으로 예상된다.

반면, 유로존과 중국의 경우 여전히 서비스업을 중심으로 양호한 성장 추세를 유지하고 있으나, 하반기 들어 미국과의 성장률 격차가 재차 축소되는 모습이다. 경기 침체가 아닌 상황에서 Fed가 보험성 인하까지 제공하는 소위 non-recessionary easing cycle이 재현되면서, 상반기 상대적으로 부진했던 미국 증시가 하반기에는 비교적 큰 폭의 아웃퍼폼을 시현하고 있다. 여기에 재정 긴축을 놓고 프랑스의 정치적 불확실성이 높아지며 유로화 강세가 주춤해진 상황에서, 일본 다카이치 총리 당선으로 엔화가 큰 폭의 약세로 돌아서면서 하반기 중 달러화가 약 3% 내외의 강세로 전환되었다.

종합하면, 올 상반기 미 국채와 달러화의 안전자산으로서의 위상 약화 우려가 제기된 바 있다. 지난 4월 2일 예상을 대폭 상회한 상호 관세 부과 예고(Liberation day) 직후부터 5월 중순까지 금융시장에서 나타났던 미국 자산의 트리플 약세(주식, 국채, 달러 가치의 동반 하락)가 그 대표적인 사례이다. 또한, 지난 10월 1일 시작된 미 연방 정부 셧다운은 비록 11월 12일에 종료되었지만, 최장 기간을 경신하며 미국 국채 및 달러화에 대한 글로벌 투자자들의 신뢰를 재차 흔들어 놓은 계기가 되었다. 올 초 트럼프 취임 이후의 잇따른 이벤트들은 장기적인 관점에서 미국 자산 전반에 대한 매력도를 약화시키는 요인이 될 전망이다. 이는 달러 표시 자산 전반에 대한 "Sell US" 차원의 급격한 변화보다는 중장기적으로 리스크 헤지 차원에서의 다변화 욕구의 지속적인 강화로 이어질 것이다.

최근 선진국과 신흥국 모두에서 경기 모멘텀의 동반 개선 진행 중 (경제 서프라이즈 지수)



자료: Bloomberg

I-2. 2026년 글로벌 경제 전망: 재정이 끌고 통화가 미는 Immaculate Goldilocks

2026년 주요국 경제 전망 핵심 요약

미국: 미국의 경제성장률은 '25년과 '26년 각각 2.0%와 1.9%로, 대체로 잠재 수준(2.0% 내외)에 수렴하는 양호한 성장 추세를 유지할 전망. 이는 1) 관세로 인한 물가 상승에 따른 실질 소득 및 소비 둔화, 2) 정책 불확실성 확대로 인한 투자 및 고용 지연, 3) 긴축적인 통화정책 등의 우려로 상반기 중 1.4%까지 대폭 하향 조정되었던 수준에서 크게 높아진 것. 다만, 이는 상당 부분 관세 부과를 앞두고 2~3Q 중 집중되었던 front-loading 효과(특히, 소비보다는 기업 투자에서 그 효과가 상대적으로 크게 나타남)에 기인. '26년의 경우, 셧다운 종료에 따른 back-loading 효과, 가계 부문의 소득세 환급 등에 힘입어 1Q 성장률이 3.0% 내외까지 일시적 반등 이후, 1.5% 전후의 안정세를 유지할 전망. 한편, 관세로 인한 물가 상승 폭이 약 0.5%pts로 추정됨에 따라, 핵심 PCE 물가는 '25년 말 3.0% 내외에서 정점을 형성한 이후, '26년 말 2.3%까지 disinflation 추세를 유지할 것. 실업률은 '26년 상반기까지 4.6% 내외에서 정점을 형성한 이후 점차 안정화될 전망

Fed는 노동시장의 불필요한 추가 악화 방지, 인플레이션의 정점 통과 등을 반영하여, '26년 중반까지 3차례의 추가 금리 인하(당사 기본 시나리오: '25년 12월, '26년 3월과 6월 인하)를 통해 중립 수준인 3.25%에서 동결 기조로 전환할 전망. 차기 Fed 의장과 전반적인 FOMC 평균 성향이 모두 현재보다 다소 dovish해질 것으로 예상됨에 따라, 당사 예상보다 terminal rate이 25~50bp 낮아질 리스크가 있음. 경기 침체 우려가 낮은 상황에서 중립 수준까지 Fed의 금리 인하가 진행됨에 따라, 미 국채 10년물 금리는 여전히 4.0~4.5%범위에서 등락이 예상됨. Non-US 국가들의 적극적인 재정 확대에 힘입어, 보다 균형 있고 다변화된 글로벌 골디락스 국면에 진입함에 따라, '25년과 마찬가지로 '26년 중에도 달러화는 주요국 통화 대비 연간 약 5~7%의 점진적인 약세 추세를 유지할 전망

중국: 중국 경제는 '25년 4.8%에서 '26년에는 4.3%, '27년에는 4.2%로 성장률이 완만하게 낮아질 전망. 1) 주택시장 부진이 지속되고 2) 그간 성장을 지지했던 제조업 투자도 반내권화(反內卷化) 정책에 따라 둔화가 예상되어, 3) 수출만으로 중국 내수 수요 둔화를 상쇄하기 어렵기 때문. 그에 따라 향후 2년간 중국의 성장률은 완만한 둔화가 불가피. 다만, 이러한 상존한 취약점에도 지난 몇 년간에 비해서 대내외적인 리스크 요인이 크게 축소된 점은 긍정적. 대외적으로는 지난 10월 미-중 양국이 무역 분쟁의 잠정적인 봉합에 합의했고, 제조업 공급 과잉과 디플레이션 압력에 중국 정부가 대응을 시작했기 때문. 아울러, 무형 투자의 확대, 수출 경쟁력 강화 및 기업 차원의 해외 진출 확대, 서비스업 비중의 상승 등 최근 나타나고 있는 중국 경제의 구조적인 변화도 긍정적인 요인

한편, '26년 고정 자산 투자와 소매 판매의 둔화되는 반면, 무형 자산 투자와 서비스 소비는 확대될 전망. 제조업 투자는 '26년 들어서는 3.0% 내외로 하락하고, 1.1%를 기록한 인프라 투자는 2.5%로 예상. 다만, 디플레이션을 감안한 실질은 제조업 4.5%, 인프라도 4.0% 내외로 상대적으로 양호할 것이며, '25년 하반기 급락을 감안하여 상저하고 예상. 올해 -20% 내외 감소한 주택 투자의 경우에는 감소 폭이 축소된 -12% 내외로 전망. 다만, 이는 지난 4년간의 급격한 하락에 따른 기저 효과에 불과. 소매 판매(명목)는 3.9% 내외를 예상하는데, '25년 상반기 중 소매 판매 증가를 이끌었던 이구환신 정책의 기저 효과 탓. 반면, 무형 자산 투자, 이구환신에서 제외된 품목, 서비스 소비 등은 추세적인 성장을 지속하며 중국 경제의 성장을 지지할 것. 그에 따라, '26년 중국 정부의 정책 기조는 리스크 관리에 치중하는 온중구진이 이어질 것. 재정정책에서는 재정 적자 누증이, 통화정책에서는 부실 채권 비율 대비 낮은 순이자 마진율로 인한 은행 부문의 자본 건전성 우려가 정책 여력을 제약하기 때문. 그에 따라 재정 적자 목표는 '25년 수준인 GDP 대비 4.0%, 정책 금리(7일 역RP 금리)도 10~20bps 인하에 그칠 전망

유로존: 유로존 경제는 2025년 1.2%에 이어 2026년에도 1.3%로 잠재 수준을 소폭 상회하는 성장률을 기록할 전망. 1) 누적된 금리 인하 효과가 경기를 지지하는 가운데, 2) 2026년부터 독일 중심의 재정 지출 확대가 본격화되면서, 유로존 전반의 유효 수요를 자극할 것. 유로존 가계의 재정 상황이 양호한 상황이기에, 2026년 중에는 소비 지표의 완만한 개선을 기대

다만 유로존 전체로 보면, 2026년 재정 확대는 완만한 강도일 것. 독일의 재정 확대는 상당한 규모이나(재정 적자 2025년 2.5~3.0% vs 2026년 4.8%) 유럽 전체로 보면 희석. 독일과 달리 스페인과 프랑스 등 여타 주요국이 소폭 긴축할 것으로 예상되기 때문. 즉, 2026년 유로존 재정 확대는 주요국 동반 확대가 아닌, 독일 주도의 확대로 해석. 유로존 재정 적자는 2025년 대비 0.4~0.6%pts 확대될 것으로 예상되며, 이로 인한 유로존 성장률 제고 효과는 0.3% 내외를 기록할 전망. 한편, 프랑스 재정 건전성 우려가 2027년 프랑스 대선까지 이어질 전망이나, 2010년대 초반 유로존 재정 위기 시기와는 달리 타 국가로의 리스크 전이 가능성은 제한적. ECB는 TPI과 금리 인하 등을 통한 대응 여력이 충분하며, 남유럽의 재정 펀더멘털은 2010년대 대비 개선

ECB는 2026년 중 정책 금리를 동결할 전망. 성장률이 반등하는 가운데 물가 상승률은 2% 수준에서 부합하고 있어 금리 인하 시급성은 낮아짐. 중장기적으로 보면 독일의 재정 확대, 유로존 실업률 하락 등 인플레이션의 재반등 여건이 마련되고 있으나 인플레이션 압력이 2026년 중 재부상할 가능성은 제한적인 것으로 판단. 서비스 물가 둔화 흐름이 지속되는 가운데, 임금 상승률 역시 2025년 3분기에 전년 대비 1.9%로 2021년 4분기 이후 최저 증가율을 기록하고 있어 인플레이션 상방 압력은 2026년이 아닌 그 이후에 보다 뚜렷하게 나타날 것

한국: '26년 한국 성장률은 '25년 1.1%에 비해 크게 개선된 2.2%를 전망. 당사의 '26년 전망은 시장 예상(1.8%)보다 높은 수준. 당사는 1) 반도체 업황 개선의 지속으로 '25년 2.5%였던 한국 수출이 '26년에는 9.5%로 높아지고, 2) 소비 심리 개선, 수출 증가, 주식시장 강세 등으로 민간 소비가 정상화되며, 3) 지난 2년간 낮았던 재정 지출 증가율이 높아지는 효과 등을 예상하기 때문. 또한, 반도체를 제외한 나머지 품목의 수출은 부진한 양극화 현상은 '26년 하반기 이후 완만하게 개선되는 점도 긍정적인 요인. 이는 미국과의 관세 협상 타결, 주요국 금리 인하 등에 따른 교역 여건의 개선 등을 기대하기 때문. 반면, 건설투자는 누적된 PF 부실, 건설 원가 상승, 서울 지역 주택 가격 상승에 대응한 금융 당국의 대출 규제 확대 등의 영향으로 부진할 전망

당사는 한국은행의 금리 인하가 '25년 5월로 사실상 마무리된 것으로 판단. '25년 10월까지는 (-) GDP 갭 상황에서도 서울 지역 주택 가격 상승과 가계 부채 확대에 따른 금융 안정을 우선시하면서 한국은행은 금리를 동결한 바 있음. 반면, 현시점에서 당사가 장기간 금리 동결을 예상하는 이유는 수출 증가율 확대, 민간 소비 개선 등으로 '26년 성장률의 개선을 전망하기 때문. 한국은행 총재도 10월 금통위 이후의 기자회견에서 성장률 상향 가능성을 언급. 다만, '26년 성장률이 2.2%에 이르더라도 GDP 갭은 소폭(-)로 추정되고, '26년 소비자 물가도 2.0% 내외로 물가 안정 목표에서 벗어나지 않을 전망. 그에 따라 당사는 '26년 내내 한은이 정책 금리를 현 수준인 2.5%에서 동결할 것으로 예상

당사 전망의 리스크는 '26년 한국 수출 증가의 90% 이상이 미국 등의 AI 투자 확대에 따른 반도체 수출에서 비롯된다는 점. 그에 따라 AI 투자가 현재 예상을 하회하는 경우, 당사의 수출 및 성장 전망은 하향될 가능성이 높음. 다만, 현재까지 미국을 비롯한 주요국의 AI 투자 전망치는 점차 상향 조정되고 있어 '26년 당사의 한국 경제 전망은 실현 가능성은 높음

일본: '26년 일본 경제는 1.0% 성장하면서 '25년(당사 전망 1.1%)에 이어 잠재 수준(0.8% 내외)을 상회하는 수준 기록할 전망. 당사는 1) 구직자 우위 노동시장과 중소기업 임금 인상 보조금 등이 임금 인상 기조를 지지하며 '26년에도 민간 소비가 완만한 회복세 이어갈 것으로 예상되는 가운데, 2) 수출을 제약했던 미국 관세 정책 불확실성이 자동차를 중심으로 수출이 개선 추세를 지속하고, 3) 다카이치 내각의 확장적 재정정책이 수요를 자극하면서 정부 지출 및 투자가 확대될 것으로 예상하기 때문

이러한 배경에서 BOJ는 금리 인상 기조를 지속하며, '26년 1월과 '26년 하반기 총 두 차례에 걸쳐 정책금리를 50bps 인상할 전망(현행 0.5%에서 1.0%로 인상) 다만, 다카이치 정부와의 협의가 금리 인상 여부와 시기를 결정할 것. 지난 10월 금융정책 결정 회의에서 우에다 총재는 BOJ 전망의 실현 가능성이 높아지고 있으나, 제조업에서 관세 영향이 점차 나타나고 있다고 발언. 10월 회의 요약문에서도 BOJ는 관세 정책의 영향이 보다 뚜렷해졌으며 예상 영향 규모도 이전보다 축소되었다고 평가. 다만, 여전히 신정부 정책 영향 등 불확실성이 높다고 평가했으며, 내년 춘투 임금 협상 결과가 중요한 고려 요소가 될 것이라고 언급하며 신정부의 입장을 고려하여 당장의 금리 인상에는 신중. 반면, 다카이치 총리는 "일본은 아직 지속 가능한 임금 주도(wage-driven) 인플레이션에 도달하지 못했다"며, 임금이 충분히 높아질 때까지 금리 인상을 서두를 필요가 없다는 입장을 견지. 아울러 "재정·통화 모두 확장적 기조를 유지해야 한다"고 강조. 이러한 재정 및 통화 정책 기조하에서 일본 장기 국채 금리는 상향 압력을 받을 가능성이 높음

한편, '26년 상반기 중 Fed 금리 인하(3월과 6월 전망)에 따라 달러가 약세를 보이는 과정에서 미-일 금리 차 축소 및 일본 reflation 기대에 따른 금융시장의 성장률 전망 상향 등에 힘입어 하반기로 갈수록 엔화는 달러 대비 강세 전환 예상. 당사는 '26년 말 엔/달러 환율을 147엔으로 전망함

Global Economic Outlook

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GDP (전년 대비, %)					
World	3.5	3.3	3.1	3.2	3.3
DM	1.7	1.8	1.5	1.7	1.8
미국	2.9	2.8	2.0	1.9	2.1
유로존	0.4	0.9	1.2	1.3	1.4
일본	1.2	0.1	1.1	1.0	1.0
EM	4.7	4.3	4.2	4.1	4.2
중국	5.4	5.0	4.8	4.3	4.2
한국	1.6	2.0	1.1	2.2	2.0
CPI (전년 대비, %)					
World	6.7	5.7	4.1	3.6	3.2
DM	4.6	2.6	2.5	2.2	1.9
미국	4.1	3.0	2.8	2.5	2.1
유로존	5.4	2.4	2.0	1.8	1.9
일본	3.3	2.7	3.0	1.8	1.6
EM	8.2	7.9	5.1	4.6	4.2
중국	0.2	0.2	0.0	0.6	1.0
한국	3.6	2.3	2.0	2.0	1.9
환율(연말) / 유가 (연평균)					
엔/달러	141	157	155	147	140
달러/유로	1.10	1.04	1.16	1.19	1.20
위안/달러	7.1	7.3	7.1	6.9	6.6
원/달러	1,288	1,472	1,450	1,300	1,270
원/엔	9.1	9.4	9.4	8.8	9.1
원/유로	1,417	1,531	1,682	1,547	1,524
원/위안	181	202	204	188	192
WTI (달러/배럴)	78	76	65	63	65

자료: IMF, Consensus Economics, 삼성증권 추정

I-3. Weaker Global Headwinds, Stronger Domestic Tailwinds

'26년 글로벌 경제를 전망하는 데 있어서, 아직은 불확실한 미국 인플레이션 궤적, 양방향 리스크에 직면한 FOMC의 분열과 Fed 의장 교체, 무역 협상에 대한 트럼프의 변덕, 내년 말 미 중간선거 등 결과를 예단하기 어려운 불확실성들이 여전히 산적해 있다. 이에 따라, 지난 2~3년과 마찬가지로 예상치 못한 충격과 이에 따른 경기 침체 혹은 위기를 우려하는 목소리가 여전히 제기되고 있다. 팬데믹 이후 매년 반복되는 높은 불확실성과 낮은 예측 가능성을 감안할 때, 어쩌면 이는 지극히 자연스러운 우려로 보인다.

그러나, 당사는 최근 2~3년과 비교할 때, '26년 글로벌 경제에는 주요국 모두에서 양호한 성장 추세를 뒷받침하고, 예상치 못한 하방 리스크에 대응할 수 있는 긍정적인 변화들이 나타나기 시작했다. 가장 먼저 2025년 중 최대 리스크 요인으로 작용했던 관세 불확실성이 상반기를 정점으로 빠르게 완화되기 시작하였다. 비록 글로벌 경제가 당초 우려했던 침체 없이 상대적으로 양호한 성장세를 유지했지만, 이는 상당 부분 관세 충격을 상쇄하기 위해 미국 外 주요국들이 정책 대응이 강화했기 때문이다. 또한, 실물경제의 침체는 피했지만, 미래 전망에 대한 높은 불확실성과 낮은 정책 신뢰로 인한 confidence recession이 심화되면서, 전 세계 기업 투자 및 고용을 지연시키는 역풍으로 작용했다.

따라서, 2026년으로 갈수록 관세 불확실성의 완화, 주요국 확대 재정정책의 본격화, 글로벌 금융 여건의 완화 지속 등에 힘입어, 주요 선진국과 신흥국 대부분이 잠재 수준 이상의 양호한 성장률 추세로 복귀할 전망이다. 특히, 독일 주도의 유로존과 한국, 일본 등에서 확대 재정 기조가 두드러지는 가운데, 미국도 감세 효과가 점차 가시화될 전망이다. 한편, 미국을 제외한 주요국들은 이미 물가 목표를 달성한 상황에서, 일회성 관세 효과가 사라지면서 미국도 내년 중반 이후 물가 정상화 국면에 진입할 것으로 예상된다. 주요국 모두가 "완벽한 골디락스(immaculate goldilocks)" 국면에 진입하면서, 각국은 글로벌 요인보다는 자국의 경기 사이클에 중점을 둔 정책으로 전환이 예상된다.

'26년 이후 예상되는 주요국, 특히 non-US 지역의 정책 조합은 "확장적 재정정책+ 중립적 통화정책"이다. 이는 2010년대의 구조적 저성장(Secular stagnation)과 저금리를 유발했던 "완화적 통화정책(NIRP/QE)+긴축적 재정정책 " 과 대조되는 조합이다. 독일, 한국, 일본 등에서 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 GFC 이후 사실상 미국이라는 하나의 엔진에만 의존해 온 글로벌 경제가 보다 균형 있고 다변화된 골디락스 국면에 진입할 것임을 시사한다. 과거와는 달리 중립 수준에 수렴해 있는 주요국 통화정책은 향후 예상치 못한 침체 리스크에 대응할 수 있는 충분한 정책 여력을 보유하고 있음을 의미한다. 이러한 "Policy put"의 존재는 글로벌 경기의 하방 경직성을 강화하고, 금융시장의 risk-on 모드를 유지시켜주는 핵심적인 요인이 될 것이다.

보다 균형 있고, 다변화된 완벽한 골디락스 국면 진입

(%)	경제성장률			잠재 성장률	Headline CPI (US PCE)			현재 금리	최종 금리	중립 금리
	2024년	2025년	2026년		2024년	2025년	2026년			
미국	2.8	2.0	1.9	2.0	2.7	2.7	2.4	4.00	3.25	3.00~3.50
유로존	0.9	1.2	1.3	1.2	2.4	2.0	1.8	2.00	2.00	1.50~2.00
일본	0.1	1.1	1.0	0.8	2.7	3.0	1.8	0.50	1.00	1.00~1.50
중국	5.0	4.8	4.3	4.5	0.2	0.0	0.6	1.40	1.20	-
한국	2.0	1.1	2.2	2.1	2.3	2.0	2.0	2.50	2.50	2.00~2.50
선진국	1.8	1.5	1.7	-	2.6	2.5	2.2	-	-	-
신흥국	4.3	4.2	4.1	-	7.9	5.1	4.6	-	-	-
글로벌	3.3	3.1	3.2	3.2	5.7	4.1	3.6	-	-	-

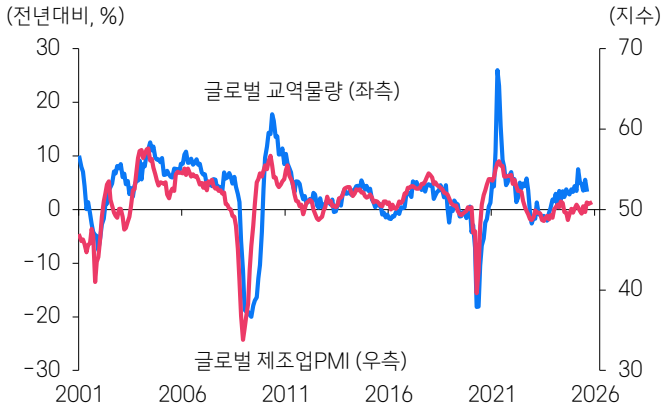
자료: 삼성증권

관세 불확실성의 완화와 글로벌 교역 및 제조업 경기 회복 전환

최대 리스크로 작용했던 트럼프 관세 불확실성의 완화이다. 물론, 당사 및 시장 예상을 거의 3배 가까이 상회했던 지난 4월 초 상호 관세 예고 직후 우려했던 최악의 시나리오가 현실화되지는 않았다. 소위 "TACO(Trump Always Chickens Out)"로 불리는 트럼프 특유의 톤다운과 주요국들과의 무역 협상 타결에 힘입어, 미국의 최종 실효관세율은 향후 수년간 약 18%를 유지할 가능성이 높다. 그러나 이 과정에서 불확실성이 지속되면서, 기업들의 신규 고용 및 투자 결정에 상당한 지연 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 실제로 신규 취업자 수가 4월 이후 급감한 것이 그 단적인 사례이다. 따라서, 중국에 대해서는 여전히 불확실성이 상존하지만, 적어도 이미 무역 협상에서 합의가 도출된 중국 外 주요국들에 대한 의미 있는 관세 인상 가능성은 상당히 낮아진 것으로 평가할 수 있다. 對중국 관세의 경우도 '26년 4월 예고된 트럼프의 중국 방문과 11월 예정된 미 중간선거를 앞두고, 미국 경제에 충격을 줄 수 있는 리스크를 일정 수준에서 관리할 필요성이 매우 높다는 점에서 내년에도 소위 'TACO' 트레이딩은 여전히 유효한 것으로 판단한다.

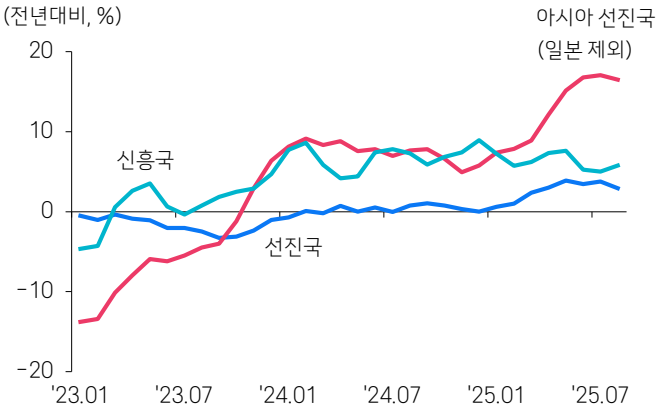
특히, 관세 불확실성의 완화는 '26년 중 글로벌 교역의 견고한 증가세 유지와 이에 따른 주요국 제조업 경기 회복을 지속시키는 요인으로 작용할 것이다. 지난 '24년에 이어 '25년에도 글로벌 교역이 증가세를 지속하고 있다. 네덜란드 CPB에 따르면, 글로벌 교역 물량은 '23년 -0.7%를 기록한 이후 '24년에는 2.7%, '25년에는 1~8월 전년 대비 4.7%로 증가율이 더욱 높아지고 있다. 이러한 현상은 트럼프의 고율 관세 부과로 주요국들의 경기가 동반 둔화하고 글로벌 교역이 큰 타격을 받을 것이라는 올 상반기까지의 시장에 팽배했던 우려와는 정면으로 배치되는 결과이다. 물론 상호 관세 유예 이후 각국에서 front-loading 차원의 미국에 대한 수출이 일시적으로 크게 늘어난 영향도 없지는 않을 것이다. 그러나 당사는 우려와는 달리 '25년 중 글로벌 교역량 증가세가 오히려 가속화된 주된 이유를 1) 미국의 AI 투자 확대에 따른 반도체 등 관련 산업의 수출 증가, 2) 관세율이 높은 곳에서 낮은 곳으로의 수출 및 생산이 전환되면서 나타난 효과, 3) 중국의 미국 외 지역에 대한 수출 확대, 4) 각국 중앙은행의 금리 인하에 따른 글로벌 내구재 수요 회복 등으로 판단한다. 더욱이 이들 요인들이 '26년에도 여전히 유효하거나 일부는 더욱 강화될 수 있다는 점에서 글로벌 교역 증가율이 '26년에도 약 3.5~4.0%로 지난 20년 평균 수준을 상회하는 양호한 증가세를 시현할 것으로 전망한다(보다 자세한 내용은 4장 글로벌 교역 전망 참고).

글로벌 교역물량은 글로벌 제조업 PMI와 대체로 동행



자료: S&P Global, CPB, 삼성증권

'25년 아시아 선진국(ex. Japan)의 수출 증가 뚜렷



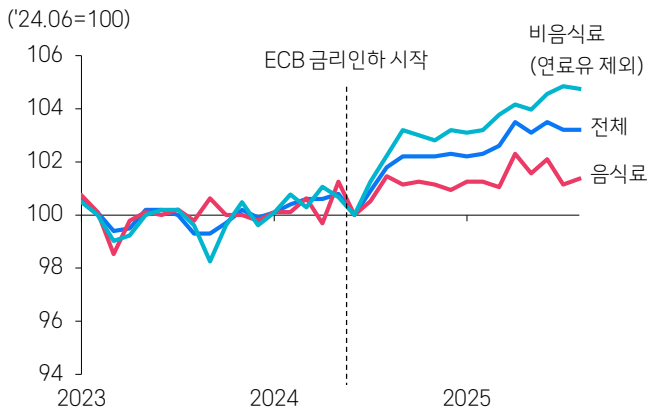
참고: 물량 기준
자료: CPB, 삼성증권

당사가 '26년 글로벌 교역 증가율을 컨센서스보다 높게 전망하는 중요한 근거는 주요국 중앙은행들의 금리 인하가 교역 비중이 높은 내구재 수요에 긍정적인 영향을 미치기 때문이다. 최근 16개월간 일본은행을 제외한 주요국의 중앙은행들은 수 차례 정책 금리를 인하했다. ECB는 '24년 6월부터 여덟 차례 금리를 인하하여 4.0%였던 정책 금리를 불과 1년 만에 2.0%까지 끌어내렸다. BOE도 마찬가지여서 '24년 7월부터 다섯 차례 인하하여 5.25%였던 정책 금리를 4.0%로 인하했으며, Fed도 '24년 9월 이후 다섯 차례 인하를 통해 5.5%에서 4.0%로 150bps 인하했다. 추가적인 금리 인하 여지가 남아있는 점도 긍정적이다. 통화정책이 품목별 소비에 미치는 영향을 다룬 연구들은 대체로 금리 인하보다는 금리 인상에 초점을 맞추었다. 통화정책 유효성에 있어서는 인하보다는 금리 인상의 영향이 더욱 크다는 특성이 있다.

그러나 당사는 금리 인하가 경기가 수축되는 국면에서 단행된다는 점에서, 현재처럼 경기가 완만하게 확장되는 국면에서는 비대칭성이 완화될 것으로 판단한다. ECB의 연구에서 통화정책이 소비에 미치는 영향을 품목별로 보면, 자동차, TV 등 영상기기, 가전 등 내구재가 가장 크다. 자동차의 경우 3% 정도 영향을 받고, 영상기기나 가전은 2% 내외이다. 그다음으로는 분류되는 의류, 신발 등 준내구재, 마지막으로는 음식숙박, 식품, 의료서비스 등이었다. 이러한 내구재의 소비 증가는 유럽보다는 미국이나 영국처럼 최근까지 금리를 인하했거나 추가적인 금리 인하가 이루어질 지역에서 더욱 크게 나타날 전망이다.

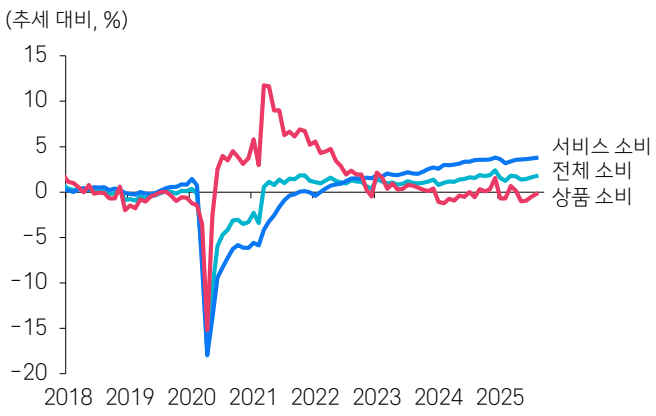
최근 '22년 중반부터 약 3년간 지속된 글로벌 제조업의 경기 침체 국면이 일단락되고 완만한 확장 국면으로 전환되었다. 팬데믹 직후부터 약 2년간 이어졌던 lockdown 기간(2020~22년) 중 왜곡되었던 상품(goods)으로의 소비 쏠림 현상이 'Reopening' 이후 서비스 이연 소비 급증으로 정상화되는 과정에서 주요국 제조업의 동반 침체가 시작되었다. 이후 인플레이션에 대응한 주요국 중앙은행의 급격한 금리 인상과 트럼프 관세 불확실성이 이어지면서 글로벌 제조업의 장기 침체 국면이 이어졌다. 따라서, 지난 2~3년간 글로벌 경제의 양호한 확장 국면이 지속되었음에도 불구하고, 주요국 제조업이 동반 침체를 경험했던 것은 이번 침체의 주요 원인이 금리 인상에 따른 수요 위축에 기인한 것이 아님을 시사한다. 따라서, '24년 말 이후 이미 상품 소비 비중은 팬데믹 이전의 정상 수준으로 완전히 복귀한 상황에서 '25년 상반기를 정점으로 관세 불확실성이 완화되고, Fed의 보험성 금리 인하가 재개된 것은 글로벌 제조업 경기 회복의 촉매제로 작용할 것이다. 실제로 지난 '23~24년 중 가장 극심한 침체를 겪었던 독일을 중심으로 제조업 PMI의 개선세가 눈에 띄게 나타나고 있고, 여타 주요국 제조업 PMI도 기준선인 50을 소폭 상회하기 시작하면서 완만한 확장 국면으로의 전환이 나타나고 있다.

ECB 금리 인하 이후 내구재 소비 반등세 뚜렷



자료: Eurostat, 삼성증권

미국 개인소비 비중의 정상화는 제조업 경기 회복에 긍정적



자료: Bureau of Economic Analysis, 삼성증권

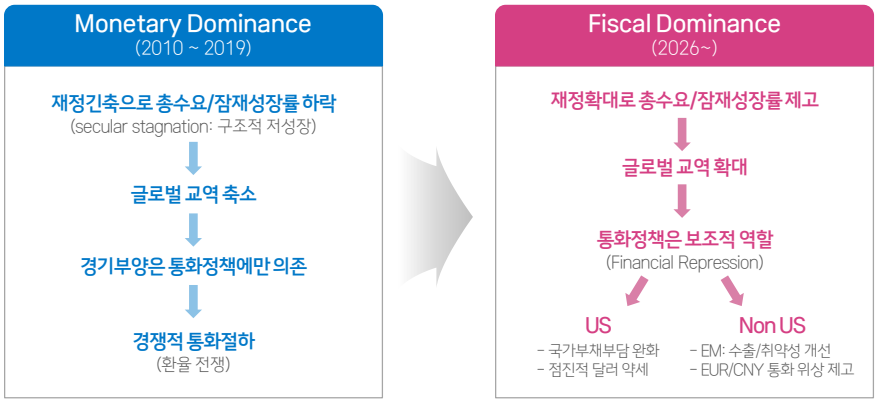
확장적 재정정책과 중립적 통화정책의 조합

당사는 2026년 이후 예상되는 주요국, 특히 non-US 지역의 정책 조합이 "확장적 재정정책+ 중립적 통화정책"이 될 것으로 전망한다. 이는 지난 2010년대(2010~2019년)의 구조적 저성장(Secular stagnation)과 저금리 장기화를 유발했던 "완화적 통화정책(NIRP/QE)+긴축적 재정정책 " 과 대조되는 조합이다.

지난 2008~9년 글로벌 금융위기(GFC)를 해결하는 과정에서 확장적 통화-재정정책의 공조가 진행되면서 금융기관들이 보유하고 있던 민감 부채 부담이 정부부채로 이전되었다. 그러나 2010년부터 주요국 경기가 빠르게 반등하며 경기정상화에 진입하면서, 주요 선진국에서 일시적으로 확장 전환했던 재정정책 기조가 빠르게 긴축 혹은 균형 재정으로 전환되었다. 특히, 2011~2014년 유럽의 재정 위기와 2012~14년 미국 오바마 정부의 sequester와 재정절벽으로 대표되는 재정 긴축을 거치면서, 경기 부양을 통화정책에만 의존하는 Monetary dominance의 시대가 2019년까지 지속되어 왔다. 당사는 이러한 통화정책과 재정정책의 엇박자가 GFC 이후 10년간 이어진 만성적 총수요 부족과 잠재 성장률의 하락(Secular stagnation: 구조적 저성장)의 주된 원인으로 판단한다.

당시 IMF와 선진국들의 잘못된 재정 긴축 처방으로 인해 실업이 장기화되는 이력 효과(hysteresis)가 발생하여, 오히려 경기 및 노동시장 회복을 크게 지연시켰다는 자성의 목소리가 높아졌다. 실제로 미국과 유로존은 장기간 1% 내외의 저성장이 이어지며, GFC 이전의 실업률로 복귀하는 데 각각 10년과 12년이나 소요되었기 때문이다. 이에 따라, 글로벌 교역이 둔화되는 가운데, 경기 부양을 위해 각국이 통화 완화 기조를 강화할수록 경쟁력 통화 절하(환율 전쟁) 논란이 격화되고, 무역 갈등이 심화되었다. 이는 Monetary dominance가 지니는 축소 지향적이고 갈등적인 특성에 기인한다.

From Monetary Dominance to Fiscal Dominance



자료: 삼성증권

그러나 2010년대와는 대조적으로 2026년 이후 적어도 향후 수년간 주요국들은 확장적 재정정책과 중립적 통화정책을 주된 policy mix로 유지할 전망이다. 높아지는 관세/비관세 장벽, 고령화에 따른 생산성 및 잠재 성장률 하락, 유럽 국가들의 국방 및 에너지 자립 필요성, 점증하는 AI/인프라 등 대규모 공공 투자 요구 등으로 주요국 대부분에서 더 이상 균형 재정을 절대선으로 여기지 않게 되었다. 오히려 적절한 재정 지출 확대를 통해 생산성 향상과 잠재 성장률 제고를 달성하는 것이 장기적으로 국가 부채 부담 축소와 재정 건전성 향상에 기여할 수 있다는 견해가 힘을 얻고 있다. 지난 10월 발간된 IMF Fiscal Monitor 최신판의 제목이 "Spending smarter: How efficient and well-allocated public spending can boost economic growth"인 것은 재정정책을 바라보는 달라진 시각을 상징적으로 보여주는 사례이다.

주요국 중 가장 적극적인 재정 확대에 나서는 국가는 독일이다. 이미 올 3월 초 균형 재정 원칙의 폐기를 공식화한 독일은 '26년부터 약 10년에 걸친 재정 확대를 통해 본격적인 군비 증강과 인프라 투자 제고에 나설 전망이다. 독일 재정 지출 확대의 핵심은 '국방비 증액 + 인프라 투자 확대'이다. 독일 국방비는 높은 증가율이 지속적으로 유지되는 가운데, 2027년에는 완만한 증가를 보인 뒤 2028, 2029년 다시 한번 큰 폭 증가하는 경로이며, 인프라 투자는 2026년에 전년 대비 큰 폭으로 증액된 뒤 2029년까지 동일 규모가 유지되는 경로이다. 독일 인프라특별기금(SVIK) 계획에 의하면, 인프라 투자 기금은 2025년 372억 유로에서 2026년 589억 유로로 증가한 뒤 2029년 까지 570~592억 유로 수준을 유지하게 된다. 독일 인프라 투자 기금은 주로 운송, 디지털화, 기후전환 대응 등에 사용될 것이다. 그간 발표된 독일 예산안, 독일의 인프라특별기금 계획, 방위비 로드맵 등을 감안할 때, 당사는 '메르츠발' 지출 증분이 2026년에 782억 유로, 2027년에 676억 유로를 기록할 것으로 예상한다. 이는 독일 명목 GDP의 약 1.5~1.6%에 해당하는 막대한 규모이다.

장기적인 관점에서 유럽의 재정 펀더멘털이 2000, 2010년대보다 개선되었다는 점은 긍정적이다. 유럽 국가들의 재정 펀더멘털은 취약하다고 보기 어려우며, 유럽 부채 리스크가 부각될 가능성도 낮아졌다. 유로존의 GDP 대비 부채 비율은 88%로, 미국(125%), 일본(235%), 중국(120%, 지방정부 및 LGFV 포함 시) 대비 낮다. 그간 재정 건전성 취약 국가로 분류되었던 남유럽 국가들의 펀더멘털도 개선경로에 있다. 그리스와 이탈리아는 부채 비율이 높지만, 재정 적자가 크지 않아 부채 수준이 안정적으로 유지될 것이며 스페인은 경기 호황에 힘입어 부채 비율이 점진적으로 낮아질 것이다. 독일은 대규모 재정 적자가 상당 기간 이어질 예정이나, GDP 대비 부채 비율이 62%에 그쳐 큰 문제가 되지 않는다. 연간 GDP 대비 부채 비율이 2%pts씩 높아지더라도 10년 후 부채 비율은 GDP 대비 80% 내외로 주요국 중 최저 수준일 것이다. 중장기적으로 부채가 경제를 지원할 여력이 남아있다는 것은 유로존 성장을 지지하는 요인이다.

일본도 1) 생활 수준 향상과 물가 상승에 대응하고, 2) 위기 관리 및 성장 투자 제고, 3) 국방 느력 강화 등을 위해 신임 다카이치 총리가 주도하는 팬데믹 이후 최대인 17.7조 엔 규모의 추경 예산(GDP 대비 2.8%)을 확정했다. 미국도 '26년 초부터 약 2,400억 달러 규모의 법인세 인하와 1,500억 달러 규모의 개인소득세 인하가 시행될 예정이다. 독일, 한국, 일본 등에서 본격화되는 확대 재정 기조는 내수 부양과 함께 시차를 두고 생산성 개선에 따른 총공급 능력의 제고로 이어질 전망이다. 이는 향후 수년에 걸쳐 적정 수준의 성장과 함께 물가 압력을 흡수하며 골디락스 국면을 장기화하는 핵심 역할을 할 것이다. 확장적 재정정책과 중립적 통화정책 조합은 2010년대의 저성장-저물가-저금리 환경에서 생산성 개선에 힘입은 골디락스-적정 금리(장기 명목금리가 명목 성장률에 수렴하는) 환경으로 변화하고 있음을 의미한다.

예상치 못한 충격에 대응할 수 있는 통화정책의 충분한 "Policy put" 여력

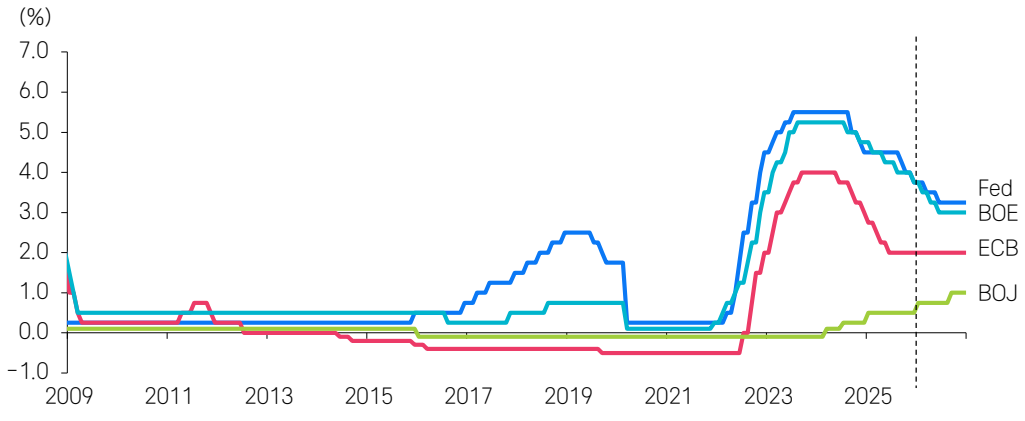
'26년의 경우, 주요국 중앙은행 대부분이 중립 수준의 정책 금리를 유지할 것으로 예상한다. 이는 각국의 성장률이 대부분 잠재 수준에 근접하거나 이를 소폭 상회하는 가운데, 인플레이션도 물가 목표(2%)에 거의 수렴함에 따라 중립적인 통화정책을 유지하는 것이 적절하다고 판단하기 때문이다.

12월 FOMC(9~10일)를 불과 2주 앞두고, Fed 안팎에서 금리 인하 여부를 놓고 그 어느 때보다 논쟁이 뜨겁다. 그 직접적인 원인은 최장 기간 이어진 셧다운으로 고용 및 물가 지표 발표가 취소되거나 연기되면서, FOMC나 금융시장 참여자들 모두 일정 방향으로 컨센서스를 형성하기 어려운 상황이기 때문이다. 그러나 최근 윌리암스, 월러 등이 명확하게 밝힌 바와 같이, Fed 지도부는 여전히 노동시장의 하방 리스크가 인플레이션의 상방 리스크보다 더 크다고 판단하고 있어, 12월 금리 인하를 지지하는 것으로 판단한다. 최근 지연 발표된 9월 고용 동향에서 비록 신규 고용은 예상을 상회했지만, 기존 7~8월 신규 고용이 3.3만명 하향 조정되었고, 무엇보다 실업률이 4.44%로 지난 '21년 10월 이후 최고 수준을 기록했다. 여기에 10~11월 중 셧다운에 따른 연방 공무원들의 일시적 실업 증가를 제외하고서도, DOGE에 의한 해고 유예 프로그램이 9월 말로 종료되면서, 11월 실업률은 4.6% 내외까지 상승했을 것으로 추정된다.

또한, 10월 FOMC 회의록에 따르면, "많은(many) 수의 참여자들이 시간을 두고(over time) 보다 중립적인 스탠스로 금리를 추가 인하하는 것이 적절하다고 평가했다"고 밝혀, 12월 인하에 반대하는 매파들도 내년 1월 이후의 추가 인하를 지지하는 것으로 확인되었다. 따라서, 내년 5월 이후 좀 더 dovish한 차기 Fed 의장 지명 가능성까지 감안할 때, 올 12월과 내년 3월, 그리고 6월 추가 금리 인하를 통해 terminal rate 3.25%에 도달할 것이라는 당사의 전망은 여전히 유효한 것으로 판단한다.

당사는 Fed 3.25%(상단 기준), ECB 2.0%, BOE 3.0%, BOJ 1.0~1.25%, BOK 2.5% 등 늦어도 '26년 중반까지는 각국의 중립금리 수준에서 이번 인하 사이클이 일단락된 이후, 상당 기간 동결 기조를 유지할 것으로 예상한다. 이는 구조적 저성장과 저물가가 장기화되면서, 마이너스까지 금리 인하가 진행되고도 추가 부양이 필요하여 비전통적 수단인 QE까지 장기간 동원했던 2010년대와는 매우 대조되는 모습이다. 중립 수준의 통화정책은 예상치 않은 미래의 경기 충격에 대응할 수 있는 통화정책의 firepower가 충분함을 의미한다. 이러한 통화정책 "Policy put"의 존재는 주요국 모두에서 경기의 하방 경직성 강화를 통해 침체 리스크를 방지하고, 글로벌 금융시장의 risk-on 모드를 유지시키는 핵심 요인으로 작용할 전망이다.

2010년대와는 달리 중립 수준의 통화정책은 향후 침체 리스크에 대응할 수 있는 firepower를 보여줌



자료: Bloomberg, 삼성증권

I-4. 글로벌 금융시장 시사점

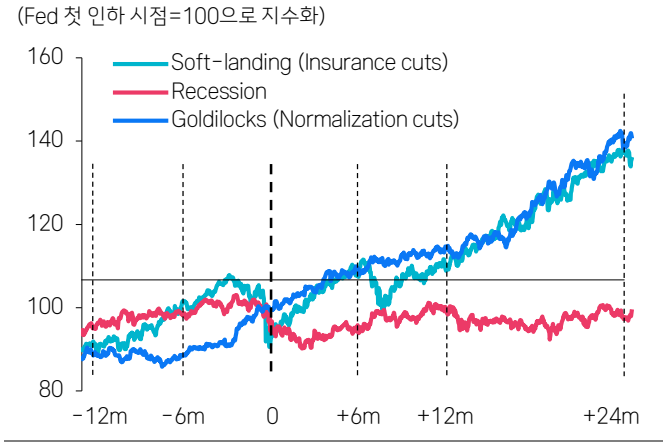
Diversification: 자산별/지역별/산업별 다변화 필요. 장기 금리 명목성장률에 수렴. 달러 약세 지속

당사가 전망하는 골디락스 장기화와 침체에 대응할 수 있는 충분한 "Policy put"의 보유는 전반적인 위험자산 가격에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 올해 가장 큰 tail-risk로 작용했던 트럼프 관세 충격은 중국을 제외한 대부분의 국가들과 무역 협상이 타결되면서, 정책 불확실성이 정점을 통과하여 빠르게 완화되고 있다. 물론, 향후에도 다소간의 노이즈가 주기적으로 불거질 가능성이 높지만, 전체 실효 관세율을 의미 있는 수준으로 상승시킬 가능성은 제한적으로 평가한다. 미국의 실효 관세율이 현재의 약 18% 수준을 장기간 유지할 것이라는 당사의 기본 시나리오에서 벗어나지 않을 경우, 미국 경제의 침체 확률은 약 25%로 판단한다.

관세 및 지정학 리스크 등 급격히 높아졌던 불확실성의 정점 통과, '26년부터 본격화되는 주요국들의 확대 재정 본격화와 완화적인 주요국 금융 여건 지속, 골디락스가 장기화되는 글로벌 경제 환경 등에 힘입어, 글로벌 증시는 점진적인 상승 추세를 유지할 전망이다. 그러나 보다 중요한 점은 올 상반기 중 나타난 미국 자산의 트리플 약세, 장기 재정 불확실성에 따른 미국 term premium의 상승, 달러 약세 등이 잘 보여주듯, 짧게는 10년, 길게는 지난 20년 이상 당연하게 받아들여졌던 자산 간 상관관계가 크게 달라지고 있다는 것이다. 이러한 변화가 단기적인 현상에 그칠지, 아니면 중장기적 패러다임 변화의 시작인지를 현시점에서 명확하게 결론 내리는 것은 매우 시기상조이다. 따라서, 보다 확실한 결론에 도달할 때까지 자산별/지역별/산업별로 보다 균형 잡히고, 다변화된 포트폴리오를 구성하는 것이 가장 우월한 전략이 될 것이다.

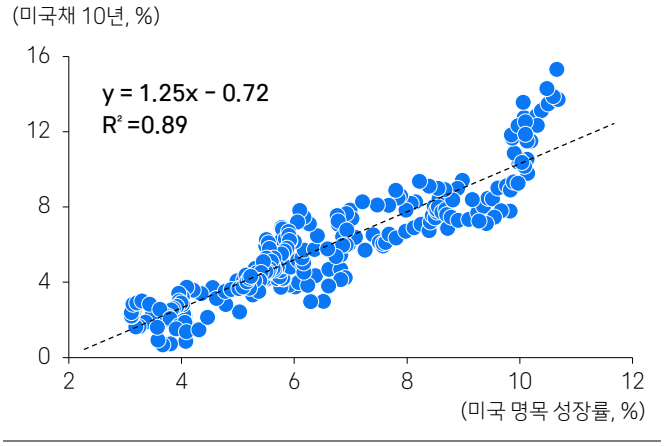
특히, 장기적으로는 미국의 TINA(There Is No Alternative) 매력이 지속적으로 약화되면서, 미국 자산에 대한 과도한 쏠림보다는 정책 대응 여력이 상대적으로 크고, 재정 건전성이 우수한 유럽이나 아시아 신흥국 등으로의 다변화가 리스크 관리 측면에 필요한 시점이다.

과거 40년간 금리 인하 유형별, S&P 500 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

장기 금리는 정책금리가 아닌 "명목 경제성장률"에 크게 좌우됨



자료: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 삼성증권

한편, 당사 예상대로 미국 경제가 내년에도 잠재 성장률 수준의 양호한 경기 확장 국면을 지속하고, 내년 중반 이후 관세 효과 소멸로 인플레이션의 정상화가 진행될 경우, 미 10년물 장기 금리는 여전히 4.0~4.5%가 적정 범위로 판단한다. 10년물 장기 금리는 기대인플레이션(BEI) + 단기실질 금리(실질정책 금리 r*) + Term premium으로 구성된다. CPI에 근거한 BEI(Break-Even Inflation)는 현재 약 2.30%로 관세 충격에도 불구하고, 올 상반기 내내 장기 평균 범위인 2.0~2.5%에서 안정세를 유지하고 있다. 흔히 r*로 알려진 실질중립 금리는 현재 Fed의 longer-run dot인 1.0%(3.0%에서 물가 목표 2.0%를 차감)를 사용한다. 끝으로 term premium은 장기 국채를 보유하는 기간에 대한 추가적인 보상(프리미엄)을 의미하는 것으로, QE 이전의 장기 평균 수준이 약 +100bp(1.0%)이다. 결론적으로 세 부분의 합(2.0~2.5%+1.0%+1.0%)인 4.0~4.5%가 현재 미국 10년물의 적정 수준이 된다.

다만, 미국 금리 전망의 리스크는 하방보다는 상방 리스크가 더 큰 것으로 판단한다. Fed의 terminal rate이 중립수준인 3.25% 내외로 예상됨에 따라, 향후 예상치 못한 경기 침체 리스크에 대응할 수 있는 금리 인하 여력이 여전히 충분하기 때문이다. 반면, 미국의 장기 재정 지속 가능성에 대한 우려가 지속되는 상황에서 트럼프 정책의 높은 불확실성과 변동성은 장기 금리의 term premium을 상승시키는 요인이다. 실제로 트럼프 취임 이후, 미국의 term premium이 최고 약 100bp내외까지 상승하면서, 재정 건전성이 우수한 신흥국들의 평균 term premium을 상회하기 시작하였다. 이는 안전자산으로서 미 장기 국채의 매력도가 약화되고 있음을 시사한다. '26년 이후 재정 적자 확대 우려가 재차 높아지거나, Fed 통화정책의 독립성이 위협받을 경우, term premium이 추가로 상승하면서 당사가 예상하는 적정 수준 상단 4.5%를 상회하는 오버슈팅이 진행될 수 있다.

한편, 달러화는 향후 약 12~18개월간 주요국 통화 대비 완만한 약세 추세를 지속할 것으로 예상한다. 그 주된 배경은 1) 미국과 미국 外 지역 간 경기 격차의 축소, 2) 관세 및 지정학 리스크 등 글로벌 불확실성의 완화, 3) 미국 外 주요국들의 확대 재정 본격화, 그리고 4) Fed 금리 인하 재개에 따른 주요국과의 금리 차 축소 등을 꼽을 수 있다. 이에 따라, '26년 말 원/달러, 엔/달러, 달러/유로, 위안/달러 환율을 각각 1,300원, 147엔, 1.19달러, 6.9위안으로 전망한다.

US Dollar into a Long-term Bear market?

자료: Federal Reserve, 삼성증권

2. 2026년 중국 경제 전망

'26년 중국 경제, 성장률은 낮아진 반면 불확실성도 그만큼 완화

'26년 중국 경제는 성장률은 4.3%에 그치나, 대내외적인 불확실성은 최근 몇 년간에 비해 크게 낮아질 전망이다. 당사가 '25년의 4.8%보다 낮은 성장을 전망하는 이유는 1) '26년에도 주택시장의 침체가 지속되고, 2) 중국 정부의 반내권화(反內卷化, anti-involution) 정책으로 그간 성장을 지지해 왔던 제조업 및 인프라 투자의 둔화가 이어져, 3) 수출만으로 유효 수요 부족을 상쇄하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 반면, 10월 정상회담을 계기로 미-중 갈등이 봉합되었고, 중국 정부가 공급 과잉에 적극적으로 대처하기 시작했다는 점은 불확실성을 낮추는 긍정적인 요인이다. 이는 지난 6년간 다양한 리스크(코로나 팬데믹 발생, 주택시장 침체, 공급 과잉 및 디플레이션 우려, 미국과의 무역 분쟁 등)가 중국 경제를 위협했던 것과는 사뭇 다른 양상이다.

중국 경제의 구조적인 전환에 주목할 필요

아울러, 당사는 중국 경제의 긍정적인 구조 변화에 주목한다. 첫째, 자본 투자에서 무형 자산의 비중이 확대되고 있다. 대표적인 무형 투자인 R&D 지출은 지난 10년간 고정 자산 투자 증가율의 두 배인 연평균 10.8%를 기록했다. 무형 투자의 확대는 월간으로 집계되는 고정 자산 투자가 (-)를 기록하는 상황에서 3Q 성장의 기여도가 0.9%를 기록한 주된 요인으로 추정된다. 둘째, 소비에서 서비스업 비중이 확대되고 있다. 당사는 '25년 서비스 소비 증가율은 7% 이상을 추정하는데, 이는 주로 상품인 소매 판매 증가율(실질 기준 4.0% 내외)을 훨씬 상회한다. 같은 맥락에서 팬데믹으로 감소했던 서비스업 고용도 회복 중인 것으로 추정된다. 셋째, 중국 산업 및 수출의 경쟁력 강화되고 있다. 이는 미국 관세정책의 부정적인 효과에도 '25년 1-10월 중국의 수출이 5.3%를 기록했고, 전기차, 2차 전지 등이 주력 수출품으로 자리 잡았다는 점에서 드러난다.

디플레이션 우려 완화는 긍정적; 정책 기조는 온중구진을 지속

이러한 점들을 감안할 때, 고정 자산 투자와 소매 판매는 '26년에도 둔화를 지속하나 무형 자산 투자와 서비스 산업 및 소비는 높은 증가율을 기록하면서 중국 경제를 지지할 것으로 전망된다. 아울러, 생산자 물가는 공급 과잉의 해소에 따라 하락 폭이 점차 축소되고 소비자 물가는 소비 심리의 완만한 개선으로 소폭 상승할 전망이다. 그에 따라 중국 경제의 발목을 잡아왔던 디플레이션 우려도 점차 완화될 것이다. 이러한 점에서 '26년 중국 정부는 주택시장이나 제조업 및 인프라 투자의 예상치 못한 둔화를 막기 위한 리스크 관리에 치중하는 온중구진의 정책 기조를 지속할 전망이다. 또한, 재정정책에서는 재정 적자 누증이, 통화정책에서는 부실 채권 비율 대비 낮은 순이자 마진율로 인한 은행 부문의 자본 건전성 우려가 정책 여력을 제약하는 측면도 있다. 그 결과 재정 적자 목표는 '25년 수준인 GDP 4.0%, 정책 금리(7일 역RP 금리)도 10~20bps 인하에 그칠 전망이다.

II-1. '26년 중국 경제 전망

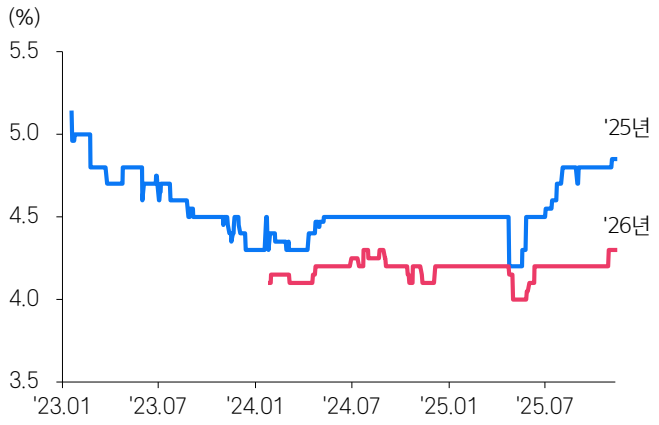
'26년 중국 경제성장률 4.3% 예상; 다만, 대내외적인 리스크는 낮은 수준에 머물 전망

당사는 '26년 중국의 경제성장률을 '25년의 4.8%보다 낮아진 4.3%로 전망한다. 이는 1) '26년에도 주택 시장은 부진을 지속하고, 2) 그간 성장을 지지했던 제조업 투자도 '25년 8월부터 (-)로 전환되었고, 3) 제조업 PMI가 기준치를 하회하는 등 수출만으로 제조업의 둔화를 상쇄하기는 어렵다고 판단하기 때문이다. 구체적으로 중국 정부의 다양한 정책에도 선행 지표인 부진한 주택 거래와 10월에도 전년 대비 -19.3%를 기록한 주택 착공을 감안하면, 중국의 주택시장은 단기간 내 회복되기 어렵다. 무엇보다 주택시장을 눌러온 공급 과잉이 해소되고 있다는 뚜렷한 징후가 아직 나타나고 있지 않다. 아울러, 7월부터 언급되기 시작한 반내권화(反內卷化, anti-involution) 정책은 투자 심리에 부정적으로 영향을 미쳐, 제조업 투자는 7월에 이어 8~10월에도 (-)를 기록했다. 물론 4중전회에서 반내권화 정책이 후순위로 밀려났고, 실제 정책도 온건한 수준이었지만 산업 구조조정이 진행된다는 전망은 투자에 부정적일 수밖에 없다. 그에 따라 주택시장과 투자의 부진은 지속되어 수출만으로는 수요 부진을 상쇄하기 어렵다.

이러한 부정적인 요인이 상존하지만 당사는 중국 경제의 하향 리스크가 지난 몇 년간에 비해 가장 낮은 수준이라고 판단한다. '20년 코로나 팬데믹 발생, '21년 본격화된 주택시장 침체, '22년 코로나 봉쇄 확대, '23년 선진국의 금리 인상으로 인한 글로벌 교역 둔화와 디플레이션 압력 확대, '24~25년 미-중 무역 분쟁과 제조업 공급 과잉 우려 등 지난 6년간 중국 경제는 매년 다양한 위협 요인에 시달려 왔다. 그렇지만 '26년은 근래 보기 드물게 대내외적인 리스크가 낮은 해가 될 것이다. 대외적인 여건으로는 미-중 양국이 무역 분쟁의 잠정적인 봉합에 합의했고, 중국 정부가 가장 주요한 리스크 요인인 제조업 공급 과잉을 관리하기 시작했기 때문이다. 그에 따라 당사의 '26년 중국 성장률 전망은 하향보다는 상향 리스크가 다소 높다고 판단된다.

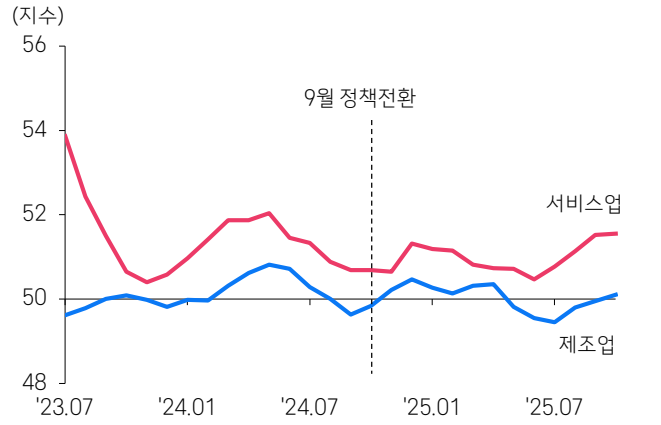
아울러, 당사는 다음 장에서 상술하는 세 가지 측면에서 중국 경제의 구조적인 전환이 진행되고 있다고 판단한다. 첫째는 투자에서 무형 자산의 비중 확대, 둘째는 서비스 부문의 점진적인 확대, 셋째는 중국 기업의 대외적인 경쟁력 강화 추세 심화 등이다. 다만, 중국 정부가 공개하는 통계의 범위와 수준이 제한적이어서 당사의 이러한 판단은 아직까지는 정황적인 증거만 있다. 그에 따라 그간 중국 경제의 상황을 가늠하기 위해서 활용했던 통계 수치인 고정 자산 투자, 소매 판매, 생산자 및 소비자 물가 등은 통계 편재의 미비나 한계로 인해 뚜렷하게 개선되는 양상을 띠지 않을 가능성이 높다.

'25~26년 금융시장의 중국 성장률 전망 추이



참고: Bloomberg 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 PMI 하반기 이후 서비스업 중심으로 완만하게 회복



참고: 중국국가통계국과 RatingDog PMI의 평균. 3개월 이동 평균
자료: 중국국가통계국, S&P Global, 삼성증권

투자와 소비의 감속 전망; 무형 투자 및 서비스 소비는 확대

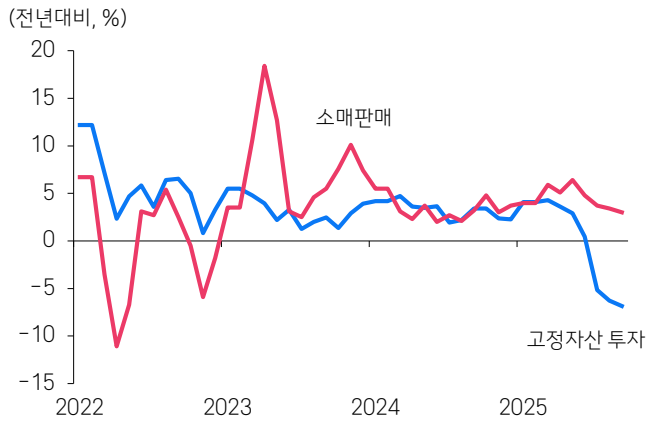
당사는 '26년 중국의 투자와 소비에서 둔화 지속을 전망한다. '25년 1~10월 명목으로 전년 대비 2.7%를 기록한 제조업 투자는 '26년 들어서는 3.0% 내외를 기록하고, -0.1%를 기록한 인프라 투자는 2.5%로 예상한다. 다만, 디플레이션을 감안한 실질은 제조업은 4.5%, 인프라도 4.0% 내외로 머무르나, '25년 하반기 급락을 감안하면 '26년에는 상저하고의 패턴을 예상한다. 올해 -20% 내외 감소한 주택 투자의 경우에는 감소 폭이 축소된 -10% 내외로 전망한다. 이는 지난 4년간의 급격한 하락에 따른 기저 효과에 불과하나, 주택시장 부진이 경제에 미치는 영향도 그만큼 축소되었다는 점은 그나마 긍정적인 요인이다.

아울러, '25년 1~10월 전년 대비 4.3%를 기록한 소매 판매(명목)는 3.9% 내외를 예상한다. 이는 상반기 중 소매 판매 증가를 이끌었던 자동차, 가전 등을 대상으로 시행되었던 이구환신 정책은 소비의 구조적인 확대보다는 소비 시점을 변화시키는데 불과하다고 판단하기 때문이다. 그에 따라 '26년 상반기 해당 품목의 소비 둔화가 예상된다. 반면, 정책에서 제외되어 있던 품목이나 집계에서 제외되는 서비스 등의 증가율을 상대적으로 양호할 전망이다. 주의할 점은 과거와 달리 투자나 소매 판매가 더 이상 앞서 언급했던 것처럼 중국의 전반적인 투자나 소비 상황을 나타내지 않는다는 사실이다.

'26년 투자와 소비의 감속에서도 생산자 물가의 하락 폭은 축소되고, 소비자 물가는 소폭 상승할 전망이다. '25년 1~10월까지 누적으로 전년 대비 -2.8%를 기록한 생산자 물가는 '26년에는 -1.5%로, -0.1%를 기록한 소비자 물가는 0.6%로 예상한다. 이는 무엇보다 중국 정부의 가격경쟁 완화 조치의 효과이다. 실제로 10월 들어 반내권화 대상으로 언급된 품목(태양광, 철강 등)의 가격 하락 폭은 크게 축소되었고 일부 품목은 전월 대비 (+)로 전환되었다. 물론 생산자 물가의 지속적인 반등의 기본적인 조건은 역시 정책의 강도이다. 한편, 소비자 물가의 경우 주목할 점은 핵심 소비자 물가가 '25년 10월 전년 대비 1.2%까지 상승했다는 사실이다. 이는 여전히 낮으나 '25년 중반부터 이어지고 있는 소비 심리 반등의 효과이며, '26년에도 소비 심리는 완만하지만 개선될 전망이다. 아울러, 반내권화 정책으로 인한 생산자 물가의 하락 폭 축소도 소비자 물가의 추가적인 하락을 막는 요인이 될 전망이다.

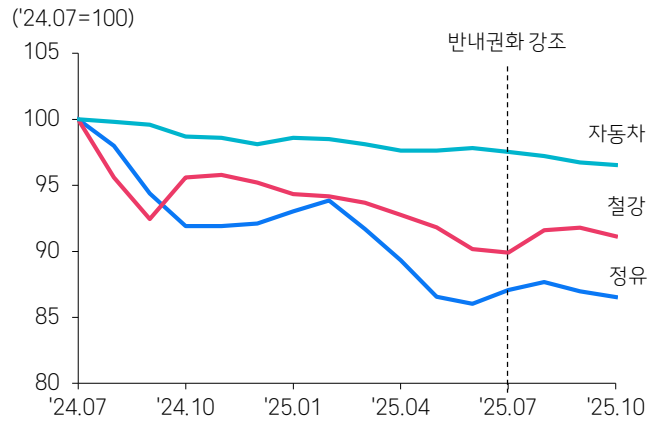
결과적으로 투자와 소비 그리고 물가 측면에서 '26년 중국 경제는 수요 확대보다는 공급 조정에 따른 가격 상승의 영향이 더욱 크게 작용할 것이다. 가격 상승의 효과가 크다는 점에서 긍정적이지 않을 수도 있으나, 당사는 지난 수년간 진행된 디플레이션 심리가 중국 경제에 큰 영향을 미쳤다고 판단한다. 그에 따라 물가 지표가 반등한다는 사실만으로도 중국 경제의 긍정적인 변화로 간주할 수 있다.

고정 자산 투자는 부동산 침체, 제조업 투자 둔화로 (-) 기록



참고: 명목, 당월 기준
자료: 중국국가통계국, 삼성증권

반내권화 이후 철강 등 업종의 생산자 물가 개선



자료: 중국국가통계국, 삼성증권

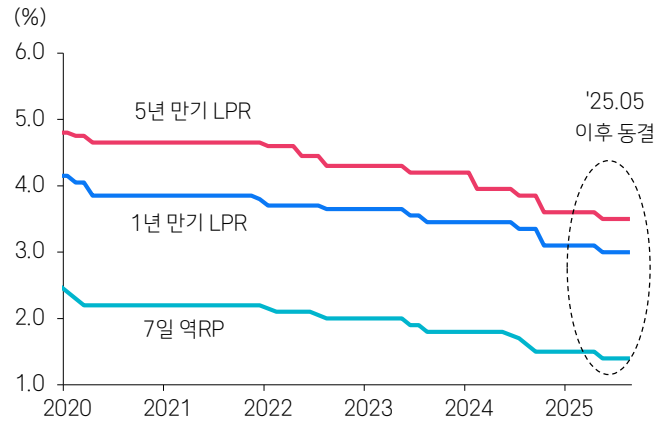
재정 및 통화정책은 온중구진 기조 유지; 위안화는 완만한 강세 전망

'26년 중국의 재정 및 통화정책은 현행의 온중구진 기조를 유지할 전망이다. '26년 성장률은 '25년에 비해서는 낮아지겠으나, 지난 몇 년 동안에 비해 대내외적인 리스크 요인이 축소될 전망이기 때문이다. 그에 따라 재정정책은 반내권화 조치로 인프라 투자가 급격하게 감소하거나 소비가 위축되는 것을 방지하는 '리스크 관리'에 주력할 전망이다. 주택시장 부진, 디플레이션 압력 등으로 재정 여력이 여의치 않은 점도 재정정책을 제약하는 요인이 될 전망이다. 실제로 '25년 1~9월까지 일반 정부의 재정 지출은 전년 대비 3.0% 증가했으나, 재정 수입 증가율은 1.3%에 그쳐 재정 적자가 확대되었다. 현재 추세를 지속할 경우 중국의 GDP 대비 재정 적자 비율은 4.9%로 중국 정부가 제시한 목표인 4.0%를 상회할 전망이다.

통화정책은 정책 금리(7일 역RP 금리)의 인하는 10~20bps에 그치나, 대출 부담을 낮추는 실질적인 조치(LPR 인하, 가산 금리의 하향 조정 등)가 병행되어 완화적인 기조를 유지할 전망이다. 이는 리스크 요인의 감소, 경기 안정화 등을 반영한 것이기도 하고, 순이자 마진이 부실 비율에 근접하면서 은행 부문의 자본 건전성을 유지할 필요가 있기 때문이다. 한편, 당사는 중국인민은행의 장기 국채 매입의 성격은 재정의 화폐화(monetization)나 금융 억압(financial repression)보다는 통화정책 체계가 통화량과 신용 중심에서 이자율 중심으로 전환되는 과정의 일환으로 해석한다. 다만, 중국 채권시장이 일천하여 인민은행의 존재감이 크다는 점에서 장기 국채 매입의 영향이 확대 해석되는 측면이 강하다.

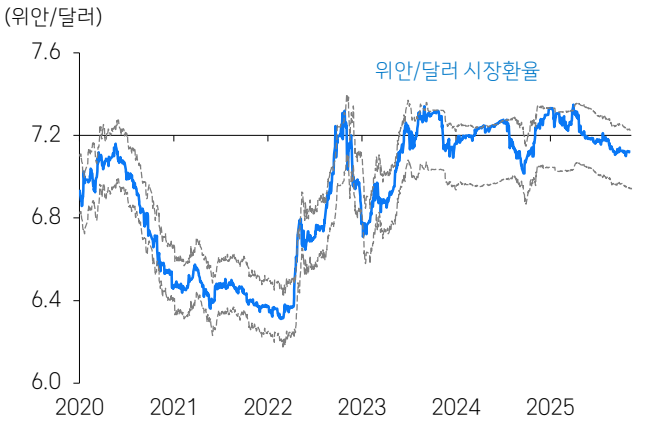
한편, 위안화는 소폭 강세로 전망하며, 당사의 '25년 말 위안/달러 전망은 7.1위안, '26년은 6.9 위안이다. '24년 내내 위안화는 인민은행 고시 환율 상단에 머무르면서 약세 압력이 높았으나, '25년 4월 이후 약세 압력이 해소되며 고시 환율의 중간 수준에서 안정적인 흐름을 보이고 있다. 이러한 변화는 '15년 이후 줄곧 (-)를 지속했던 경상수지의 오차와 누락 항목이 '24년부터 정상화되었다는 점에서도 확인된다. 이는 중국 정부의 외환 유출 통제의 강화나 중국에서의 자본 유출 압력이 완화되었다는 점을 시사한다. 당사가 '26년 위안화의 완만한 강세를 전망하는 이유는 1) 연준의 금리 인하 지속에 따른 글로벌 달러 강세의 진정, 2) '26년 중 중국의 대내외적인 리스크 요인의 축소, 3) 미국과의 관계를 의식한 중국 정부의 의도적인 위안화 강세 정책 등을 전망하기 때문이다.

중국 정책 금리는 지난 5월 이후 동결 지속



자료: 중국인민은행, 중국 NIFC, 삼성증권

중국 위안화는 완만한 강세를 나타내는 중



참고: 점선은 고시 환율의 상/하단(+/- 2%) 범위
자료: CEIC, 삼성증권

II-2. 중국 경제의 구조적인 전환

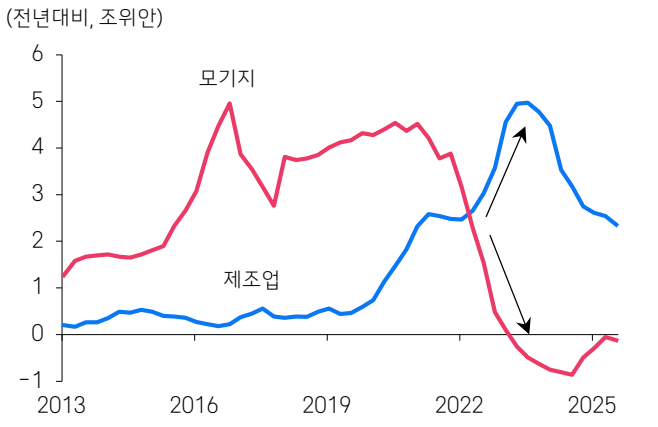
중국 경제는 전환기에 진입: 무형 자산 투자 증가, 서비스업 확대, 경쟁력 상승 등이 원동력

당사는 중국 경제가 전환기에 접어들었다고 판단한다. 지난 '21년 이후 중국 정부는 주택시장 침체로 발생한 부채 축소(디레버리징)의 경기 하방을 '고도화' 명목의 첨단 제조업 투자 확대로 상쇄하는 이른바 '총수요 지지' 정책을 실행했다. '21년 이후 모기지와 제조업 대출의 방향이 정확히 반대였다는 점은 이러한 당사의 판단을 지지한다. 만약 중국 정부의 투자 확대 정책이 없었다면, 중국은 '90년대 일본과 같은 심각한 경기후퇴와 디플레이션에 처했을 가능성이 높다. 그렇지만, 주택시장의 추세적인 회복을 점칠 수 없는 상태에서 그간 늘어난 첨단 제조업 투자는 심각한 공급 과잉의 부메랑으로 돌아왔다. 중국 정부가 적극적으로 육성한 2차 전지, 태양광 등의 설비 규모는 글로벌 수요를 두 번 충족할 수준이며, 주택시장 침체로 인한 전통 산업의 수요 둔화에 따른 공급 과잉과 첨단 제조업의 공급 과잉이라는 이중고에 처해있다.

중국 정부가 7월부터 본격적으로 언급하기 시작한 반내권화 정책은 지난 4년간 지속된 총수요 지지 정책이 막을 내린다는 점을 시사한다. 물론 현재까지 발표된 산업별 반내권화 정책을 감안하면, 총수요 지지 정책의 종료보다는 정책 강도의 조정에 가까운 편이다. 이러한 정책 전환의 배경을 두고 과잉 공급의 부작용을 더는 방치할 수 없는 상황이거나 상반기 성장률이 양호했다는 해석이 주를 이룬다.

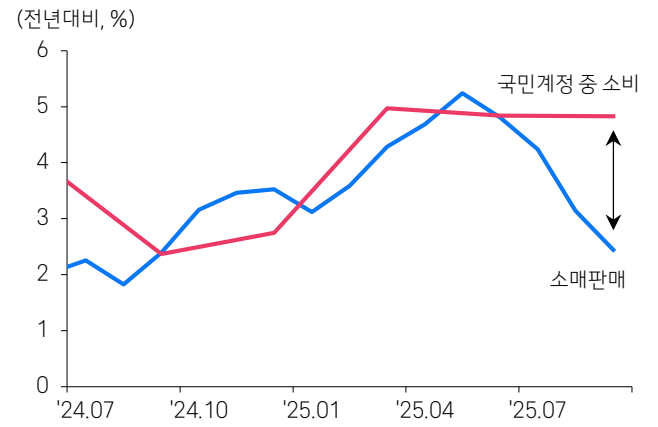
반면, 당사는 중국 경제가 다음의 세 가지 변화로 인해 중국 정부가 부작용이 컸던 '총수요 지지 정책'의 수정을 결정했다고 판단한다. 첫째, 중국 경제의 투자에서 무형 자산의 비중이 확대되었다. 지난 '25년 3Q의 성장에서 투자의 성장기여도는 0.9%pts였다. 월별로 집계되는 고정 자산 투자가 (-)를 기록했고, 투자재의 디플레이션을 감안해도 무형 자산 투자의 높은 증가가 없다면 설명이 어렵다. 둘째, 경제 및 소비에서 서비스업 비중이 확대되고 있다. 투자와 마찬가지로 월별로 발표되는 소매 판매는 실질 기준 전년 대비 4.0% 내외였지만, '25년 3Q 소비의 성장기여도는 2.7%pts였다. 서비스 소비가 7% 이상 증가하지 않았다면 불가능한 수치이다. 셋째, 중국 산업 및 수출의 경쟁력 강화이다. '25년 1-10월 중국의 수출은 전년 대비 5.3%를 기록하며 미국의 관세정책 부정적인 영향에서도 양호했다. 물론 증가한 아세안에 대한 수출이 관세정책을 우회한 결과라고 볼 수 있으나, 당사는 대체로 중국의 해외 진출 확대 및 제조업 경쟁력 강화의 결과라고 판단한다. 이러한 변화들은 중국이 공개하는 통계에서는 확실하게 드러나지 않는다는 한계가 있다. 그렇지만 당사는 물밑에서 진행 중인 중국 경제의 추세적인 변화에 주목할 필요가 있으며, 중국 경제가 겉으로 드러난 양상보다는 양호하다고 판단한다.

중국 모기지 대출이 감소하자 제조업의 대출이 증가



참고: 제조업 대출 중 광업 등 기타 공업 부문 포함
자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 소매 판매와 국민 계정 소비의 증가율 사이 격차 발생



참고: 국민 계정 중 소비는 성장 기여도를 토대로 추정. 소매 판매는 핵심 CPI로 실질 전환
자료: 중국국가통계국, 삼성증권

중국 경제의 구조적 변화 1: 무형 자산 투자 확대

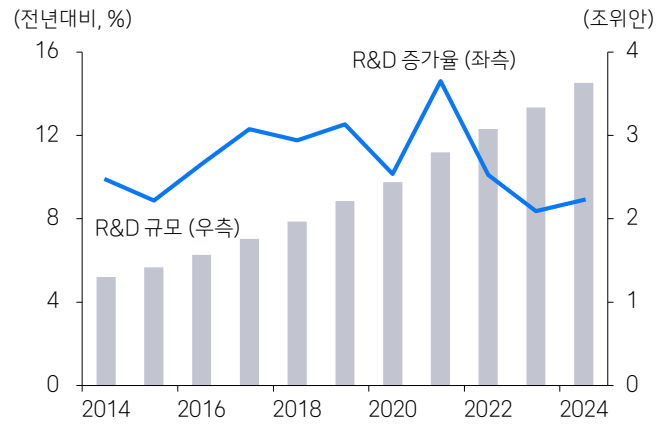
지난 1~3분기 투자는 전년 대비 약 3% 증가한 것으로 추정되는 반면, 월간으로 발표하는 명목 고정 자산 투자는 -0.5%에 그쳤다. 생산자 물가 하락(-2.8%)을 감안해도 전체 투자보다 낮은 수준이다. 당사는 무형 자산 투자 확대가 부동산 등 기존 부문의 투자 부진을 만회하면서 전체 투자를 지지한 것으로 판단한다.

중국 통계 편제에서 무형 자산 투자에 대한 구체적인 데이터는 존재하지 않는다. 따라서, 무형 자산 투자에 포함되는 개별 항목을 통해 전반적인 상황을 유추할 수밖에 없다. 무형 자산 투자는 R&D, 지식재산권, IT 서비스(소프트웨어 등)에 대한 지출로 이루어져 있으며, 광산 탐사 등 기타 무형의 투자도 포함하고 있다. 이 중 R&D 지출의 증가가 뚜렷하다. 중국국가통계국의 '전국 R&D 경비 투입 통계 공보'에 따르면, '24년 중국 R&D 지출은 3.63조 위안으로 전년 대비 8.9% 증가했으며, 지난 10년 연평균 증가율은 10.8%에 달한다. 이는 고정 자산 투자의 2배에 달하는 수치이다. '25년 지출은 아직 확인할 수 없으나, 월간으로 발표되는 R&D 지출 데이터 중 인터넷 산업은 1~3분기에 전년 대비 6.6%, 베이징 소재 기업은 9.0%를 기록하며 가파른 증가세가 이어지고 있음을 시사했다.

지식재산권 지출의 경우, 직접적인 데이터는 없지만 중국의 해외 지식재산권 수입(imports)을 통해 간접적으로 확인할 수 있다. WTO의 상업 서비스 수입 데이터에 따르면, 중국의 지식재산권 수입은 양호한 속도로 증가 중이다. '24년에는 447.2억 달러로 전년 대비 5.2% 증가했으며, '25년 1~8월에도 6.9%로 고정 자산 투자보다 높았다. IT 서비스 지출도 비슷한 방식으로 대략적인 양상을 파악할 수 있다. 소프트웨어 등을 포함한 IT 서비스 수입(imports)은 '24년 401.5억 달러로 3.8% 증가했다. 다만 '25년 1~8월에는 -1.1%를 기록했는데, 이는 미중 무역 분쟁과 7월 실적 부진(-36.4%)의 영향이 큰 것으로 보인다. 아울러, 중국 국내 IT 서비스(소프트웨어 포함) 업종의 영업 매출을 통해서도 관련 지출을 엿볼 수 있다. '24년 영업 매출은 전년 대비 11.2%, '25년 1~3분기는 9.3%를 기록하면서 높은 증가율은 나타냈다.

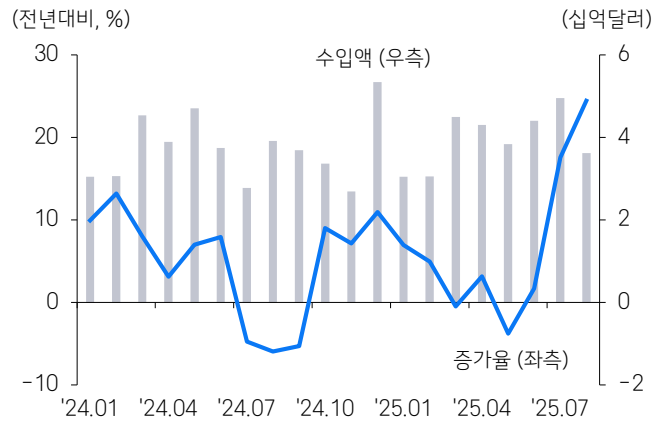
R&D, 지식재산권, IT 서비스 등의 지출 증가로 미루어 보았을 때, 중국 전체 투자에서 무형 자산 투자의 비중이 점차 높아지고 있는 것으로 판단된다. 이는 중국 경제와 산업이 발전하면서 기술 집약적 산업의 비중이 높아짐에 따라 나타나는 현상이다. 무형 자산 투자의 비중이 높아지는 구도는 앞으로도 이어질 가능성이 높다. 중국 지도부는 기술 발전과 산업 고도화를 핵심 전략으로 삼고 있어 관련 투자가 지속될 전망이기 때문이다. 실제로 '24년 업종별 R&D를 보면 정책 수혜를 받는 제약, 기타 운수장비(철도, 선박, 항공 등), 측량기기 및 특수설비, IT의 영업 매출 대비 R&D 지출이 높았다.

중국의 R&D 지출 높은 증가율 유지



자료: 중국국가통계국

중국의 지식재산권 수입 증가



참고: 증가율은 3개월 이동 평균 자료: WTO, 삼성증권

중국 경제의 구조적 변화 2: 서비스업 비중 확대

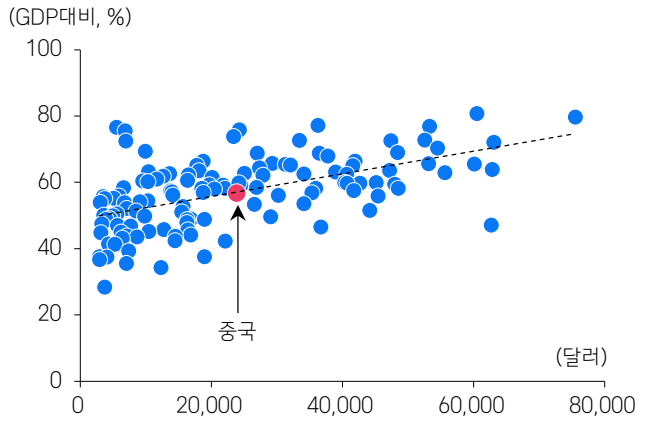
중국 경제는 2차 산업에서 3차 산업(서비스업)으로의 전환이 나타나고 있다. 당사는 서비스업 비중의 확대 추세가 이어지고 있으며, 그에 따라 제조업에 대한 의존도도 점차 낮아지고 있는 것으로 판단한다.

중국은 대다수의 국가들과 마찬가지로 경제가 발전하면서 서비스업 비중이 확대되는 양상을 보이고 있다. World Bank에 따르면, '24년 중국의 GDP 대비 서비스업 생산(부가가치) 비중은 56.7%로 10년 동안 7.5%pts 확대되었다. 이는 '14년 당시 중국과 서비스업 비중이 비슷했던 인도('14년 47.8% → '24년 49.9%), 말레이시아(50.1% → 53.5%) 등 국가보다 빠른 속도이다. 이러한 서비스업의 확대로 인해 중국의 성장률이 앞서 언급된 국가들에 비해 높았던 것으로 추정된다. 또한, 중국의 전체 고용 중 1차 산업 종사자의 비중은 경제 발전 수준이 비슷한 다른 국가들보다 높으며, GDP 중 1차 산업의 비중 역시 다소 높은 편이다. 이를 감안하면, 중국의 농업은 실제 경제 상황보다 과도, 서비스업은 과소 계상된 가능성도 있다.

서비스업의 확대는 우선 가계 소비에서 서비스 비중이 점차 상승하고 있다는 점에서 확인된다. '25년 1~3분기 중국의 서비스 소매 판매는 전년 대비 5.2%(명목)로 상품 소매 판매(4.6%)를 상회했으며, '24년 연간으로도 6.2% 증가하며 상품(3.2%)을 상회했다. 상반기 중 자동차, 가전 등 상품 소비가 이구환신으로 진작된 것을 감안하면, 서비스 판매는 상대적으로 더욱 양호하다. 또한, 중국 가계의 소비 지출을 보면, '24년 서비스 소비(주거 제외) 비중은 41.9%, '25년 1~3분기는 42.7%로 팬데믹 이전 평균(40.3%) 대비 상승했다. 이러한 점들은 1~3분기 실질 소매 판매가 전년 대비 4.0% 내외에 그쳤지만, 소비의 성장 기여도가 2.8%pts에 달한 것을 설명한다.

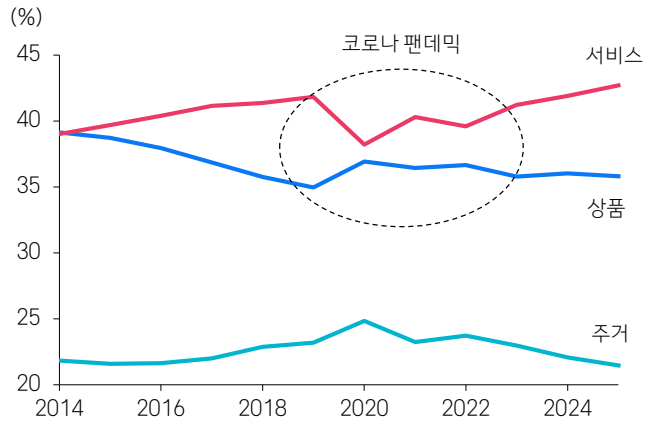
특히, 신흥 서비스업종이 빠르게 성장하고 있다. 양로를 포함한 헬스케어가 대표적인 신흥 업종이다. '23년 중국은 60세 이상 인구가 전체 인구의 20%를 넘으면서 고령화 사회에 진입했으며, 그에 따라 의료와 관련된 수요도 함께 증가하고 있다. 또한, 중국의 인터넷 등 IT 서비스 산업은 지난 10년간 연평균 17.1%씩 성장했으며, 현 추세를 보면 당분간 10% 내외의 성장을 지속할 전망이다. 중국의 상업 체계가 고도화되면서 법률, 회계, 광고 등 상업 서비스 수요가 증가한다는 점도 서비스 산업 성장 요인이다.

중국 서비스업 비중은 소득 수준에 부합



참고: x축은 PPP 기준 실질 인당 GDP, y축은 GDP 대비 서비스업 비중, 점선은 추세선
자료: World Bank 삼성증권

중국 가계 소비 지출 중 서비스업의 비중 확대

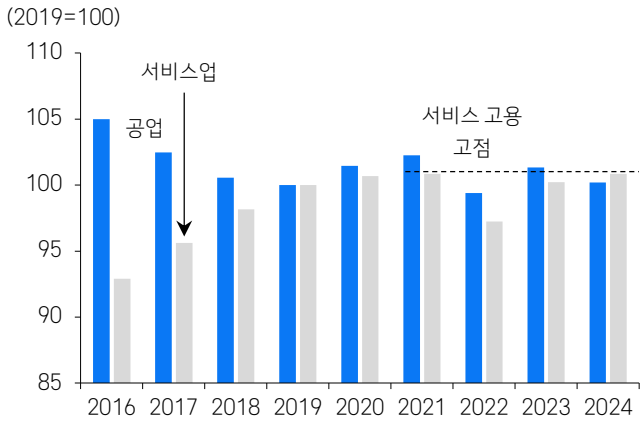


참고: '25년은 1~3분기 기준, 분기별 데이터로 추정
자료: 중국국가통계국, 삼성증권

실제로 지난 10년 동안 중국의 서비스업(3차 산업)은 연평균 6.6% 성장하면서 경제 성장에 약 60%를 기여했다. 반면 공업은 연평균 5.2%, 농업은 4.0%에 그쳤다. 월간으로 발표되는 중국 서비스업 생산도 지난 1~3분기에 전년 대비 5.9%를 기록하면서 경제 성장 속도를 상회했으며, 업종별로 보면 IT 서비스, 임대 및 상업 서비스, 금융 등이 높은 증가율을 나타냈다.

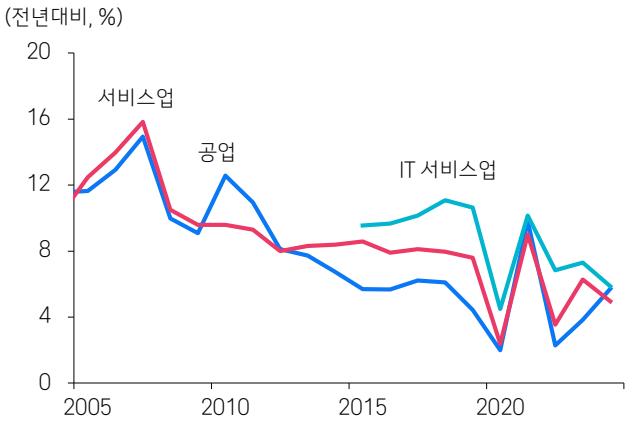
그에 따라 고용 측면에서도 중국 서비스업 비중이 확대되고 있다. 중국의 서비스업 종사자 수는 코로나 팬데믹 충격에서 아직 회복 중이며 앞으로 증가세가 확대될 것이다. '21년 3.59억 명에 달했던 중국 서비스업 종사자 수는 '22년 코로나 락다운으로 1,200만 명 이상 감소하였고, '24년에 되어서야 '21년 수준에 근접한 상황이다. '10~24년 중국 상장 기업 데이터를 분석한 결과, 불확실성이 서비스업 고용에 부정적 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉, 팬데믹 중 반복된 lockdown과 부동산 침체, 그리고 미-중 무역 분쟁 불확실성 등이 서비스업 고용에 하방 압력을 가했다는 의미이다. 당사는 이러한 리스크들이 완화되고 있는 것으로 판단하며, 향후 서비스 고용 증가가 뒤따를 것으로 전망한다.

중국 서비스업 고용은 팬데믹 영향에서 회복 중



자료: 중국국가통계국, 삼성증권

중국의 서비스업은 공업보다 빠르게 성장



참고: 실질 기준
자료: 중국국가통계국, 삼성증권

중국 경제의 구조적 변화 3: 수출 경쟁력 상승

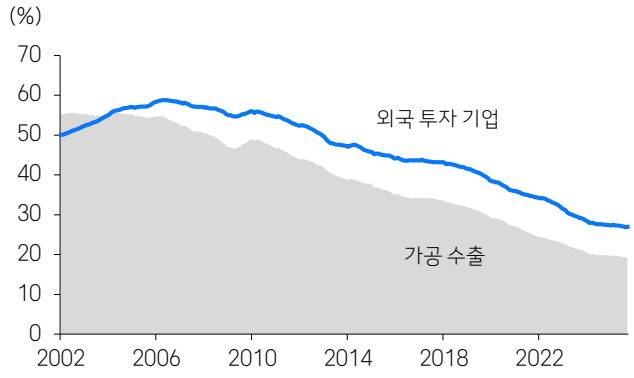
중국은 '09년부터 줄곧 수출 1위를 차지하고 있다는 점에서 수출 경쟁력 제고는 새삼스럽지 않을 수 있다. 다만, 당사는 양적인 측면보다 질적인 측면에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 생산 과정의 지리적, 물리적 해체로 인해 수출 경쟁력을 단순히 수출 금액이나 RCA(Revealed Comparative Advantage) 등으로 평가하기는 곤란하기 때문이다.

이러한 한계로 인해 당사는 1) 미-중 무역 분쟁이 격화되는 상황에서도 '25년 수출이 (+)를 기록했고, 2) 중국이 적극적으로 육성한 EV, 태양광 등의 수출이 빠르게 증가하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다. '25년 수출이 예상보다 양호했다는 점은 중국 경제가 미국과의 무역 갈등에서 영향을 받지 않을 정도의 능력이나 회복력(resilience)을 보유하고 있고, 자국에서 육성한 품목의 수출이 증가하고 있다는 사실은 과거에 비해서 단위 수출에서 중국이 얻는 부가가치가 높아지고 있다는 점을 시사한다.

구체적으로 중국의 1~10월 누적 수출은 전년 대비 5.3%였다. 이는 지역별로 본다면, 미국에 대한 수출은 -19.1%를 기록한 반면, 동남아, 아프리카 등 신흥국에 대한 수출이 크게 증가한 영향이다. 미국과의 무역 분쟁으로 인한 중국 기업들의 생산지 이동(re-routing) 영향이 없지는 않겠으나, 당사는 그보다는 그간 진행되어 온 중국의 중간재 수출 비중 확대가 가장 중요한 요인으로 판단한다. UN Comtrade DB에 따르면, 중국의 중간재 수출은 '10년 3,391.1억 달러(수출 비중 21.5%)에서 '24년에는 1.1조 달러(31.7%)로 확대되었다. 같은 맥락에서 외투 기업의 수출 비중이 지속적으로 감소한 대신 민간 기업의 비중은 증가했고, 단순 가공이나 수입 원자재 가공의 비중이 크게 축소되었다.

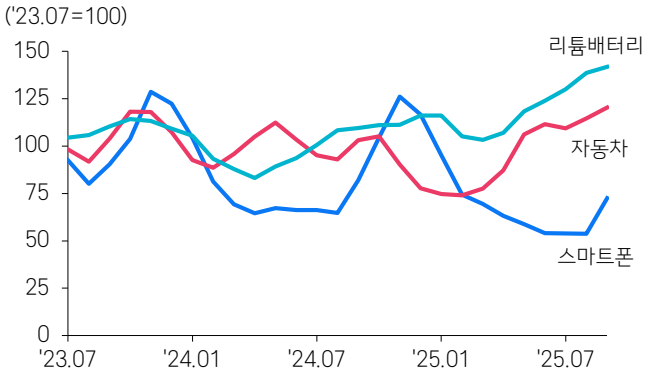
또한, 최근 들어 중국의 품목별 수출에서도 변화의 징후는 뚜렷하다. 줄곧 중국 수출에서 점유율 1위를 지켜왔던 휴대폰 수출이 '24년 -2.8%를 기록한 데 이어, '25년 1~9월에도 -9.9%로 부진했다. 아울러, 태블릿과 노트북의 경우에도 휴대폰과 비슷하게 '24년 2.8%, '25년에는 -7.0%를 기록했다. 반면, 중국이 자체적으로 육성해 왔던 리튬이온 배터리는 지난 10년간 10배 이상 증가했으며, '25년에도 26.8%를 기록했다. 자동차도 수출도 '20년 10억 달러에 불과했으나 '24년에도 319.8억 달러, '25년 1~9월에는 전년 대비 2.4% 증가한 260.5억 달러를 기록했다. 물론 자동차 수출은 '20년 이후 '23년까지 가파르게 증가했으나, '24~25년은 주춤한 상황이다(내연차 0.4%, 전기차 2.4%). 이러한 중국의 주요 품목별 수출 추이에서 얻을 수 있는 시사점은 미국과의 무역 분쟁, 글로벌 탈동조화(decoupling), 생산 다변화 등으로 중국 수출이 부정적인 영향을 받았지만, 자체적으로 육성한 산업의 경쟁력이 빠르게 높아지면서, 첫 번째 요인에서 발생한 부정적인 효과를 상쇄하고 있다는 사실이다.

중국 수출 중 외투 기업과 가공 수출의 비중 축소



참고: 12개월 이동 평균, 가공 수출은 단순 가공과 원자재 가공의 합
자료: 중국 해관총서, 삼성증권

전략 산업의 수출 증가세 지속



참고: 3개월 이동 평균
자료: 한국무역협회, 삼성증권

15.5 규획(계획)에 대한 건의 발표

경제 성장 목표 4.5% 이상 제시 전망

10월 28일, 4중전회에서 심의 및 통과된 '제15차 5개년 규획 제정에 대한 건의'(이하 15.5 규획)의 전문과 그에 대한 시진핑 주석의 설명이 공개되었다. 또한, 당 차원에서도 관련 자료들을 발표하여 15.5 규획의 구체적인 정책 방향을 제시했다.

우선, 중국 지도부는 35년까지 중등 선진 국가로 발전하겠다는 목표에 맞춰 "합리적인 수준"의 경제 성장을 유지하겠다고 명시했다. 이후 출판된 "제20기 4중전회 건의에 대한 학습지도 백문"에서는 '35년까지 인당 GDP가 20,000달러 수준까지 성장하기 위해 연평균 약 4.2%의 성장률이 필요하다고 언급했다. 경제성장률이 점차 둔화할 것을 감안하면, 15.5 규획 기간 연간 성장 목표는 4.5% 내외로 판단한다. 그에 따라, 15.5 규획 기간 중국의 경제성장률이 4.5%를 하회한다면, 중국 정부는 경기 부양에 나설 가능성이 높다. 물론, 건의는 "합리적인 수준"이나 "중등 선진 국가"와 같은 모호한 단어를 사용했기 때문에, 최종적인 목표와 그에 따른 경제 성장 목표 하한은 바뀔 가능성이 있다.

여전히 최우선 목표는 산업 고도화 및 과학기술 발전이었다. 주목할 부분은 중국이 중요시하는 신흥 산업 분야가 공개된 것이었다. 건의에서는 당사 기존 전망대로 신에너지, 신재료, 항공우주, 저공 경제(드론) 등 전략성 신흥 산업의 발전을 가속하겠다고 밝혔으며, 양자 기술, 바이오, 수소에너지, 핵융합, 뇌-컴퓨터 인터페이스, 피지컬 AI, 6G 통신 등을 새로운 성장 분야로 지목했다. 반면, 14.5 규획에서 언급되었던 신에너지차는 이번 건의에 포함되지 않았다. 이는 중국의 전기차 산업이 이미 성숙 단계에 진입했고, 전기차 가격 경쟁이 심화되는 등 공급 과잉이 나타났기 때문이다. 다만, 정책 수혜를 받은 산업에서 공급 과잉 문제가 발생하여 다음 경제 규획 기간 동안 조정되는 패턴이 반복되고 있어 유의할 필요가 있다.

신흥 산업 발전과 함께 전통 산업 경쟁력을 유지하겠다는 내용도 언급되었다. 주요 전통 산업으로는 광업, 제련, 화학, 기계, 선박, 건축 등을 지목했으며, 해당 산업들은 글로벌 경제에서 지위와 경쟁력을 강화해야 한다고 강조했다. 중국의 제조업이 짧은 시일 내에 고부가가치 산업으로 전면 전환되는 것은 어렵기 때문에, 중국 정부는 기존 전통 산업도 소홀히 할 수 없다. 다만, 이러한 정책 기조는 일부 산업에서 공급 과잉을 초래할 수 있고, 다른 국가들과 무역 갈등을 유발할 수 있다.

14.5와 15.5 규획에 포함된 신흥 산업 및 기술

	14.5 규획	15.5 규획
공통 언급	인공지능, 양자 기술, 반도체, 첨단설비, 바이오, 신재료, 신에너지, 항공우주	
신규 추가 항목	인공지능, 양자 기술, 반도체	저공 산업(드론), 수소에너지 및 핵융합, 6G 통신, 기초 소프트웨어, 뇌-컴퓨터 인터페이스
삭제된 항목	선진 철도, 전력설비, 농기계 등	신에너지차, 심해/극지 탐측 등

참고: 신규 추가 및 제거된 항목은 각각 13.5 규획과 14.5 규획과 비교한 결과
자료: 중국 정부, 삼성증권 정리

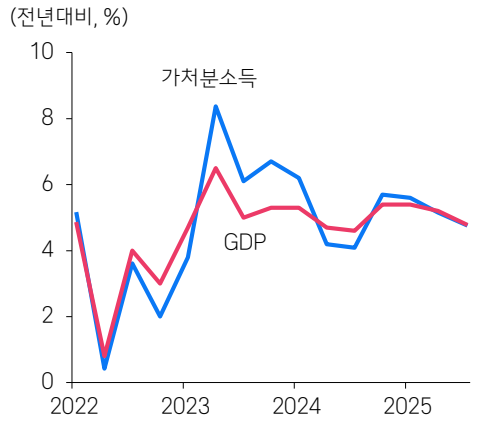
내수와 민생 개선 의지 강화; 다만 개선 속도는 완만할 것

내수와 민생에 대해 분명한 개선 의지도 나타냈다. 우선, 총요소 생산성의 점진적 제고(산업 고도화를 통한 부가가치 창출 능력 향상)와 함께 가계 소비율의 뚜렷한 상승(GDP 대비 가계 소비 비중 확대)이 주요 목표로 제시되었다. 구체적인 숫자를 언급하지 않았지만, 가계 소비에 대해 정량적인 목표를 언급한 것은 이번이 처음이다. 내년 양회에서 공개될 구체적인 15.5 규획 목표에 가계 소비율 목표치가 제시될 가능성이 있다. 또한, 기존에는 가계 소득을 "경제 성장과 기본적으로 상응하는 속도"로 증가시키겠다고 밝혔으나, 이번에는 "기본적으로"라는 표현을 제외하며 성장률을 상회하는 소득 성장 목표를 제시했다.

다만, 당사는 내수와 민생 관련 정책이 뚜렷하게 강화될 가능성은 제한적이라는 기존 전망을 유지한다. 소비 진작을 위한 방안으로 고용 안정과 소득 확대를 언급했으나, 노동 소득과 자산 소득을 증가시키고, 소득 분배 개선을 통해 이전 소득을 늘리겠다는 기존의 원론적인 기조를 강조하는 데 그쳤으며, 구체적인 실행 방안도 빈약했다. 또한, 소비 진작 정책도 여전히 많은 내용이 수요 확대보다는 서비스 규제 완화, 소비 인프라 강화 등 공급 측에 집중되었다. 건의에서 공급 강화에 대한 내용은 양질의 상품 및 서비스 공급을 통한 소비 확대, 글로벌 소비 도시 건설을 통한 해외 관광객 지출 증가 등 구체적 방안이 등장한 반면, 소비자에게 직접적으로 도움이 되는 정책은 강화하겠다고 언급하는 데 그쳤다. 그 외에는 소비 제도 개선, 규제 완화, 소비자 권익 보호, 유급 휴가와 연휴 확대를 언급했는데, 그에 따른 소비 진작 효과는 불확실하다. 한편, 최근 '26년 춘절 연휴가 역대 가장 긴 9일로 발표된 것은 연휴가를 확대하겠다는 정책의 영향으로 추정된다.

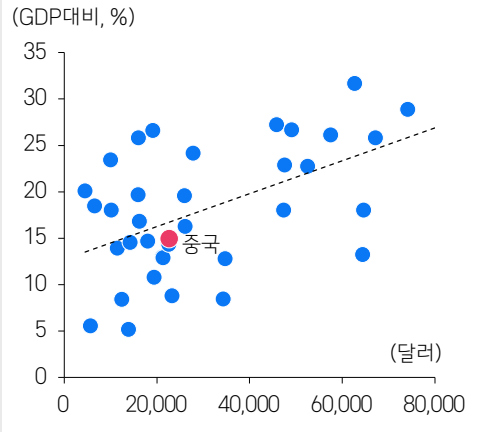
또한, 재정 지출 중 공공 서비스의 비중을 높이고 민생보장에 대한 정부의 지출을 증가시키겠다고 밝혔다. 다만, 사회보장 제도 개선과 함께 지속 가능성 제고를 동시에 언급하여 관련 재정 지출을 대규모로 확대할 가능성은 낮다. 또한, 양로보험 개선에 대해서도 "점진적인(逐步)"이라는 수식어를 사용하면서 개선 속도가 완만할 것임을 나타냈다. 그에 따라, 15.5 규획의 기조에서 알 수 있듯 중국 지도부는 산업 경쟁력 강화에 방점을 두면서, 가용 재원을 산업과 과학기술 발전에 우선적으로 활용할 전망이다.

중국 가처분소득과 GDP는 비슷한 속도로 증가



참고: 실질 기준
자료: 중국국가통계국, 삼성증권

중국의 사회보장 지출은 평균보다 낮은 수준



참고: x축: 실질 인당 GDP(PPP), y축: GDP 대비 사회보장 지출
자료: IMF, World Bank, 삼성증권

3. 2026년 유럽 경제 전망

통화 대신 재정이 경기를 주도

2026년 유로존 경제는 잠재 수준에 부합하는 성장세를 이어갈 전망이다. 2026년 하반기에 가까워질수록, 통화 대신 재정이 경기를 견인할 것이다. 독일의 재정 확대는 2025년 4분기부터, 본격화되었으며 경기 부양 효과는 2026년에 가장 크게 나타날 가능성이 높다. 당사 추정으로는, 2026년 메르츠발 독일의 재정 지출 증분은 독일 GDP의 1.5%를 상회한다. 다만, 유로존 전체로 보면 독일의 재정 확대 효과는 일부 희석된다. 2026년 독일의 재정 지출 확대는 상당한 규모이나 스페인과 프랑스 등 여타 주요국이 중립~소폭 긴축할 것으로 보이기 때문이다.

장기적인 관점에서 유럽의 재정 건전성이 2010년대 대비 개선되었다는 점에 주목할 필요가 있다. 유럽 국가들의 재정 펀더멘털은 취약하다고 보기 어려우며, 부채 리스크가 부각될 가능성도 낮아졌다. 그간 취약국가로 분류되었던 남유럽의 펀더멘털도 뚜렷하게 개선되었다. 중장기적으로 부채가 경제를 지원할 여력이 남아있다는 것은 유로존 성장을 지지하는 요인이다. 프랑스의 경우, 2027년 대선 전까지 정치 혼란과 재정 건전성 우려가 지속될 것으로 보이나 프랑스 외 지역으로의 리스크 전이 가능성은 낮다.

AI 투자의 시대, 유럽은 간접 수혜를 누리는 데 그칠 것

유럽 경제 또한 글로벌 AI 투자가 확대되는 과정에서 혜택을 누릴 것이나, 그 영향은 미국과 비교하면 미미할 것이다. 유로존은 민간과 정부 차원에서 모두 AI 투자가 미비하며, 관련 품목 수출입 규모도 크지 않다. 이번 사이클에서도 유럽이 미국과의 IT 역량 격차를 좁히기는 어려울 것으로 예상된다. 유럽의 경기 개선은 주로 글로벌 수요 증가, 미국의 IT 외 품목 수입 증가 등 간접 경로를 통해 나타나는 데 그칠 것이다. IT 투자 확대 발 유럽의 경기 회복은 완만하게, 미국에 후행해서 나타날 가능성이 높다.

ECB는 2026년 금리동결 전망

ECB의 금리 동결 기조 연장을 전망한다. 성장률이 잠재 수준에 근접하는 가운데, 물가 상승률은 2% 수준에 부합하는 흐름이기에 금리 인하 시급성은 낮아졌다. 유로존 경제 지표 쇼크가 이어지지 않는 한, 단기간 내 추가 인하는 기대하기 어렵다. 중기적으로는, 노동시장 회복과 유로존 재정 확대 등 인플레이션 압력 재반등으로 이어질 수 있는 조건들이 갖춰지고 있다. 다만, 낮은 임금 상승률과 서비스 물가 둔화 흐름을 고려할 때 인플레이션 상방 압력이 본격화되는 시점은 2026년이 아닌 그 이후일 가능성이 높다는 판단이다.

III-1. 2025년 Review

완만한 성장세를 보인 유럽 경제

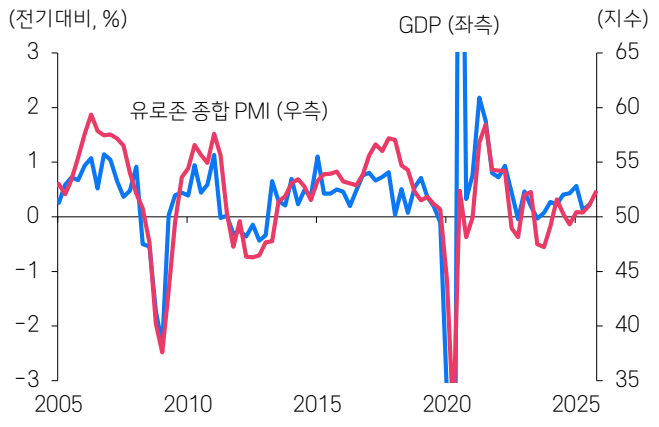
유로존 경제는 잠재 수준에 부합하는 양호한 성장세를 유지하고 있다. 유로존 3분기 성장률은 전분기 대비 0.2%, 전년 대비 1.3%로 시장 예상을 상회했다. 유로존의 전년 대비 성장률은 2024년 4분기부터 지속적으로 1.3~1.5%에서 유지되고 있다. 유로존 경제에 대한 하방 압력이 심화될 수 있다는 투자자들의 우려와는 달리, 잠재 수준을 상회하는 궤적을 보이고 있는 것이다.

경기를 견인하는 것은 서비스업 호조다. 유로존의 10월 종합 PMI는 52.2로 17개월래 최고치를 기록했는데, 이는 52.6을 기록한 서비스업 PMI 호조에 기반한다. 제조업 PMI는 50.0에 그쳐 중립 수준에 머무르는 중이다. 유로존 제조업은 장기간의 수축 국면을 지나 점진적인 개선세를 보이고 있으나, 호황과는 거리가 멀다. 최근 자동차 등 일부 품목의 강력한 반등에도 불구하고, 산업생산은 최근 고점인 2023년 2월과 비교하면 여전히 10% 낮다.

소비의 회복 강도는 완만하다. 실업률이 6.3%로 역사적 저점 수준을 유지하는 가운데, 실질소득은 개선세를 이어가고 있기에 소비의 회복 여건은 마련된 상태다. 다만, 본격적인 소비 확대로 이어지고 있는 상황은 아니다. 유로존 가계 저축률은 15.4%로 장기 평균(13.6%)을 상회하며, 주요 품목 구매 의향 또한 경기둔화 국면 수준에 머무르고 있다. 유로존 9월 소매 판매는 전년 대비 +1.0%로 완만한 증가에 그쳤다. 유로존 소매 판매는 소비가 정점이었던 2021년 11월보다도 여전히 낮은 수준이며, 팬데믹 이전 소비 추세를 여전히 회복하지 못했다.

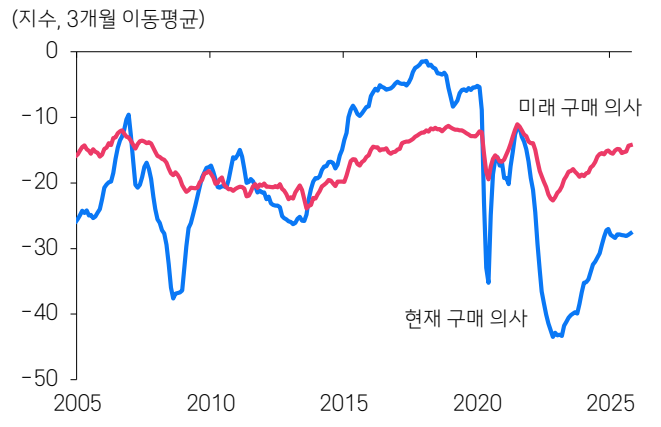
유로존의 물가 상승률은 연중 안정적인 수준을 유지했다. 2025년 3월부터 10월까지, 소비자 물가(HICP)의 전년 대비 상승률은 1.9~2.2%에서 유지되었다. 소비자 물가 상승 압력은 대부분 서비스 물가에서 발생했다. 10월 소비자 물가를 기여도로 분해해 보면 서비스 물가가 1.5%pts를 차지했으며, 음식료가 0.5%pts를 차지했다. 반면 에너지와 상품 물가의 기여도는 0.1%pts 미만이었다. 견고한 노동시장과 서비스업 호조가 인플레이션의 주 동력임을 확인할 수 있는 부분이다.

유로존 GDP vs PMI: 잠재 수준에 부합하는 성장세



자료: S&P Global, 삼성증권

소비자 구매의향: 개선되고 있으나, 여전히 경기 둔화 구간 수준



자료: European Commission

III-2. 재정 확대 본격화

지금까지는 누적된 금리 인하가 유로존 경제를 지지

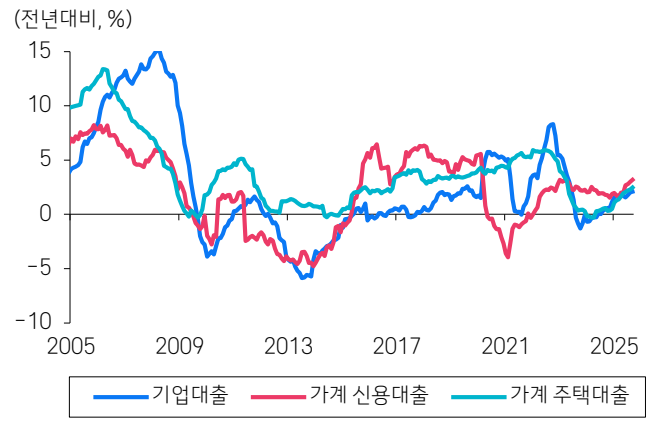
유럽의 경기를 지지하는 핵심 요인은 누적된 금리 인하다. ECB는 2024년 6월부터 2025년 6월까지, 1년 동안 정책 금리를 200bp나 인하했다. 금리가 낮아지며 위축되었던 대출이 활성화되고, 은행들 역시 대출 기준을 완화하기 시작했다. 2024년 1분기 가계대출 총액은 전년 대비 -0.3%를 기록했지만, 2025년 3분기에는 전년 대비 +2.1%까지 높아졌다. 기업 대출 또한 전년 대비 +2.0%까지 개선된 상태다.

다만, 2026년 하반기에 가까워질수록 통화정책이 경기를 부양하는 강도는 점차 낮아질 것이다. 유로존 경제에서 금리 인하 이후, 이로 인한 실질 GDP의 피크는 12~18개월 내외에서 형성된다(Zlobins, 2025). '24년 하반기부터 시작된 금리 인하가 '26년 하반기까지 경기를 지지해 주기는 어렵다는 것이다. 즉, 통화 및 신용 지표의 반등이 '26년까지 이어진다 하더라도 그 속도나 강도는 완만할 가능성이 높다.

현재까지 금리 인하 효과는 주택 부문에 집중되었다. 유로존 은행 대출 서베이에 의하면, 주택 대출이 증가했다고 보고한 은행의 비율은 2024년 이후 크게 높아졌으나, 기업 대출이나 소비자 신용대출의 증가를 보고한 은행들의 비율은 유의미하게 높아지지 않았다. 주택 대출이 순증한 것은 당연하게도, 1) 금리가 낮아지고, 2) 주택시장 전망이 개선되었기 때문이다. 유로존 주택 가격은 고금리 여파로 '23년 3분기까지 전년 대비 하락을 기록한 뒤 지속적으로 높아지는 흐름을 보였다. '25년 2분기 EU의 주택 가격은 전년 대비 +5.4%를 기록했으며, 스페인(+12.8%), 포르투갈(+17.2%) 등에서는 급등이 나타났다.

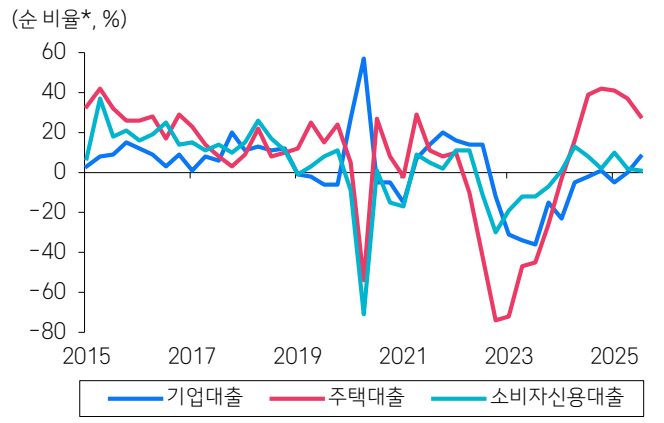
주택 부문과는 대조적으로, 가계 신용대출과 기업 대출 증가를 보고한 은행 비율이 유의미하게 높아지지 않은 것은 1) 가계 신용대출과 기업 대출의 금리 민감도가 주택 부문보다 낮고, 2) 금리 외 요인이 대출 수요 확대를 제한했기 때문이다. 가계 신용대출과 기업 대출 요인을 분해해 보면, 소비자 대출은 주로 저조한 소비자 심리로 인해, 기업 대출은 고정 투자 부문 위축으로 인해 대출 수요가 더 확대되지 못하고 있다.

ECB 금리 인하 이후 유로존 대출 증가세 지속



자료: European Central Bank

유로존 은행 대출 서베이: 금리 인하 효과는 주택 부문에 집중



참고: * 대출수요 증가 보고 은행 – 감소 보고 은행 비율
자료: European Central Bank

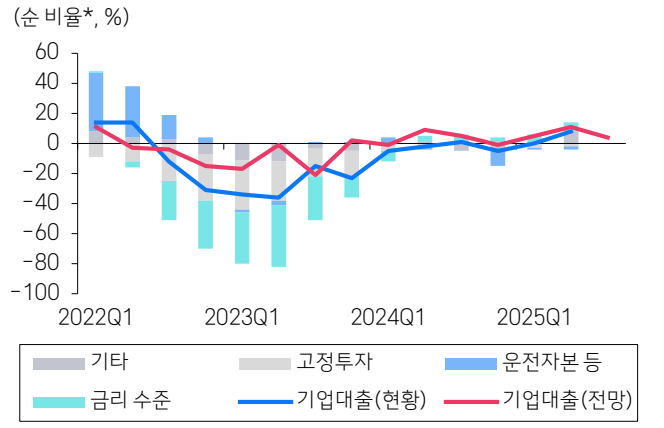
유효 수요 자극이 필요한 유로존 경제

ECB의 금리 인하가 더 필요하다고 주장하기는 어렵다. 유로존 인플레이션이 2%를 유의미하게 하회하는 상황도 아니며, 기업 및 가계 대출 수요에서도 금리가 대출을 제약하는 상황이 아니기 때문이다. 금리 수준은 오히려 대출 수요를 확대하는 요인으로 나타나고 있다. 2022~2024년과 달리, 금리가 충분히 낮지 않아 문제가 되는 상황이 아니라는 것이다.

현시점에서 필요한 것은 유효 수요 자극이다. 현재 유로존 기업들은 경기 둔화가 장기간 지속됨에 따라 투자를 꺼리고 있다. 기업 투자 전망을 분해해 보면, 금리 수준은 기업 대출을 증가시키는 요인이지만, 기업 투자 의향과 운전 자본 등은 기업 대출을 감소시키는 요인이다. 즉, 현재 기업의 대출 수요가 완만하게 반등하는 것은, 낮아진 금리를 활용해 부채를 재구성하려는 유인이 높아진 결과로 보인다. 기업 입장에서는 당장의 수요가 약하고, 설비 가동률도 낮으니 증설 등 투자 유인은 높지 않다. 이런 환경에서는 기업이 확장 투자보다 유동성 방어를 택하기 쉽다.

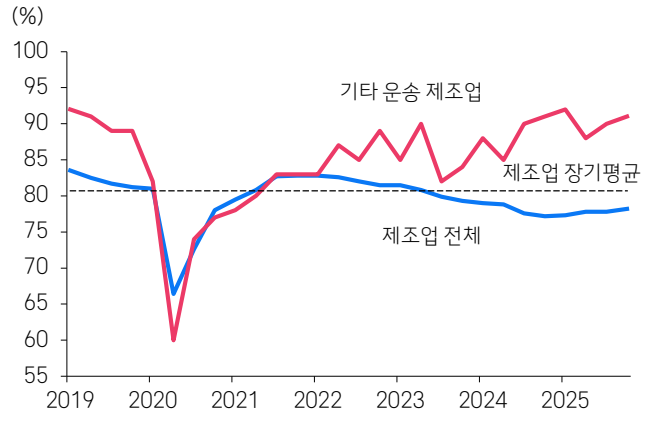
현재 유럽 제조업에서는 양극화 양상이 나타나고 있다. 대부분의 산업이 역사적 평균을 하회하는 설비 가동률과 주문 수준을 기록하고 있으나 기타 운송 제조업 등 일부 산업은 주문 급등, 90%를 상회하는 높은 설비 가동률이 나타나는 상황이다. 기타 운송 제조업에는 선박/철도/항공우주/군용전투차량 제조업 등이 포함된다. 유럽의 정책 수요가 집중된 일부 산업만 호황이라는 것이다. 이처럼 유효 수요가 있는 산업에서는 적극적인 투자 확대와 대출이 나타난다. 예를 들어, 라인메탈은 올해 니더작센주에 연간 35만 발 155mm 포탄을 생산할 수 있는 신규 탄약 공장을 완공, 가동하기 위해 5억 유로 이상의 설비투자를 집행했다. 이와 같은 사례는, 추가적인 경기 개선을 위해 주요 산업 업황 개선과 유효 수요 자극이 동반되어야 함을 보여준다.

유로존 은행 기업 대출 조사*: 투자 부족



참고: 유로존 은행 대출 서베이 중 기업 대출 증감 세부 요인 분해
자료: European Central Bank

제조업 설비가동률: 일부 산업만 호황, 전반적인 가동률은 저조



자료: European Commission, 삼성증권

독일 주도의 재정 확대: 통화 대신 재정이 경기를 견인할 것

2026년 유로존 경제의 수요를 자극할 주 동력은 독일 주도의 재정 지출 확대이다. 독일의 재정 지출 확대는 2026년에 본격적으로 늘어나게 되며, 이 과정에서 유로존 경제성장률은 잠재수준을 상회하는 1.3%를 기록할 것으로 예상된다.

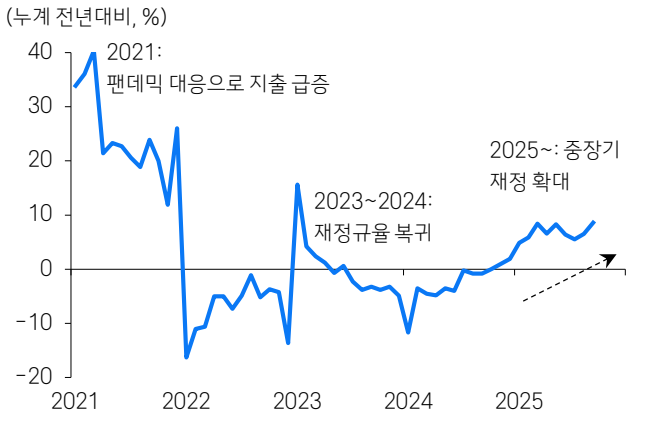
독일의 재정 확대 과정이 순탄한 것은 아니었다. 올해 초에는 독일 메르츠 총리가 대규모 국방비 지출과 인프라 투자를 공언한 뒤 독일의 구조적 전환에 대한 기대감이 부상했으며, 이러한 기대감을 반영해 독일과 유럽 증시의 대규모 랠리가 나타났다. 그러나 이후에는 독일의 재정 확대가 순탄하지 않다는 증거들이 지속적으로 나타나면서 투자자 실망이 커지기도 했다. 메르츠는 첫 총리 선출 표결에서 과반 확보에 실패하는 등 초반부터 정치적 마찰을 겪었으며, 독일 2025년 예산안은 당초 시장 기대(6~7월)와 달리 9월에야 최종 통과되었다. 그 결과 2025년 독일의 재정 적자는 GDP대비 2.5~3.0% 내외에 그치게 될 전망이다. 연초 기대감과 달리 2025년에 유의미한 재정 확대가 나타나지 않은 것이다.

그러나 큰 흐름은 달라지지 않았다. 독일 재정 확대의 본격화 시점이 2026년으로 미뤄진 것일 뿐 재정 확대의 규모가 후퇴한 것은 아니다. 2026년 독일 주도 재정 지출 확대로 인한 유로존 경기 개선이라는 시나리오는 유효하다. 이미 독일의 지출은 늘어나고 있는 것으로 보인다. 독일의 연방정부 누적 지출은 9월 전년 대비 +8.6%를 기록해 우상향하는 흐름이다. 독일은 여전히 중장기 재정 확대의 초반부를 지나고 있다.

독일 재정 지출 확대의 핵심은 '국방비 증액 + 인프라 투자 확대'이다. 독일 국방비는 높은 증가율이 지속적으로 유지되는 가운데, 2027년에는 완만한 증가를 보인 뒤 2028, 2029년 다시 한번 큰 폭 증가하는 경로이며, 인프라투자는 2026년에 전년 대비 큰 폭으로 증액된 뒤 2029년까지 동일 규모가 유지되는 경로이다. 독일 인프라 특별기금(SVIK) 계획에 의하면, 인프라 투자기금은 2025년 372억 유로에서 2026년 589억 유로로 증가한 뒤 2029년까지 570~592억 유로 수준을 유지하게 된다. 독일 인프라투자 기금은 주로 운송, 디지털화, 기후변화 대응 등에 사용될 것이다.

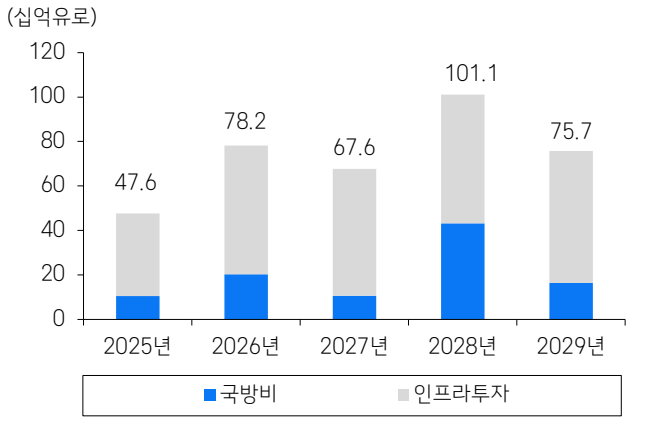
그간 발표된 독일 예산안, 독일의 인프라 특별기금 계획, 방위비 로드맵 등을 감안한 당사 추정에 따르면 '메르츠발' 지출 증분은 2026년에 782억 유로, 2027년에 676억 유로를 기록할 전망이다. 이는 독일 명목 GDP의 1.5~1.6%에 해당한다. 재정 자극 역시 2026년에 정점을 형성할 것이다.

독일 연방정부 누적 지출 추이



참고: 핵심 예산 기준. 특별기금 미포함
자료: 독일 재무부, 삼성증권

'메르츠발' 재정 지출 증가분 추정

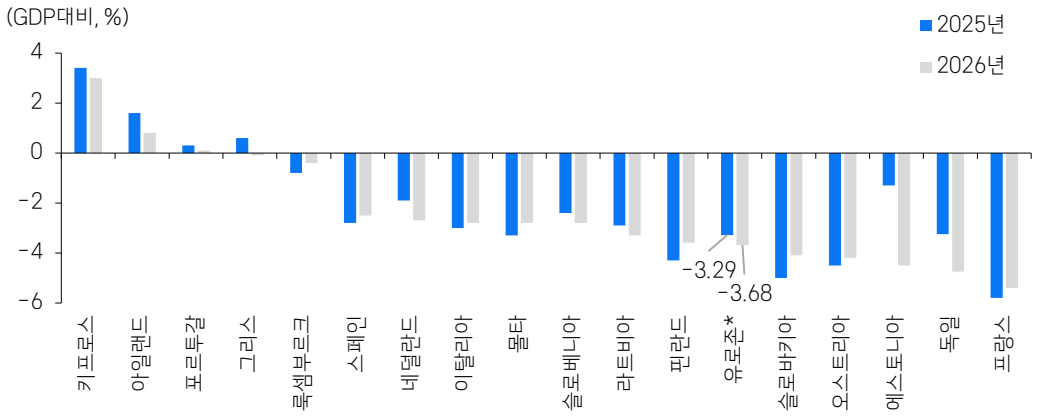


자료: 삼성증권 추정

다만, 유로존 전체로 보면 2026년의 재정 확대는 완만한 강도일 것이다. 2026년 독일의 재정 지출 확대는 상당한 규모이나(재정 수지 2025년 2.5~3.0% vs 2026년 4.8%) 유럽 전체로 보면 희석된다. 독일과 달리 스페인과 프랑스 등 여타 주요국 재정 수지는 2025년 수준을 유지하거나 소폭 긴축할 것으로 예상된다. 즉, 2026년 유로존 재정 확대는 주요국 동반 확대가 아닌, 독일의 나홀로 확대에 가깝다. 유로존 전체의 재정 적자는 2026년 3.64%로 2025년(3.0~3.25%) 대비 0.4~0.6%pts 확대될 것으로 예상되며, 이로 인한 유로존 성장률을 제고 효과는 0.3~0.4%pts 내외를 기록할 것이다.

장기적인 관점에서 유럽의 재정 펀더멘털이 2000, 2010년대보다 개선되었다는 점은 긍정적이다. 유럽 국가들의 재정 펀더멘털은 취약하다고 보기 어려우며, 유럽 부채 리스크가 부각될 가능성도 낮아졌다. 유로존의 GDP 대비 부채 비율은 88%로, 미국(125%), 일본(235%), 중국(120%, 지방정부 및 LGFV 포함 시) 대비 낮다. 그간 재정 건전성 취약국가로 분류되었던 남유럽 국가들의 펀더멘털도 개선경로에 있다. 그리스와 이탈리아는 부채 비율이 높지만, 재정 적자가 크지 않아 부채 수준이 안정적으로 유지될 것이며 스페인은 경기 호황에 힘입어 부채 비율이 점진적으로 낮아질 것이다. 독일은 대규모 재정 적자가 상당기간 이어질 예정이나, GDP 대비 부채 비율이 62%에 그쳐 큰 문제가 되지 않는다. 연간 GDP 대비 부채 비율이 2%pts씩 높아지더라도 10년 후 부채 비율은 GDP 대비 80% 내외로 주요국 중 최저 수준일 것이다. 중장기적으로 부채가 경제를 지원할 여력이 남아있다는 것은 유로존 성장을 지지하는 요인이다.

유로존 각국 정부 수지 전망(2025 vs 2026): 독일 주도의 완만한 재정 확대



자료: European Commission, 삼성증권

프랑스 리스크 점검

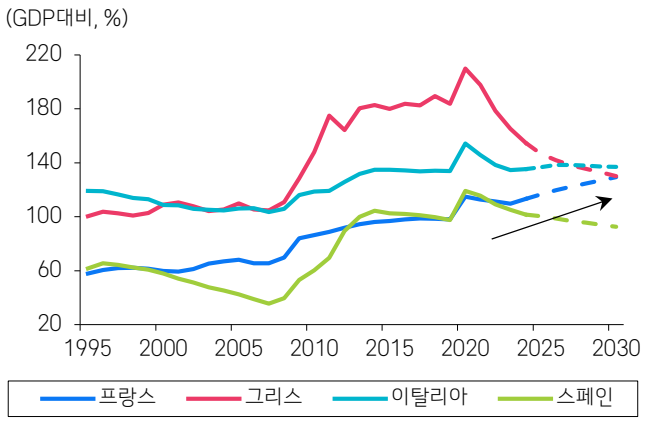
문제가 될 수 있는 것은 프랑스이다. 프랑스는 정부 부채가 높은 상황이며, 수년간 재정 적자가 통제되지 않을 가능성이 있는 국가이다. IMF에 의하면 프랑스의 정부 부채는 GDP 대비 113%이며, 2030년 130%까지 높아질 것으로 예상된다. 재정 적자는 GDP 대비 5%를 상회하는 높은 수준인데, 2030년까지 유의미하게 낮아지지 않을 전망이다.

프랑스의 재정 건전성 문제가 이어지는 이유는, 마크롱의 중도파 단독으로는 재정 건전성 확보를 위한 긴축 조치를 의회에서 통과시킬 힘이 없기 때문이다. 프랑스 의회는 마크롱의 중도파, 극우(국민연합), 좌파, 기타의 4블록으로 나뉘어 있는데, 적극적인 재정 긴축을 추구하는 블록은 중도파뿐이다. 프랑스 좌파와 극우는 정도의 차이는 있으나 모두 적극적인 재정 긴축에 반대한다. 그러나 중도파의 의석 비율은 29%에 불과하다. 지난 1년간 중도파 총리들이 연달아 불신임 또는 사임한 것, 연금 개혁이 중지된 것도 중도파 지지 기반이 취약한 영향이다. 마크롱 대통령과 중도파가 현 의회 구성에서 1) 안정적인 통치와 2) 재정 건전성 개선을 동시에 달성할 수 없다는 점은 분명해지고 있다. 중도파는 좌파의 협조 없이 정책 추진이 어려우며, 마크롱 대통령 지지율은 15% 내외에 불과해 남은 임기 레임덕에 시달릴 것이다.

이를 감안하면 2027년 프랑스 대선은 중요 변수가 될 수 있다. 중도파 진영이 패배한다면, 재정 건전성 우려는 심화될 가능성이 높다. 더 나아가, 극우 대통령이 등장하는 경우 EU 공동의 정책 추진에도 제동이 걸릴 것이라는 전망이 확산되며 유럽 통합에 대한 회의론도 부각될 수 있다. 프랑스 극우의 승리 가능성은 그 어느 때보다 높다. 적어도, 1차 투표에서는 극우 우위가 나타날 가능성이 높다. 통상적으로 프랑스의 결선투표제는 중도파에 유리하게 작용하나, 2027년 대선에서의 승리를 장담할 수는 없는 상황이다.

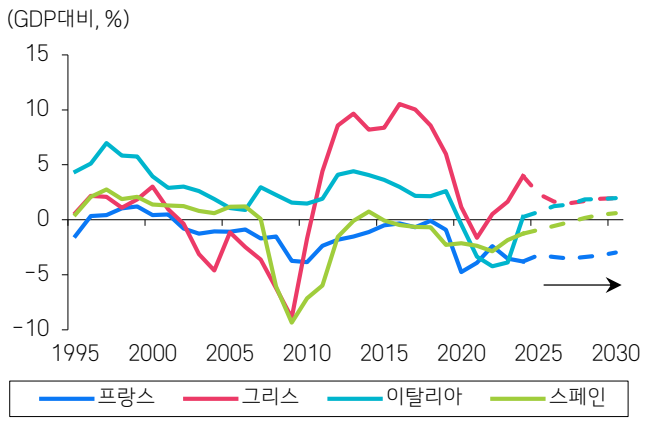
2026년 중에도 프랑스의 혼란은 지속될 것이나, 유로존 내 타 국가로의 전이 가능성은 낮다. 2010년대 유럽 재정위기 구간과 다르게, 유로존 국가들의 재정 건전성은 양호하다. ECB 정책 대응 여력도 충분하다. ECB는 TPI를 통해 채권시장을 안정시킬 수 있을 것이다. 프랑스가 TPI 대상이 될지는 논쟁 여지가 있으나, 적어도 프랑스 외 국가의 금리까지 동반 급등하는 경우라면 ECB는 프랑스 외 채권시장에 개입할 것이다. ECB 정책 금리가 2.0%로 중립 수준이기에 프랑스발 금융시장 패닉이 심화되는 경우라면 금리 인하 또한 가능한 선택지이다. 프랑스의 혼란은 이어질 가능성이 높지만, 한동안 프랑스만의 문제로 남을 것이다.

주요국 정부 부채: 프랑스 부채 심화 흐름 이어질 것



자료: IMF

주요국 재정 수지: 프랑스 적자는 현 수준에서 유지



자료: IMF

III-3. AI 투자 시대에서 유럽의 위치

AI 사이클에서 뒤처지는 유럽

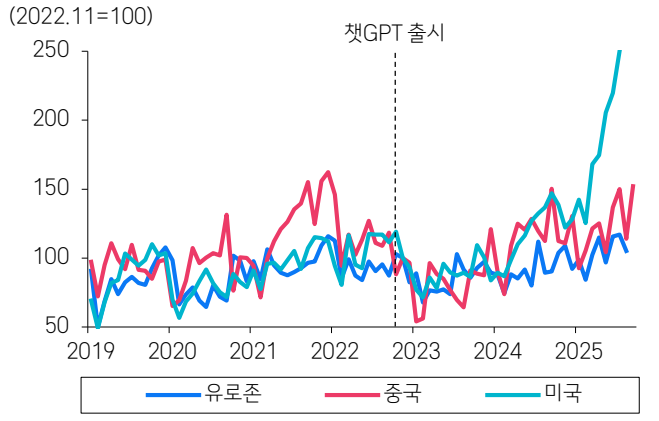
미국, 중국 주도의 AI 투자 붐이 이어지고 있다. AI에 대한 수익성, 실용성 논쟁이 이어지고 있으나 적어도 AI 투자 슈퍼사이클이 이어지고 있다는 점은 분명하다. 미국 빅테크의 투자 계획에서도 나타나듯 AI 관련 투자는 2026년에도 고공 행진을 이어갈 것이며, AI 투자 사이클은 2028년 또는 그 이후까지 이어질 가능성도 있다.

유럽 경제 또한 글로벌 AI 투자가 확대되는 과정에서 혜택을 누릴 것이나, 그 영향은 미국에 비해 미미할 것이다. 2022년 말 ChatGPT 발표 이후 미국과 중국에서는 컴퓨터 및 관련 부품 수입은 급증했지만, 유로존의 관련 수입은 거의 증가하지 않았다. AI 관련 소비 및 투자 열기가 상대적으로 낮다는 것이다. 기업 차원의 투자 역시 미미하다. 유럽에서 빅테크라고 할 수 있는 기업은 ASML과 SAP 등 소수인데, 모두 AI 투자를 선도하는 기업은 아니며, 향후 투자 계획 역시 미국 빅테크 대비 크지 않다. 유럽은 GDP 대비 AI 민간 투자 비율, 연구자 수, 논문 수 등 대부분의 정량적 척도에서 미국, 중국 대비 열위이다.

유럽 각국의 재정 지출도 AI 투자를 견인하지 못할 것이다. 독일의 재정 확대는 주로 운송 인프라와 국방비에 투입된다. 독일 인프라 특별기금(SVIK) 계획에 의하면, 2026년 인프라 투자 589억 유로 중 절반에 가까운 213억 유로는 운송 인프라에 투입 예정이다. 연구개발과 디지털화 등 AI 관련 영역으로 볼 수 있는 지출은 95억 유로에 불과하다. 프랑스의 경우도 에너지 및 운송 분야에 대한 지출이 핵심이며, AI 관련 계획은 20억 유로 내외에 그친다. 스페인과 이탈리아 역시 IT 지출 계획은 크지 않으며, 그조차도 AI가 아닌 분야(공공 부문 디지털화, 통신망 개선 등)에 주로 투입될 예정이다. 민간 차원에서든, 정부 차원에서든 이번 사이클에서도 유럽이 미국과의 투자 격차를 좁히기는 어렵다.

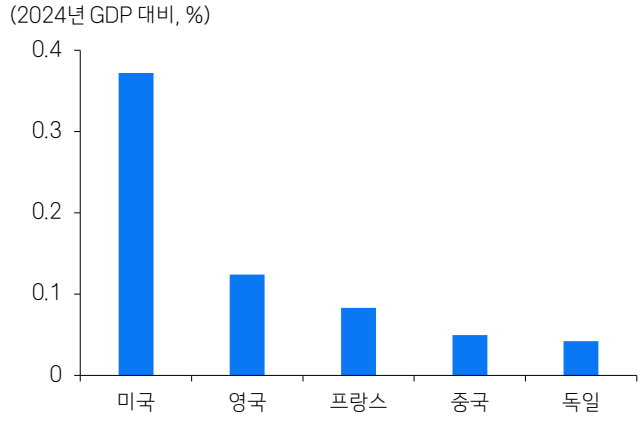
IT 투자 사이클에서 유럽이 상대적으로 뒤처지는 것이 새로운 일은 아니다. 1980년대 개인 PC 사이클, 1990년대 후반 닷컴 붐(닷컴 버블), 2010년대 스마트폰 & 클라우드 사이클 등 주요 IT 투자 붐 구간에서 유럽은 항상 IT 투자를 주도하기보다 간접적인 수혜를 누리는 쪽이었다.

컴퓨터 및 관련 장비 수입: 미국, 중국과의 격차 확대



자료: UN Comtrade, 삼성증권

AI에 대한 민간 투자 (2024)

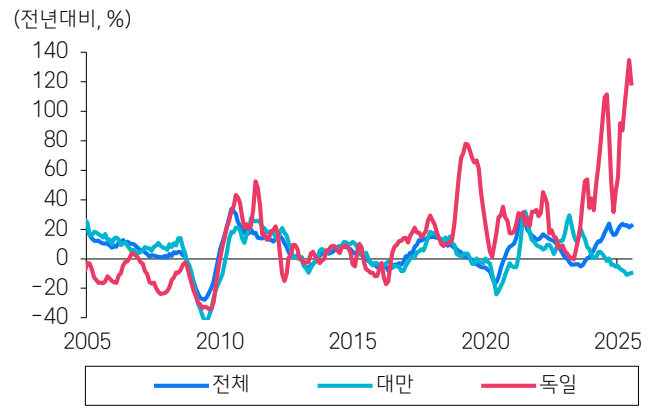


자료: Artificial Intelligence report 2025

지난 4차례의 미국 주도 IT 붐 사이클(닷컴, 스마트폰, 클라우드, AI)에서 미국의 핵심 IT 수요 증가는 일관되게 유럽 외 제조 국가에 집중되었다. 유럽은 역사적으로, IT 투자 붐에서 직접적인 수혜를 거의 누리지 못했다. 90년대 중반부터 2000년대 초반까지 이어진 닷컴 버블 구간에서는 통신장비와 PC 및 서버에 대한 미국 수요가 급증했는데, 상당 부분은 유럽이 아닌 대만과 멕시코에서 공급되었다. 스마트폰과 클라우드 관련 투자 확대 구간에서도 관련 품목 대미 수출 급증은 중국 중심으로 나타났다.

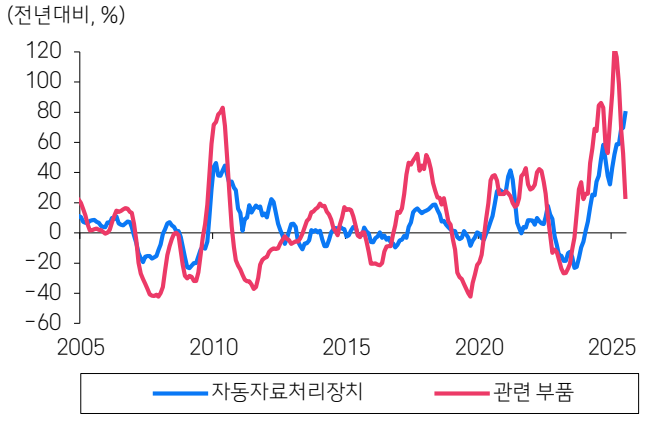
현 사이클에서도 유럽이 직접 수혜를 누리지 못하고 있다는 점은 다르지 않다. 이번 사이클의 핵심 품목은 원자로, 보일러, 기계류(HS code 84)이다. 그중에서도 미국의 수입 수요는 자동자료처리기계(HS code 8471)와 관련 부속품(HS code 8473)에서 급증하고 있다. 즉 컴퓨터 및 관련품, 서버, 저장 장치가 AI 사이클의 핵심 품목이다. 올해 7월 기준, 독일을 비롯한 주요국의 관련 품목 대미 수출은 전년 대비 -10% 수준에 머무는 반면, 대만의 관련 품목 대미 수출은 전년 대비 +118%를 기록했다. 이번 사이클에서 미국 수입 수요 급증의 직접 수혜를 누리고 있는 것은 대만 등 아시아 제조 국가들이다.

미국의 기계류(HS code 84) 수입: 유럽 직접 수혜는 제한적



자료: U.S. Census Bureau, 삼성증권

미국의 컴퓨터, 서버, 저장 장치 수요가 급증



자료: U.S. Census Bureau

미국 주도 IT 붐 사이클에서 유럽의 수혜는 주로 간접 경로를 통해 나타났다. 미국 소비자들의 소비가 개선되는 과정에서 반사이익을 얻었던 것이다. 과거 미국 주도 IT 붐 구간에서 유럽의 수출 개선 및 경기 개선을 이끈 것은 IT 품목이 아닌 IT 외 내구재와 자본재, 그리고 고급 소비재였다.

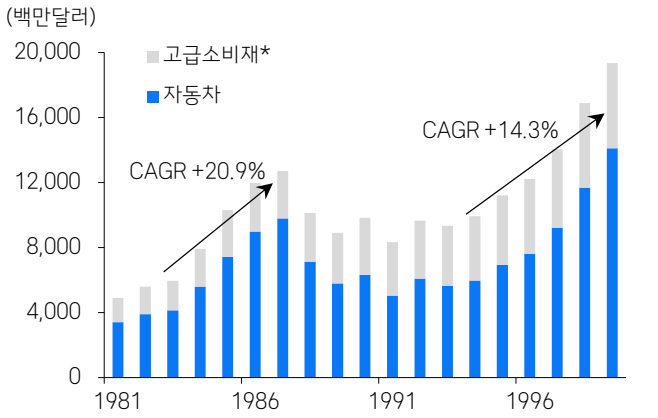
1980년대 중반 미국 주도 PC 및 반도체 사이클에서는 IT 투자 확대뿐 아니라 미국의 감세 정책 등 정책적 지원까지 겹치며 미국의 성장률은 1984년 7.2%를 기록하는 등 크게 반등하였다. 미국 경기의 호조는 세계 경제 전반에 활력을 불어넣었고, 이는 유럽에 외생적 경기 부양 요인으로 작용했다. 미국의 무역적자 확대 구간에서 서독과 같은 수출 주도 경제의 수혜가 두드러졌으며, 서독 수출 중 미국의 비중은 1980년 7.1%에서 1985년 10%까지 높아지게 된다. 이 시기 유럽 주요국의 대미 수출 증가를 견인한 것은 자동차와 고급 소비재, 그리고 기계류였다. 1990년대 중반부터 2000년대 초반까지 이어진 닷컴 및 텔레콤 붐에서도 유럽의 대미 수출 급증은 IT 외 품목에서 두드러졌다. 미국의 수입 수요가 급증했던 통신장비, 컴퓨터, 전자기기 등에서 유럽의 수출은 미미하게 증가한 반면 자동차, 항공, 의약품, 기계류 수출은 급증했다.

미국 주도 IT 붐 구간에서, 유럽의 경제 지표는 대체로 개선되는 모습을 보였으나 미국과 비교했을 때 회복 강도와 시기에는 뚜렷한 차이가 있었다. 80년대 PC 사이클에서, 유럽의 성장률은 미국 대비 1년 이상 후행한 것으로 나타나며 그 강도 또한 미국 대비 낮았다. 서독의 1983~1985년 연평균 성장률은 2.3%를 기록했는데, 이는 동 기간 연평균 성장률 5.0%를 기록한 미국과 대조된다. 실업률 또한 미국은 1983년부터 1990년까지 일관적인 하강 흐름을 보였으나, 유럽은 1986년 이후에야 하강하는 흐름을 보였다.

1990년대 후반 닷컴 붐 구간에서도 유럽의 경기 회복은 완만한 강도로, 미국을 후행해 나타났다. 미국은 1996~1999년 연평균 4.4%의 성장률을 기록했으나 유럽의 성장률은 1997년경부터 성장률 2% 후반대에 진입하게 된다. 제조업 설비가동률이 장기 평균을 상회하기 시작한 것도 1997년 하반기 이후이다. 2000년에는 EU 성장률이 3.9%까지 높아지기도 했으나, 이는 여전히 4%를 상회한 미국보다는 소폭 낮은 수준이었다. 전반적인 유럽 경제가 호황 국면에 진입했다는 인식은 닷컴 사이클이 중반부를 넘어간 1999년 이후 확산되었다.

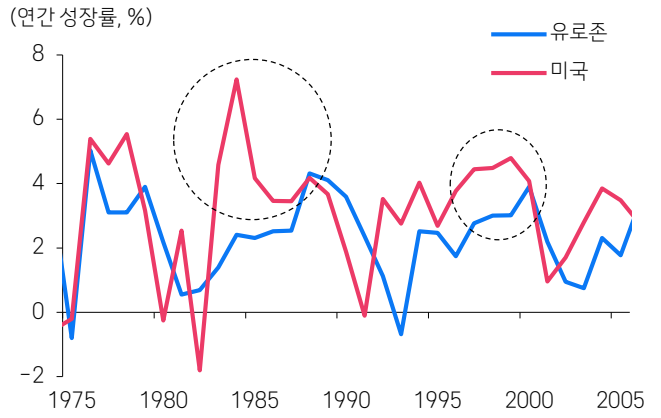
물론, 미국 주도 IT 붐 구간에서 유럽의 경기 변동을 미국의 IT 투자 사이클만으로 설명하는 것은 무리다. 예를 들어, 1980년대 중반 미국 경제의 빠른 반등에는 미국의 금리 인하, 레이건 행정부의 대규모 감세와 국방 지출 확대 등 정책 요인도 크게 작용했다. 2010년대에도, 스마트폰과 클라우드 투자 확대 사이클에서 유럽은 재정 위기로 인한 금융 불안과 민간 투자 부진을 겪으며 회복이 지연되었다. 이는 각 경제의 정책 조합 등 IT 사이클 외적인 요소가 각 경제의 회복 경로와 회복 강도에 중대한 영향을 미쳤음을 보여준다.

미국 IT 투자 확대 구간 유럽 자동차 및 고급 소비재 수출은 급증



참고: 음식료, 주류, 향수, 가죽 제품, 의류 등 합산
자료: UN Comtrade, 삼성증권

IT 투자 확대 구간 미국 성장률은 유럽을 상회한 경험

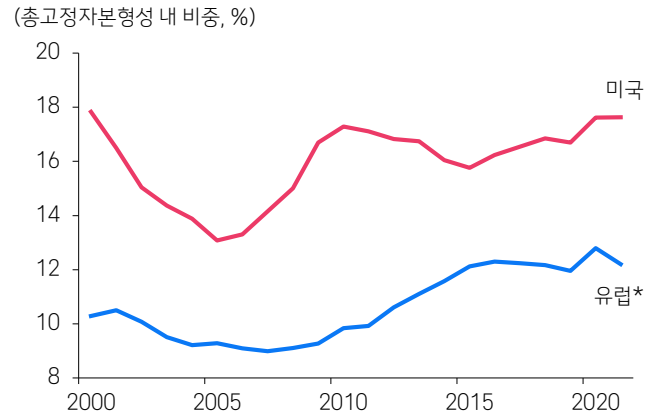


참고: 점원은 미국 주도 IT 투자 확대 구간
자료: Worldbank

장기적으로 보면, 미국 IT 붐으로 인한 유럽의 반사이익은 부분적이고 단기적이었다. 유럽은 IT 사이클로 인한 단기적인 경기 개선 효과만을 부분적으로 누렸을 뿐 그 영향을 내재화하는 데 어려움을 겪었다. 유럽 각국이 IT 투자를 이어갔으나, 투자 규모나 기술 활용 수준은 미국만큼 크지 않았고 생산성 통계에도 큰 개선이 나타나지 않았다. 서유럽 주요국의 생산성은 1980년대 이후 뚜렷한 둔화를 보이기 시작했으며, 1995년 이후에는 미국과 큰 격차로 벌어지기 시작했다. 이는 유럽이 IT 사이클과 신기술을 충분히 활용하지 못하고 과거의 성장 패턴에 정체되었음을 시사한다. 유럽의 1인당 GDP 또한 1980년까지는 미국에 수렴해 가는 모습을 보였으나, 1980년대 이후에는 오히려 후퇴하기 시작했다. IT 사이클의 수혜를 온전히 누리지 못했다는 점은 유럽의 구조적 성장잠재력 저하 요인 중 하나로 지목된다. 유럽 경제는 전후 황금기를 지나 1980년대에 접어들며 성숙기에 진입했는데, 미국이 새로운 IT 투자를 이어갈 동안 유럽은 기존 제조 강국의 지위를 유지하는 데 그친 측면이 있다.

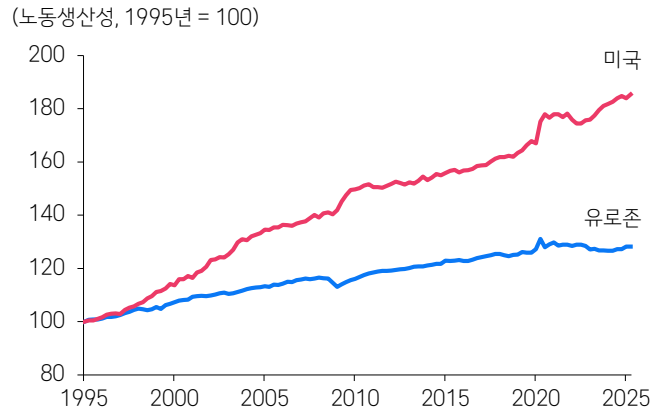
종합하면, 현재 진행 중인 AI 투자 슈퍼사이클에서 유럽의 역할과 위치가 앞선 사이클과 비교해 유의미하게 달라졌다고 보기 어렵다. 직접적인 수혜를 얻을 수 있는 분야는 제한적이며, 관련 수출에서도 유의미한 증가는 관찰되지 않는다. 민간과 공공 차원에서의 투자 역시 크게 뒤처진다. 민간 투자는 미국 기업에 집중되어 있으며, 유럽의 정부 지출은 AI가 아닌, 전통 인프라와 국방비가 핵심이다. 이번 사이클에서도 유럽은 교역 확대에 따른 제조업 개선 및 수출 증가라는 간접적인 경기 부양 효과를 누리는 데 그칠 것으로 예상된다.

미국과 유럽*의 ICT 투자 격차 지속



참고: 유럽 주요 4개국(독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인) 평균
자료: OECD, 삼성증권

미국과 유로존의 생산성 격차는 지속적으로 확대



자료: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, 삼성증권

III-4. ECB 통화정책 전망

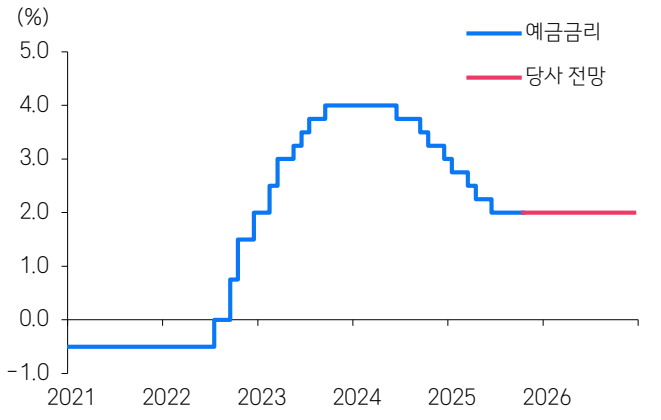
ECB는 2026년 동결 전망

ECB는 2026년 중 정책 금리를 동결할 것으로 전망한다. 9, 10월 ECB 통화정책회의는 ECB의 'wait-and-see' 스탠스가 유지되고 있음을 확인할 수 있는 이벤트였다. 라가르드 총재의 "우리는 좋은 상태에 있다(…we are in a good place)"는 발언에서 보이는 것처럼, ECB는 현 금리 수준이 적절하다고 평가하고 있다. ECB의 9월 경제전망에서 2025, 2026년 성장률 전망은 1.2%와 1.0%로, 물가 상승률 전망은 2.1%와 1.7%로 제시되었다. ECB는 유로존의 2025~2026년 성장률이 잠재 수준에 근접할 것으로 예상하며, 물가 상승률은 대체로 2% 수준에 부합할 것이라는 시각을 유지하고 있다.

최근 발표된 일련의 데이터 또한 ECB의 경기 및 물가 판단에 정확히 부합한다. 유로존의 10월 PMI와 3분기 GDP 모두 시장 예상을 상회한 바 있으며 유로존 소비자 물가(HICP) 상승률은 올해 3월 이후 1.9~2.2% 레인지에서 안정적으로 유지되고 있다. 유로존 경제 지표가 양호한 흐름을 이어가는 가운데 주요국 무역협정 타결, 독일의 재정 지출 확대, 미국 보험성 금리 인하 등의 요인이 더해지고 있어 추가 금리 인하의 필요성은 낮아지고 있다. 12월 통화정책회의 시점에서 ECB 경제 전망이 업데이트될 텐데, 2028년까지의 인플레이션 전망이 유의미하게 낮아지지 않는다는 것이 재확인된다면 동결 기조 연장에 대한 확신을 좀 더 가질 수 있을 것이다.

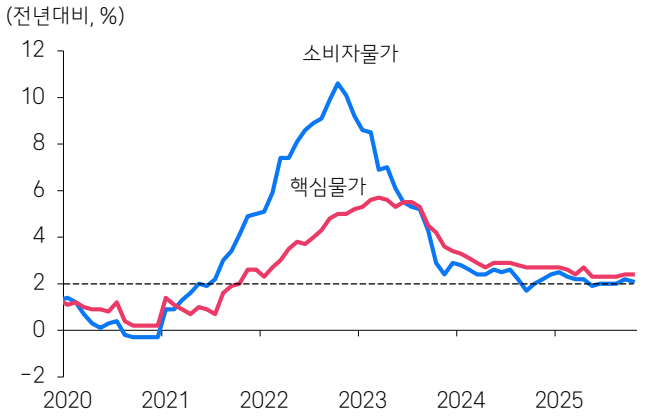
ECB의 추가 금리 인하 기준은 높은 것으로 추정된다. 라가르드 총재는 9월~10월 ECB 회의 이후 기자회견을 통해 인플레이션의 상승 위험도 배제할 수 없다고 밝힌 바 있다. 또한, 물가 상승률이 2027년까지 2%를 지속적으로 소폭 하회할 것으로 예상되나 이 정도의 괴리는 정책 결정에 영향을 주지 않을 것이라 밝히고 있다. 이는 유로존 경제 지표 쇼크가 이어지지 않는 한, 단기간 내 추가 금리 인하를 기대하기 어려움을 확인시켜 준다.

ECB 정책 금리 추이 및 전망: 2026년 중 동결



자료: European Central Bank, 삼성증권

유로존 소비자 물가(HICP): 2% 수준에서 유지

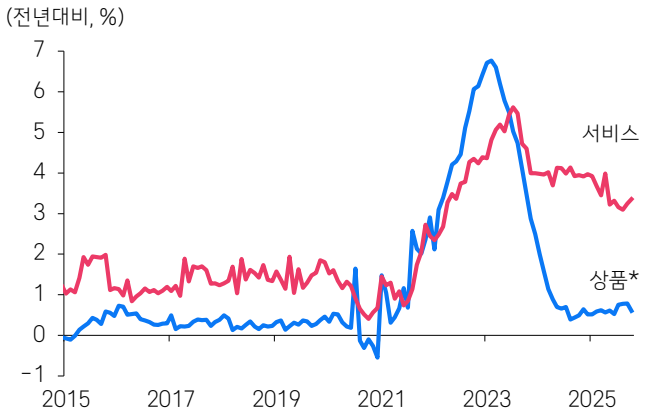


자료: Eurostat, 삼성증권

중기적으로는, 유로존 인플레이션 압력을 높일 수 있는 요인들이 나타나고 있다. 우선, 유로존 실업률은 6.3%로, 역사적 저점 수준까지 낮아졌다. 글로벌 금융위기와 유로존 재정위기 이후 실업률이 급등했던 남유럽의 노동시장이 장기간에 걸쳐 회복한 결과다. 이탈리아와 스페인의 실업률은 유로존 재정위기 구간에서 각각 15, 20%를 상회했으나, 최근에는 6.1%와 10.5%까지 낮아졌다. 2010년대와 비교하면, 노동시장 발 인플레이션이 발생할 수 있는 환경에 점점 가까워지고 있다는 것이다. 이를 반영해 유로존의 임금 상승률 또한 역사적 평균을 크게 상회하는 흐름을 최근까지 이어왔다. 2026년 중 당사 전망대로 경기 개선 흐름이 지속된다면, ECB 매파들은 금리 인상을 주장하기 시작할 수도 있다.

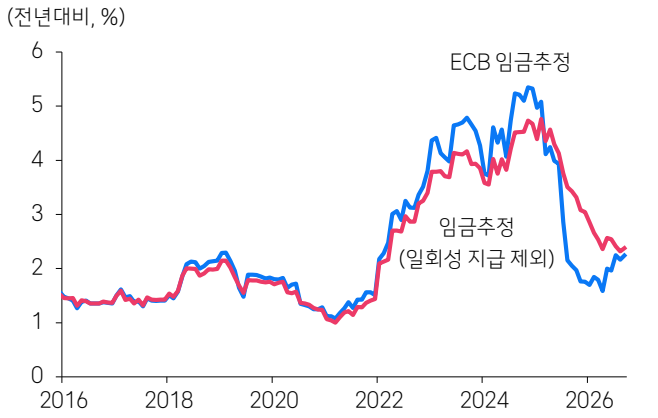
다만, 그러한 시나리오에서도 2026년 금리 인상을 전망하는 것은 시기상조라는 판단이다. 유로존 경기 회복, 독일 주도의 재정 확대, 스페인을 비롯한 남유럽 경기 호조 지속은 ECB 금리 인상으로 이어질 수 있는 요인이나, 아직까지는 인플레이션의 추세적 반등 시그널이 뚜렷하지 않다. 유로존의 인플레이션 대부분을 설명하는 서비스 물가는 큰 흐름에서 보면 2024년 말부터 둔화 흐름을 이어가고 있다. 유로존 내 구인광고 건수는 완만하게 하락하는 흐름이고, ECB의 임금 추적기는 내년 말까지 노동시장발 임금 상승 압력이 낮아짐을 보여준다. 이는 현재의 비교적 높은 임금 상승률과 서비스 물가 상승률이 2026년 중에는 둔화 흐름을 이어갈 가능성을 보여준다. 유로존 내 인플레이션 상방 압력이 나타나는 시점은 2026년이 아닌 그 이후가 될 가능성이 높다.

유로존 서비스 물가 vs 상품물가: 서비스 물가 둔화세 지속



자료: Eurostat

ECB 임금 추적기: 2026년까지 임금 상승률은 둔화



자료: Eurostat

4. 글로벌 교역 전망

'25년 글로벌 교역, 예상과 달리 증가 폭 확대

'25년 글로벌 교역 물량은 '24년 2.7%에 이어 4.5% 내외 증가세를 지속하고 있다. 트럼프의 고율 관세 부과로 교역이 큰 타격을 받을 것이라는 금융시장의 예상과는 정반대의 현상이다. 상호 관세 유예 이후 front-loading 성격의 미국으로의 수출이 일시적으로 크게 늘어난 영향도 없지는 않다. 그렇지만 당사는 1) AI 투자 확대에 따른 반도체 등 관련 산업의 수출 증가, 2) 관세율이 높은 곳에서 낮은 곳으로의 수출 및 생산 전환, 3) 중국의 미국 외 지역에 대한 수출 확대, 4) 각국 중앙은행의 금리 인하에 따른 내구재 수요 회복 등이 예상을 상회한 '25년 교역량 회복의 주된 요인으로 판단한다.

'26년 글로벌 교역, 장기 평균을 상회하는 3.5% 예상

'26년에도 해당 요인들은 여전히 유효하며, 그에 따라 글로벌 교역 증가율은 장기 평균을 상회하는 3.5%로 예상된다. 우선, '26년 AI 투자 증가율은 '25년보다 낮아지나 최소한 15% 이상을 기록할 전망이다. 이는 '26년 미국의 빅테크 기업들의 설비투자 전망이 상향되고 있고, 대형 업체를 제외한 다양한 AI 클라우드 서비스 업체 그리고 '소버린 AI' 투자까지 감안한 수치이다. 또한, 중국 수출의 다변화가 지속될 전망이다. 이는 미-중 양국의 디커플링 과정에서 일종의 완충지대인 동남아 지역에 대한 중국의 중간재 수출 증가, 중국 해외 진출 확대, 수출 다변화 등의 영향이다. 마지막으로 Fed, BOE 등의 추가적인 금리 인하가 예상된다. 특히, Fed의 금리 인하는 미국의 내구재 소비 확대는 물론 달러 강세 완화로 이어지며 글로벌 교역에 더욱 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

글로벌 교역 증가는 한국 경제 및 수출에 긍정적

'24년부터 시작된 글로벌 교역의 증가는 과거와는 달리 일부 지역과 산업에 집중된 양상을 보이고 있다. 이는 AI 중심의 투자 증가, 미-중 간 탈동조화 확대, 미국의 관세를 통한 리쇼어링 정책 추구 등의 영향이다. '26년에도 이러한 양상은 다소 완화되지만 지속될 전망이다. 다만, 당사는 과거와는 패턴이 다르더라도 글로벌 교역의 증가는 제조업 비중이 높은 한국 경제에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 당사의 '26년 한국 성장률과 수출 전망은 각각 2.2%와 9.5%로 금융시장 전망(Consensus Economics 기준 각각 1.8%와 3.0%)보다 높은 것도 글로벌 교역에 대한 긍정적인 전망에 근거한다.

IV-1. 글로벌 교역 현황과 전망

연초 예상과 달리 '25년 글로벌 교역 물량 상승; '26년에도 과거 평균보다 높은 증가율 예상

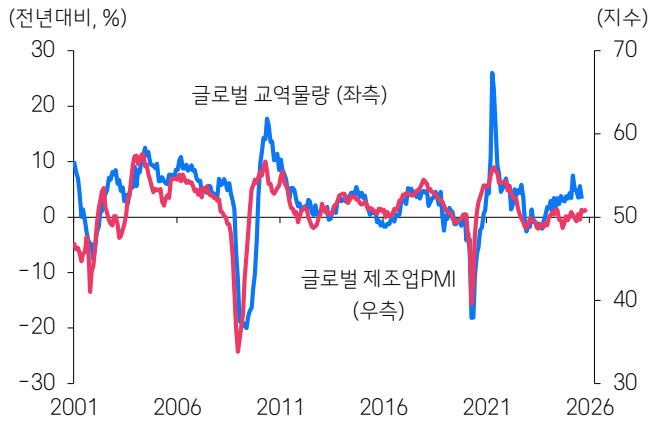
'24년에 이어 '25년에도 글로벌 교역이 증가세를 지속하고 있다. 글로벌 무역 상황을 집계하여 발표하는 네덜란드 CPB에 따르면, 글로벌 교역 물량은 '23년 -0.7%를 기록한 이후 '24년에는 2.7%, '25년에는 1~8월 전년 대비 4.7%로 증가율이 더욱 높아졌다. 이러한 현상은 트럼프의 고율 관세 부과 이후 미국의 수입이 큰 폭으로 줄면서 교역이 큰 타격을 받을 것이라는 상반기 중 금융시장의 전망과 정면으로 배치된다. 물론 상호 관세 유예 이후 각국에서 front-loading 차원의 미국에 대한 수출이 일시적으로 크게 늘어난 영향도 없지는 않았을 것이다.

당사는 이처럼 당초 예상과 달리 미국 관세정책이 글로벌 교역에 결정적이지 않았던 이유를 1) 미국의 AI 투자 확대에 따른 반도체 등 관련 산업의 수출 증가, 2) 관세율이 높은 곳에서 낮은 곳으로의 수출 및 생산이 전환되면서 나타난 효과, 3) 중국의 미국 외 지역에 대한 수출 확대, 4) 각국 중앙은행의 금리 인하에 따른 내구재 수요 회복 등으로 판단한다. 또한, 이처럼 올해 들어 글로벌 교역에 긍정적인 영향을 미쳤던 네 가지 요인들은 '26년에도 정도는 차이가 있더라도 유효할 전망이다.

한편, 최근 들어서는 확대되던 미국과 중국의 무역 갈등이 점차 봉합되는 양상으로 전개되고 있고, 미국과 일본, 한국 등의 협상도 마무리 국면에 접어들고 있다. 물론 이전 사례를 감안할 때, 미국발 무역 불확실성이 단기간 내 해소되지 않고 일시적으로 다시 고조될 가능성도 충분하다. 다만, 당사는 더 이상 해당 요인이 글로벌 교역 확대에 결정적인 걸림돌(headwind)로 작용하지 않고, 오히려 무역 관련 불확실성 완화가 긍정적인 촉매제로 작용할 개연성이 높다고 판단한다.

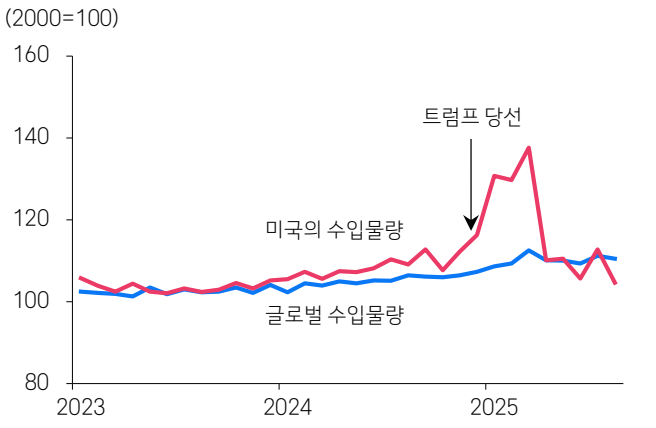
그에 따라 당사는 '26년 글로벌 교역 물량은 전년 대비 3.5%로 '25년의 4.5%보다는 낮으나 지난 20년 평균보다 높은 확장세를 지속할 것으로 전망한다. 이러한 교역 및 경제 여건 변화는 당연히 제조업 비중이 높은 한국 경제에 긍정적일 전망이다. 그에 따라 '26년 한국 수출은 반도체만 양호했던 '25년과 달리 자동차를 비롯한 내구재의 회복이 뒤따를 것이다. 당사의 '26년 한국 성장률과 수출 전망은 각각 2.2%와 9.5%로 금융시장 전망(Consensus Economics 기준 각각 1.8%와 3.0%)보다 높은 것도 글로벌 교역에 대한 긍정적인 전망에 근거한다. 참고로 '25년 9월 발표된 한국은행의 성장률 전망은 1.6%, 수출 전망은 -0.9%로 당사의 큰 차이를 보이는데, 이는 주로 반도체 업황에 대한 전망 차이에서 비롯된다.

글로벌 제조업 PMI과 글로벌 교역 물량은 동행



자료: S&P Global, CPB, 삼성증권

'25년 미국의 수입 물량 추이



참고: 물량 기준
자료: CPB, 삼성증권

IV-2. 글로벌 교역 확대 전망의 근거

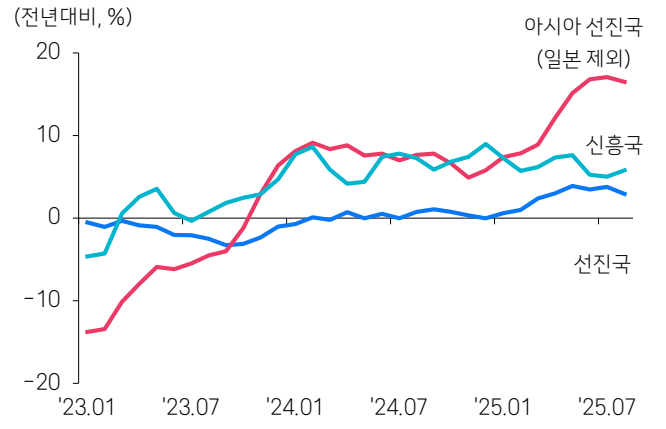
AI 투자 확대가 글로벌 교역 물량 회복을 견인

지난 24년간 글로벌 교역 물량은 글로벌 제조업 PMI와 밀접한 관계를 보여왔다. 그렇지만 올해 들어 글로벌 제조업 PMI는 지난해에 비해서 완만하게 상승한 반면, 글로벌 교역 물량은 4.7%를 기록했다. 이처럼 두 지표의 괴리가 확대된 사례는 '03년 IT 버블 붕괴 직후, '10년 글로벌 금융위기 직후, '21년 팬데믹 세 차례에 불과하다. 특히, 올해처럼 글로벌 제조업 PMI의 회복세가 뚜렷하지 않은 상황에서, 교역 물량이 확대된 사례는 지난 24년간 '03년이 유일한 사례이다. 반면, 다른 두 차례의 경우 글로벌 교역량의 급등락에 따른 차이에서 발생한 괴리에 불과하다고 볼 수 있다.

당사는 이러한 현상을 미국 중심의 AI 투자 확대가 만들어낸 결과로 판단한다. 우선, CPB에서 발표하는 일본 제외 아시아 선진국(한국, 대만, 싱가포르)의 수출물량 증가가 확연하다. '25년 1~8월 해당 지역의 수출 물량 증가율은 13.6%인데 반해, 글로벌 전체 수출은 4.1%, 선진국은 2.9%에 그쳤으며, 신흥국도 6.1%에 불과하다. 대체로 신흥국의 수출 증가율이 높았다는 점에서, 올해 한국, 대만 등의 이례적으로 높은 수출 증가율은 반도체, 전력기기 등 AI 관련 수출의 증가에서 기인한다고 볼 수 있다. 또한, 이처럼 소수의 국가와 산업에 집중된 제조업 회복으로 인해 전반적으로 글로벌 제조업 PMI나 여타 국가의 산업생산 증가율은 높지 않다. 즉, 현재까지는 글로벌 제조업이 본격적인 회복 국면에 접어들었다고 판단하기 어려운 상황이다.

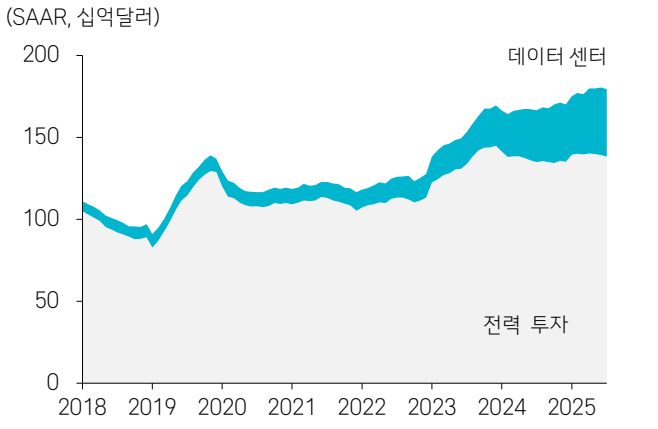
현재까지 AI 투자가 가장 활발한 지역은 역시 미국이다. 전 세계의 데이터센터 현황을 집계하는 Data Center Map에 따르면, 전 세계 데이터센터 중 40%는 미국에 소재한다. 이처럼 AI 관련 투자가 급증하면서, 미국 경제의 성장에서 지난 상반기 미국 성장률은 1.4%(이하 계절 조정 연율)를 기록했는데, 그중 기업 투자가 1.1%pts를 기여했다. AI 투자는 크게 데이터센터 건설, 전력 인프라 구축 그리고 AI 장비 구매 등으로 분류할 수 있다. 해당 통계는 미국 Census Bureau(이하 CB)에서 발표하는데, 현재까지는 '25년 7월까지 집계되었다(8월 이후 수치는 연방정부 shutdown으로 미발표). CB에 따르면, 8월 중 데이터센터 건설에 지출한 금액(value in place)은 412억 달러로 전년 대비 29.7%를 기록했고, 전력 인프라 투자는 1,384억 달러로 2.5% 증가했다.

일본을 제외한 아시아 선진국의 수출 증가가 뚜렷



참고: 물량 기준
자료: CPB, 삼성증권

미국의 데이터센터 건설 규모 확대



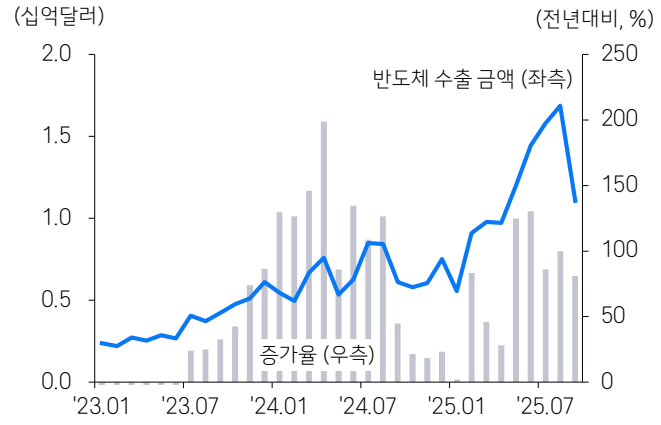
자료: US Census Bureau

데이터센터의 주요한 품목인 반도체의 설계는 미국의 주요 IT 기업에서 담당하지만 생산은 대부분 대만, 한국 등에서 이루어진다는 점을 감안하면, AI 장비 투자는 수출입 통계를 통해서도 추정 가능하다. 컴퓨터 및 주변기기, 그리고 통신장비 수입을 AI 장비 투자로 간주할 경우, 해당 금액은 '25년 7월 404억 달러(계절 조정), 전년 대비 45.5%의 높은 증가율을 기록했다. 한편, 미국의 통계가 발표되지 않고 있는 8~9월 수치의 경우 한국과 대만의 미국에 대한 수출이 proxy가 될 수 있다. 일종의 미러 이미지 기법이다. 각국 관세청 집계에 따르면 한국의 반도체와 대만의 정보통신기기의 미국에 대한 수출은 9월에도 전년 대비 81.0%를 기록했으며, 특히 대만의 경우에는 100.5%를 기록했다. 그에 따라 당사는 9월에도 미국에서 AI 투자는 증가세가 지속되고 있는 것으로 판단한다.

한편, '26년 AI 투자는 현재까지의 집계로는 51.7%인 '25년에 비해 낮아질 것으로 추정된다. Bloomberg에 따르면 금융 시장에서는 미국의 주요 4개 대형 Tech 기업의 '26년 설비 투자(capital expenditure) 규모는 3,797억 달러, 증가율은 '25년보다 낮아진 16.0%로 추정하고 있다(11월 17일 기준). 다만, 해당 수치는 두 달 전에 비해 5% 내외 증가한 수치이고, 주요 업체들의 실적 발표 후 '26년 투자 규모가 더욱 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

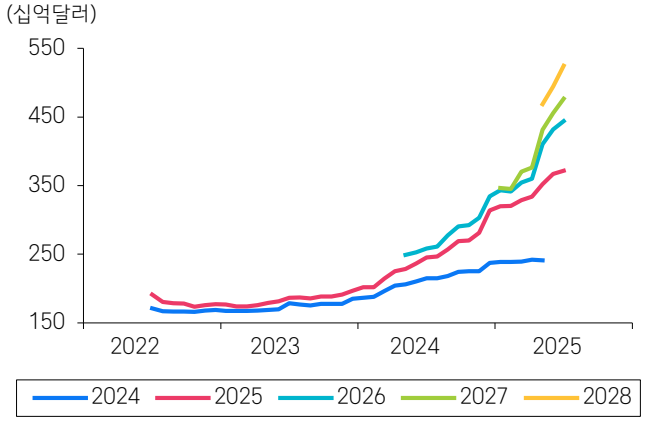
아울러, 해당 수치에는 비상장인 주요 AI 서비스 업체와 4개 대형 업체를 제외한 다양한 AI 클라우드 서비스 업체 그리고 '소버린 AI' 투자는 제외되어 있다. 실제로 가트너에서는 글로벌 AI 하드웨어 투자 증가율을 '25년 70.9%, '26년에는 25%로 추정했으며, 소프트웨어를 포함한 전체 AI는 37.9%로 증가할 것으로 전망한 바 있다. 즉, 올해 글로벌 교역 회복에 큰 기여를 한 AI 하드웨어 투자는 증가율이 둔화되더라도 전반적인 AI 투자에 대해서는 대체로 긍정적으로 전망하고 있는 셈이다. 물론 리스크 요인도 분명히 존재한다. 예를 들어, AI 투자의 자금의 원천이 잉여 현금 위주에서 채권 발행이 점차 증가하는 추세나, 비상장 기업의 투자 자금이 순환적(vendor financing)이라는 지적 등이다.

한국과 대만의 미국에 대한 반도체 수출 크게 증가



자료: 관세청, 대만 재정부 삼성증권

하이퍼스케일러의 AI 투자 계획은 상향



자료: Factset, BCA, 삼성증권

변화하는 글로벌 교역의 지정학

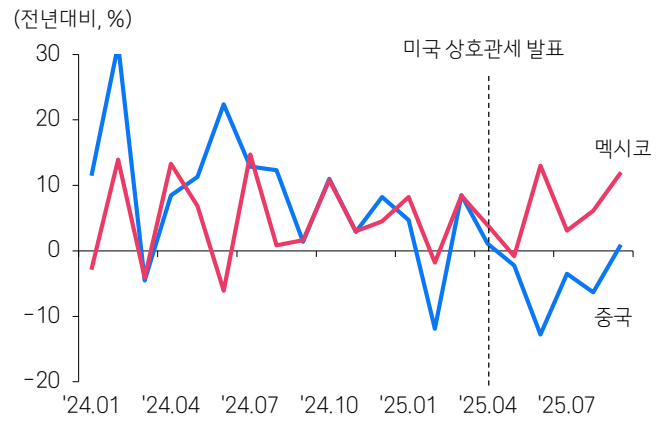
올해 글로벌 교역 증가율이 높았던 또 다른 이유는 예상보다 크지 않았던 트럼프의 관세정책의 영향과 중국 제조업의 경쟁력 상승 및 해외 진출(수출 및 투자) 확대에서 비롯된다. 당장은 첫 번째 이유가 두드러져 보이나, 중장기적으로는 두 번째 이유가 더욱 중요하다. 다시 말하면, 트럼프 관세정책은 중장기적으로 누적된 불균형을 인위적으로 해소하는 과정이지만 중장기적으로 영향이 지속될 것으로 판단되지는 않는다. 반면, 중국의 제조업의 경쟁력 상승과 해외 진출 확대는 이전부터 꾸준하게 지속되어 왔고 앞으로도 이어질 추세이다.

대체로 현재까지 트럼프 정부의 관세정책이 글로벌 교역에 미친 영향은 당초 예상보다 크지 않은 것으로 판단된다. 이는 7월 미국의 관세 수입/총수입, 즉 실질적인 관세율이 9.5%로 미국 정부가 발표한 각국의 상호 관세 및 품목별 관세의 가중평균보다 낮기 때문이다. 이러한 현상은 1) 관세율이 높은 국가에서 낮은 국가로 수입선이 바뀌었고, 2) AI 투자 확대로 낮은 관세율이 적용되는 반도체 등 자본재의 수입이 확대된 영향이다.

관세율이 높은 곳에서 낮은 곳으로 생산이 이동한 대표적인 사례는 중국의 미국에 대한 수출이 1~9월까지 전년 대비 -19%를 기록한 반면, 멕시코의 미국에 대한 수출은 5.6%로 증가했다는 점이다. 이러한 현상은 트럼프 정부의 상호관세 부과에도 불구하고, 여전히 미국과 멕시코 간의 교역의 경우에는 원산지 규정을 준수하면 USMCA 협정에 따라 관세가 부과되지 않기 때문이다. 반면, '25년 1~9월 중국의 멕시코에 대한 수출이 -2.4%를 기록했다는 점에서 멕시코가 트럼프 관세 부과 이후 중국의 우회수출 통로로 활용되었다고 보기는 어렵다. 결국 이러한 현상은 고율 관세가 적용되는 지역에서 저율(또는 무관세)가 적용되는 국가로 생산이 전환되는 효과에서 비롯되며, 그 결과 트럼프의 고율 관세가 글로벌 교역에 미치는 영향이 다소나마 완화되었다고 볼 수 있다.

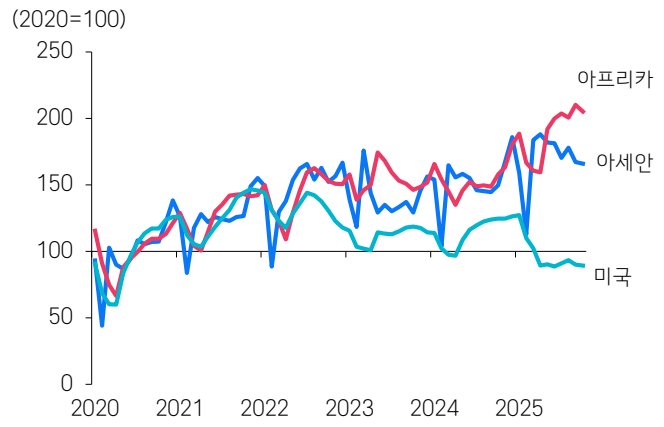
올해 글로벌 교역이 증가한 다른 이유로는 중국의 수출이 상당히 양호했다는 점에도 있다. 중국의 1~10월 누적 수출은 전년 대비 5.3%였는데, 이는 1) 지역별로는 동남아, 아프리카 등 신흥국에 대한 수출이 크게 증가했고, 2) 품목별로는 자동차, 태양광, 전자제품 등의 수출이 증가한 영향이다. 먼저, 중국의 아세안에 대한 수출은 올해 들어 14.3%, 아프리카에 대한 수출은 25.9%를 기록했다. 이는 무엇보다 해당 지역의 성장률이 양호하기 때문이다. IMF에서 아세안의 '25년 성장률은 4.1%, 아프리카(사하라 이남 지역)는 4.1%이며, 수입 증가율은 아세안 4.5%, 아프리카 4.7%로 전망했다.

중국의 대멕시코 수출은 (-)이나 멕시코의 대미 수출은 (+)



자료: 중국 해관총서, Bank of Mexico, 삼성증권

중국의 대미 수출은 부진한 반면 신흥지역에 대한 수출은 양호



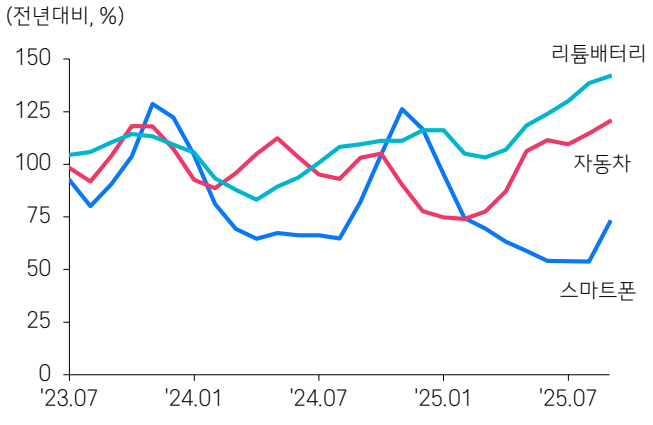
자료: 중국 해관총서, 삼성증권

이러한 중국의 아세안 지역에 대한 수출 증가에 대한 해석은 엇갈린다. 일부에서는 미국과의 무역 분쟁으로 중국기업들이 생산지를 이동시키거나(re-routing), 심지어 원산지를 바꾼 영향이 크다고 주장한다. 물론 그러한 행태의 영향이 없지는 않으나, 당사는 그보다는 그간 진행되어 온 중국의 중간재 수출 비중 확대가 가장 중요한 요인으로 판단한다. 이는 1) 생산지역 이동이 단기간 내 수월하게 진행되기는 어렵고, 2) 중국의 대체 지역으로 언급되는 베트남의 대미 수출과 대중 수입이 올해 4월 이후 정체이며, 3) '18년 무역 분쟁 당시 원산지 조작으로 의심되는 비중이 1% 미만에 그쳤으며, 4) 중국뿐만 아니라 한국, 일본 등에서도 아세안에 대한 수출이 지속적으로 증가하고 있다는 점 등에 근거한다.

한편, 최근 들어 중국의 품목별 수출에서도 변화의 징후가 뚜렷하게 나타나고 있다. 우선, 줄곧 수출 1위를 지켜왔던 휴대폰 수출이 '24년 -2.8%를 기록한 데 이어, '25년 1~9월에도 -9.9%로 부진했다. 아울러, 태블릿과 노트북의 경우에도 휴대폰과 비슷하게 '24년 2.8%, '25년에는 -7.0%를 기록했다. 반면, 중국이 자체적으로 육성해 왔던 리튬이온 배터리는 지난 10년간 10배 이상 증가했으며, '25년에도 26.8%를 기록했다. 자동차의 경우에도 '20년 10억 달러에 불과했으나 '24년에도 319.8억 달러, '25년 1~9월에도 전년 대비 2.4% 증가한 260.5억 달러를 기록했다. 다만, 자동차 수출은 '20년 이후 '23년까지 가파르게 증가했으나, '24~25년은 주춤한 상황이다(내연차 0.4%, 전기차 2.4%). 이는 글로벌 수출 1위를 달성한 이후 중국 전기차 수출에 대한 각국의 견제가 확대된 영향이다. 한편, 통관이 간소한 소액 품목의 수출은 올해 들어 40.9%를 기록하며, 중국 수출품 중 1위로 올라섰다.

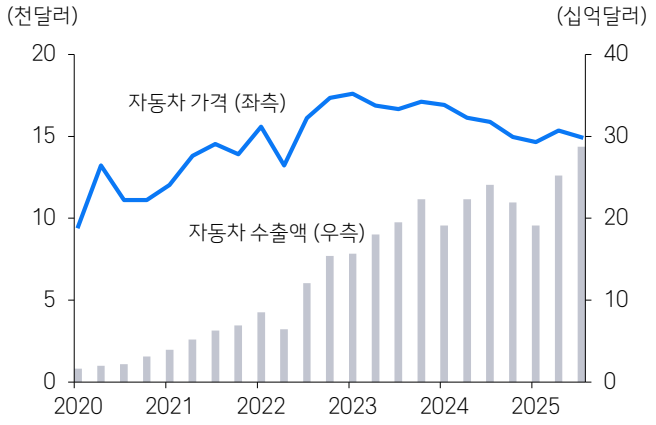
중국의 주요 품목별 수출 추이에서 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 미국과의 무역 분쟁, 글로벌 탈동조화(decoupling), 생산 다변화 등으로 중국 수출이 부정적인 영향을 받았다. 이는 휴대폰, 노트북 등의 수출 감소에서 알 수 있다. 물론, 해당 제품군의 부진한 수요 영향도 있지만 생산지 다변화 추세의 영향도 크다고 판단한다. 둘째, 중국이 자체적으로 육성한 산업의 경쟁력이 빠르게 높아지면서, 첫 번째 요인에서 발생한 부정적인 효과를 상쇄하고 있다. 자동차, 리튬이온 배터리 등의 빠른 시장 확대가 대표적인 사례이다. 셋째, 제조 비용 측면에서 여전히 중국은 경쟁국에 비해 경쟁력을 유지하고 있다. 통관이 간소한 소액 품목의 높은 수출 증가율이 이어지고 있다는 점이 증거이다.

전략 산업의 수출 증가세 지속



참고: 3개월 이동 평균
자료: 한국 무역협회, 삼성증권

중국의 자동차 수출 추이



참고: 수출단가는 자동차 수출액/자동차 수출대수로 추정
자료: 중국 해관총서

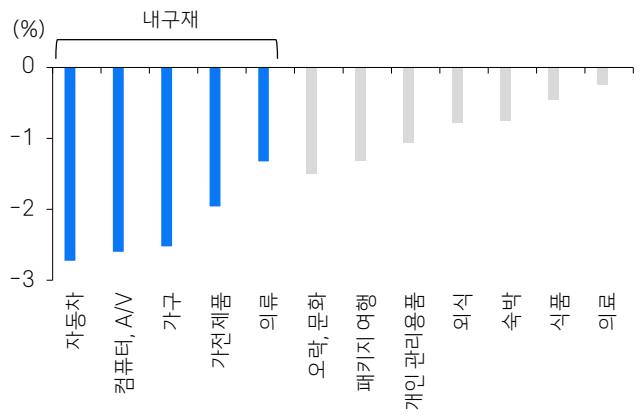
금리 인하는 내구재 소비 및 교역에 긍정적인 영향 예상

당사가 '26년 글로벌 교역 증가율을 높게 전망하는 마지막 이유는 주요국 중앙은행들의 금리 인하가 교역 비중이 높은 내구재 수요에 긍정적인 영향을 미치기 때문이다. 최근 16개월간 일본은행을 제외한 주요국의 중앙은행들은 수차례 정책 금리를 인하했다. ECB는 '24년 6월부터 여덟 차례 금리를 인하하여 4.0%였던 정책 금리를 불과 1년 만에 2.0%까지 끌어내렸다. BOE도 마찬가지여서 '24년 7월부터 다섯 차례 인하하여 5.25%였던 정책 금리를 4.0%로 인하했으며, Fed도 '24년 9월 이후 다섯 차례 인하를 통해 5.5%에서 4.0%로 150bps 인하했다. 추가적인 금리 인하 여지가 남아있는 점도 긍정적이다. 물론, ECB는 중립 금리에 근접하여 추가적인 인하가 제한적이지만, BOE나 Fed는 인플레이션이 둔화될 경우 추가적인 금리 가능성이 높다. 중국의 경우에는 정책 금리(7일 역RP) 인하 폭은 제한적이나 우회적인 수단을 통한 통화완화 정책(시중금리 인하나 신용정책)의 지속을 예상한다.

통화정책이 품목별 소비에 미치는 영향을 다룬 연구들은 대체로 금리 인하보다는 금리 인상에 초점을 맞추었다. 이는 금리 인상은 차입금리 상승, 대출 가용성 등을 통해 소비자들의 예산제약에 직접적으로 영향을 미치기 때문이다. 아울러, 통화정책 유효성에 있어서는 금리 인하보다는 금리 인상의 영향이 더욱 크다는 특성이 있다(통화정책의 비대칭성). 반면 당사는 금리 인하는 대체로 경기가 수축되는 국면에서 단행된다는 점에서, 현재처럼 경기가 완만하게 확장되는 국면에서는 비대칭성이 완화될 것으로 기대한다. ECB, Riksbank 등의 연구를 종합하여 통화정책이 소비에 미치는 영향을 품목별로 보면, 자동차, TV 등 영상기기, 가전 등 내구재가 가장 크다. 자동차의 경우 3% 정도 영향을 받고, 영상기기나 가전은 2% 내외이다. 그다음으로는 분류되는 의류, 신발 등 준내구재, 마지막으로는 음식 숙박, 식품, 의료서비스 등이었다. 다르게 보면, 통화정책의 영향은 필수품인지 여부에 따라 영향을 받는다고 볼 수 있다.

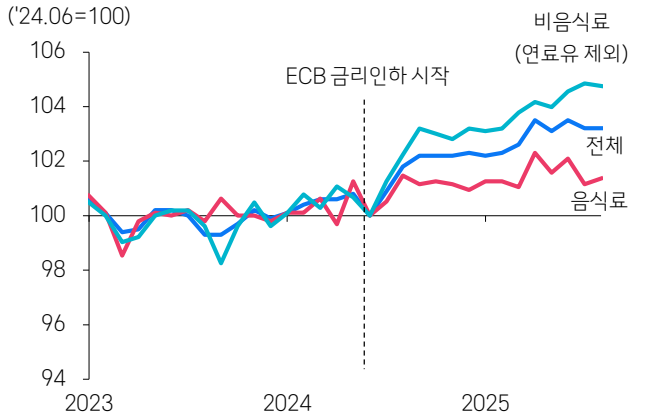
아울러, 이러한 연구 결과는 '24년 이후 단행된 주요국의 금리 인하 이후 소비 패턴에도 부합한다. 예를 들어, EU 27개국의 소매 판매 지수(계절 조정, 물량 기준)는 '23년 내내 부진했으나, '24년 7월 금리 인하 이후 빠르게 증가한 바 있다. 특히, 음식료보다는 나머지 품목(자동차 연료 제외)의 증가율이 더욱 높아 앞서 언급한 금리 인하의 영향으로 판단된다. 미국의 경우에도 '24년 9월 이후 100bps 금리 인하 이후 자동차 판매가 회복되면서 '24년 12월에는 1,730.5만대(연율 기준)을 기록한 바 있다. 다만, 12~18개월의 통화정책 시차와 정책 여력을 감안할 때, 이러한 내구재의 소비 증가는 유럽보다는 미국이나 영국처럼 최근까지 금리를 인하했거나 추가적인 금리 인하가 이루어질 지역에서 더욱 크게 나타날 전망이다.

금리 인상의 영향은 대체로 내구재에서 크게 나타남



자료: ECB(ECB Working Paper No. 3127, 2025), 삼성증권

ECB 금리 인하 이후 내구재 소비 증가 폭 확대



자료: Eurostat, 삼성증권

이전과는 다를 글로벌 교역 증가 양상의 시사점

앞서 살펴본 것처럼 당사는 1) 미국의 AI 투자 확대에 따른 반도체 등 관련 산업의 수출 증가, 2) 관세율이 높은 곳에서 낮은 곳으로의 수출 및 생산이 전환되면서 나타난 효과, 3) 중국의 미국 외 지역에 대한 수출 확대, 4) 각국 중앙은행의 금리 인하에 따른 내구재 수요 회복 등을 근거로 '26년 글로벌 교역의 증가율이 장기 평균보다 높을 것으로 전망한다. 다만, 글로벌 교역 증가의 양상은 과거와는 다른 모습을 보일 것으로도 예상한다. 과거에는 시차가 있더라도 글로벌 교역의 증가는 주요 산업이나 국가들이 서로 동조화되는 양상을 보였다. 반면, '25년부터 시작된 글로벌 교역은 지역별, 산업별로 차별화되는 양상을 보였으며, '26년에도 다소 완화되는 수준에 그칠 전망이다.

첫째, '25년부터 시작된 AI 투자 확대의 수혜가 한국, 대만 등 일부 국가에 집중되고 있다. 이러한 현상을 기업이나 산업 투자에서도 마찬가지여서, AI용 클라우드, 반도체, 에너지 인프라 등의 투자는 증가율이 높으나 다른 산업의 투자는 저조하다. 다르게 표현하면 투자에 있어서 구축 효과가 발생하는 셈이다. 둘째, 미국의 관세정책과 중국 교역의 질적 변화(중간재 수출 확대 및 지역별 다변화)의 영향으로 글로벌 교역의 블록화가 진행되고 있다. 특히, 미국 정부는 관세 협상에서 원산지 규정을 강화하여, 자국으로 수입되는 품목에서 중국산 제품이 사용되는 비중의 축소를 시도하고 있다. 그렇지만, 중국 기업들의 해외 진출이 확대되며 글로벌 공급망에서 중국을 배제하기는 상당히 어렵다. 그에 따라 현재 시점에서 이러한 변화가 글로벌 교역에 미치는 영향을 정확하게 가늠하기 어려우나, 중국 중간재 수출의 증가는 글로벌 교역의 증가로 귀결될 가능성이 높다. 셋째, 금리 인하의 글로벌 교역 확대 효과가 상대적으로 작을 전망이다. 미국의 관세 정책은 자국 내 생산과 투자를 확대하는 목적으로 실행되고 있기 때문이다. 또한, 한국, 일본 등의 미국에 대한 투자 약속은 미국으로의 자본재 투자 확대로 귀결될 가능성이 있다.

과거와는 다른 패턴을 보이더라도 당사는 글로벌 교역의 증가는 한국 경제에 긍정적인 효과를 낳을 것으로 판단한다. AI 투자 확대는 반도체 수요의 증대를 의미하며, 그에 따라 당사는 '26년에도 반도체 수출이 20% 이상 증가할 것으로 전망한다. 지리적인 글로벌 교역의 재편도 중간재 수요의 확대로 이어진다는 점에서 어느 정도 긍정적일 것이며, 금리 인하나 미국에 대한 투자 확대 또한 마찬가지다. 이는 당사가 한국의 경제성장률과 수출 증가율을 금융시장보다 긍정적으로 전망하는 이유이다.

5. 일본 경제: 다카이치 내각 출범의 시사점

신임 다카이치 내각 출범과 금융시장 반응

다카이치 사나에가 일본 제104대 총리에 당선되었다. 다카이치 총리는 자민당 정무조사회장, 총무상 등을 역임한 아베 전 총리의 측근 인사로, '책임 있는 적극 재정'을 모토로 삼아 아베노믹스 계승 의지를 오랜 기간 공식화해온 인물이다. 한편, 이러한 일본의 정치 상황 변화에 따라 일본 금융시장은 국채 금리 상승, 엔화 약세로 반응하며 높은 변동성을 보였다.

사나에노믹스의 구체화: '종합경제대책'의 주요 내용과 영향

최근 내각부는 21.3조 엔(대규모 감세 포함) 규모의 '종합경제대책'을 발표했다. 이번 경제 대책은 ① 생활 안전 보장 및 물가 상승 대책(8.9조 엔), ② 위기 관리 및 성장 투자(6.4조 엔), ③ 방위 및 외교력 강화(1.7조 엔)의 세 축으로 구성된다. ① 생활 안전 보장 및 물가 상승 대책에서는 2조 엔 규모의 중점 지원 지방 교부금을 통해 지자체가 프리미엄 상품권, 쌀 쿠폰, 지역 포인트 등으로 물가 부담을 완화하고, 중소기업에 대해서는 임금 인상, 및 전기·가스 보조금을 지급할 계획이다. ② 위기 관리 및 성장 투자에서는 중장기 투자를 통해 구조적 리스크를 줄이고 잠재 성장률을 끌어올리는 것을 목표로, AI·반도체, 조선, 우주, 해양 등을 전략 산업 분야로 지정해 대규모 민간 투자를 계획한다. ③ 방위 및 외교력 강화에는 1.7조 엔을 배정하고, 2025 회계 연도 중 국방 지출을 GDP 대비 2% 수준으로 끌어올릴 계획이다.

재원 측면에서 내각부는 17.7조 엔 규모의 추가 경정 예산을 편성할 예정인데, 이는 팬데믹 이후 최대 규모이자 2024 회계 연도 이시바 정권 추경(13.9조 엔)을 27% 상회하는 수준이다. 한편 내각부는 이번 대책이 단기적으로는 에너지 보조금, 가솔린 잠정 세율 폐지 등을 통해 2026년 소비자 물가 상승률을 연간 약 0.3%pts 낮추고, 중기적으로는 민간 소비 및 설비 투자 진작을 통해 실질 GDP를 총 24조 엔 확대, 향후 3년에 걸쳐 성장률을 연평균 1.4%pts 추가 제고할 수 있을 것으로 추정하고 있다.

BOJ 금리 인상 기조 유지 전망

다카이치 내각 출범으로 당분간 재정 확장 기조가 유지될 것으로 예상되는 가운데, BOJ는 물가-임금 선순환 진전과 최근 엔화 약세에 따른 수입 물가 상승 등을 감안해 '26년에도 금리 인상 기조를 이어갈 가능성이 크다. 당사는 BOJ가 '26년 1월과 하반기에 각각 25bp씩, 연간 총 50bp의 추가 인상을 단행해 정책 금리가 현 0.5%에서 내년 말 1.0%까지 상승할 것으로 전망한다.

V-1. 다카이치 내각의 출범

자민당 연정 구조 변화와 다카이치 내각 출범

지난 10월 21일 다카이치 사나에 자유민주당(이하 자민당) 총재가 일본 104대 총리로 선출되었다. 통상 여당 총재가 내각 총리로 지명되는 것이 일반적이나, 다카이치의 총재 당선 후 정치적 견해 차이를 이유로 공명당이 자민당과의 연정 종료를 선언하면서 총리 지명 여부가 불투명했던 상황이었다. 그러나 10월 20일 자민당과 일본유신회(日本維新の会)가 신규 연정 수립 합의에 도달함에 따라 다카이치가 중의원 선거에서 과반 표를 확보, 내각 총리로 최종 지명되었다(자민당 196표, 일본유신회 34표, 무소속 3표).

다카이치 총리는 오랜 기간 아베노믹스 계승 의지를 공식화해온 인물로, 아베 전 총리 집권 당시 자민당 정무조사회장('12년), 총무상('14-17년, '19-20년) 등 요직을 역임한 측근 인사다. 이시바 전 총리에 밀려 낙선했던 '24년 자민당 총재 선거에서도 다카이치 총리는 "아베노믹스를 이어가겠다"고 언급한 바 있다. '13년부터 본격화된 아베노믹스는 '대담한 금융정책, 기민한 재정정책, 새로운 성장 전략'이라는 '세 개의 화살'을 축으로 장기 디플레이션 탈출과 잠재 성장률 제고를 목표로 한 종합 경제 대책이었다. 그렇지만 실제로는 BOJ의 금융정책이 주된 수단이었다.

반면, 다카이치 총리의 '사나에노믹스(Sanaenomics)'는 '확장 재정에 기반한 성장 전략'을 전면에 내세우고 있다. 사나에 총리는 금융 완화 의존적 정책의 한계를 지적하며, 공급 능력 회복·생산성 향상·가계 실질 소득 증가에 중점을 둔 적극적 재정정책을 주장해왔다. 특히, 과감한 정부지출 확대를 통해 향후 일본의 잠재 성장률을 끌어올리고, 디플레이션 탈피를 보다 확실하게 추진하겠다는 구상이다. 통화정책에 있어서는 BOJ의 독립성은 존중하되, 정부의 물가 안정책 등 경제정책 기조에 맞춘 '재정-통화정책 연계 강화'도 중요하다는 입장을 견지하고 있다.

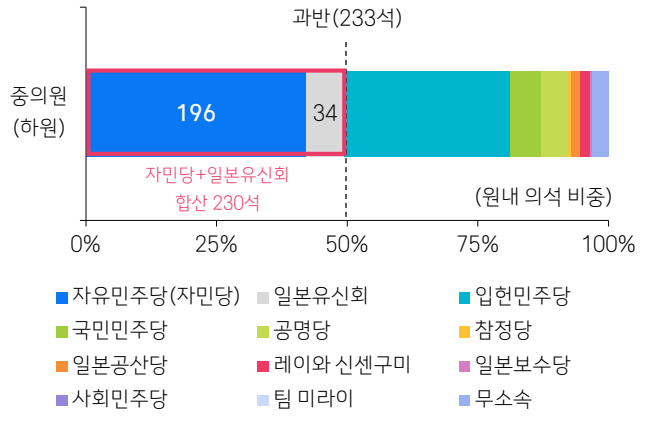
한편, 이러한 정치적 변화에 따라 일본 금융시장은 증시 및 국채 금리 상승, 엔화 약세로 반응했으며, 현재까지도 주요 정치 이벤트를 전후로 높은 변동성을 보이고 있다. 특히, 지난 10월 4일 다카이치의 자민당 총재 당선을 금융시장이 서프라이즈로 받아들이면서, 총재 당선 직후 달러 대비 엔화는 148엔 부근에서 153엔까지 급격한 약세를 보인 바 있다.

최근 일본 정치 상황 주요 뉴스 플로우

날짜	내용
2023년 11월 01일	자민당 불법 정치자금 스캔들 터지며 파벌 해체, 지지율 급락
2024년 08월 14일	기시다 총리, 자민당 총재 선거 불출마. 차기 총리 경쟁 본격화
2024년 09월 27일	자민당 총재 선거에서 이시바가 다카이치를 꺾고 당선
2024년 10월 01일	이시바 총리 취임. 중의원 해산 및 조기 총선 선언
2024년 10월 27일	자민당-공명당 연정, 중의원 선거 대패. 이시바 정권 기반 약화
2025년 07월 20일	참의원 선거에서도 연정 과반 확보 실패. 군소 야당 약진
2025년 09월 07일	이시바, 연이은 선거 패배·당내 갈등으로 당 총재 및 총리 사의
2025년 10월 04일	다카이치 자민당 총재 당선 서프라이즈
2025년 10월 10일	공명당이 26년간 유지해온 자민당과의 연정 종료 선언. 정치자금 스캔들 대응·안보 등 이슈에서 다카이치와의 견해차가 배경
2025년 10월 19일	자민당, 일본유신회와 연정을 통한 정치적 협력에 합의
2025년 10월 21일	총리 지명 선거에서 다카이치 선출, 다카이치 내각 공식 출범

자료: 현지 언론 보도, 삼성증권 정리

중의원 원내 구성; 공명당 이탈 후 자민당-일본유신회 신규 연정



자료: 삼성증권

V-2. '종합 경제대책'의 내용과 시사점

대규모 '종합 경제대책' 발표, 사나에노믹스의 구체화

이러한 가운데 내각부는 11월 21일 임시 각의(국무회의)에서 21.3조 엔(대규모 감세 포함, 약 200조 원) 규모의 '종합경제대책'을 발표하면서 사나에노믹스를 구체화했다. 정책의 주요 내용은 크게 1) 생활 안전 보장 및 물가 상승 대책, 2) 위기 관리 및 성장 투자, 3) 방위 및 외교력 강화의 세 개의 축으로 구분할 수 있으며 각 유형별로 각각 8.9조 원, 6.4조 엔, 1.7조 엔의 예산이 배정되었다. 다카이치 총리는 이번 경기 부양책이 일본 국민의 생계를 지키고 특히, 인플레이션 문제에 신속히 대응하기 위해 마련한 것이라고 설명했다. 또한, 재정의 지속 가능성도 충분히 고려해서 만들었다며, 강한 경제를 위해 전략적으로 재정을 투입하겠다는 의지를 재확인했다.

먼저, 첫 번째 축인 생활 안전 보장 및 물가 상승 대책으로 중점 지원 지방 교부금 예산이 2조 엔으로 설정되었다. 이는 지방자치단체가 지역 실정에 맞추어 물가 상승 대응, 생활 및 사업자 지원 등 목적으로 활용할 수 있도록 하는 재원이다. 이를 통해 프리미엄 상품권, 쌀 쿠폰, 지역 포인트 등 형태로 가계에 식료품 가격 부담 완화 목적의 지원을 제공할 예정이며, 자녀 양육 가정에 대해서는 18세 이하 아동 1인당 2만 엔을 일시금으로 소득 제한 없이 지급할 계획이다. 여기에 내각부는 중소 사업자에 대한 임금 인상 지원금, 전기·가스 보조금 지급 등 정책도 포함하였다.

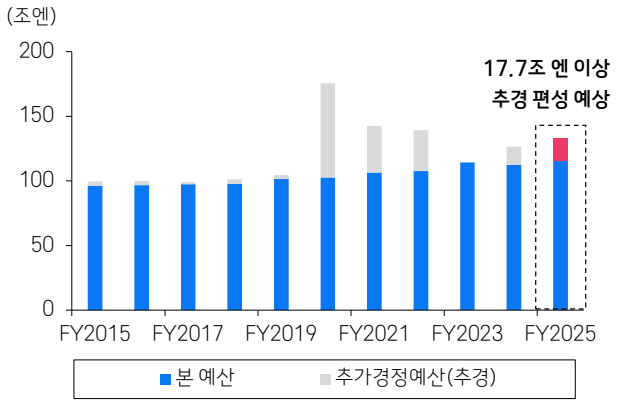
두 번째 축인 위기 관리 및 성장 투자 대책은 일본 경제가 직면한 구조적 리스크를 줄이는 동시에 잠재 성장률을 끌어올리기 위한 중·장기 투자 전략으로, 경제 안보·식량 안보·에너지·자원·해양·우주·의료 등 광범위한 분야를 포괄한다. 해당 항목은 총 5개 영역(경제 안보 강화, 식량 안보 확립, 에너지·자원 안보 강화, 방재·감재 및 국토 강인화, 미래 투자 확대)으로 구성되는데, 이 중 가장 주목할 영역은 경제 안보의 강화이다. 경제 안보 측면에서 내각부는 AI·반도체, 조선, 우주, 해양 등을 국가 차원의 전략 산업 분야로 명시하고, 민간기업과 정부가 연계하여 대규모 투자를 통해 공급망과 생산 기반을 강화할 계획이다. 여기에는 AI 법제와 기본계획에 기반한 AI 에이전트 개발, 첨단·차세대 반도체 양산을 위한 투자 강화, 조선업 재생 펀드 조성을 통한 생산 능력 확충, 우주전략기금을 통한 발사체·위성 탐사 인프라 구축, 자율형 무인 잠수정과 희토류 해저자원 개발 등 모두 성장과 안보를 동시에 겨냥한 투자로 설계되어 있다

한편, 세 번째 축인 방위 및 외교력 강화를 위해 내각부는 1.7조 엔을 배정하였다. 이 중 약 1.1조 엔을 국방비에 투입해 다카이치 총리가 시정 연설에서 언급한 것과 같이, 이번 2025 회계 연도 내에 국방비 지출을 GDP 대비 2% 수준까지 확대할 계획이다. 이렇게 추가 확보된 국방비는 주로 자위대 시설 정비, 드론 대응 장비 조기 도입 등에 사용될 전망이다. 나머지 0.6조 엔은 외교력 강화 및 국제 안보 협력을 위한 사업에 사용될 예정이며 내각부는 동맹 강화나 해외 개발 지원(ODA) 등 외교 현안에도 일부 재원이 배분될 계획이다.

정책 재원과 관련해 내각부는 경제 대책 집행을 위해 17.7조 엔 규모의 추경을 편성할 예정이다. 이는 팬데믹 이후 가장 큰 규모로, 지난 '24 회계 연도 이시바 정권의 추경(13.9조 엔) 당시와 비교하면 27% 늘어난 것이다. 한편, 최근 2~3년간 명목 성장률 개선 및 제한적 정부 지출 추이에 따라 GDP 대비 일본의 재정 적자 폭이 축소되고 있기는 하나 여전히 재정 수지가 적자인 상황에서, 예상을 상회하는 규모의 경제 대책이 발표되면서 일본 국채 10년물 금리는 1.8%를 돌파했으며 30년물 금리도 3.4% 가까이 상승했다. 내각부는 이달 말까지 추경 예산안을 확정하고 연내 국회 승인을 받을 계획으로, 구체적인 국채 발행 규모는 예산안 승인 이후 알 수 있겠으나, 전년도 추경 당시 발행액(약 6.7조 엔)을 다소 상회할 것으로 예상되고 있기 때문이다.

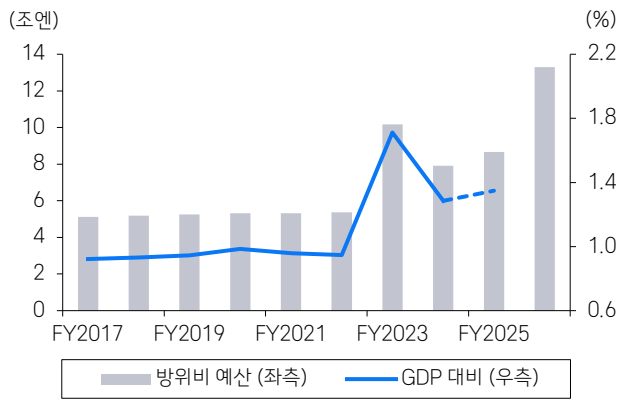
한편, 이번 종합 경제 대책은 단기적으로는 실질적인 가계의 생계 부담을 줄이면서, 중기적으로는 실질 성장률을 유의미하게 끌어올릴 전망이다. 이번 정책에 포함된 에너지 보조금, 가솔린 잠정 세율 폐지 등 정책을 통해 내각부는 '26년 소비자 물가 상승률을 연간 약 0.3%pts 낮출 수 있을 것으로 추산했다. 성장률 측면에서도 대규모 재정 투입의 효과가 민간 소비 진작, 설비 투자 촉진 등으로 확장되면서 경제 성장률 제고 효과를 기대할 수 있을 전망이다. 내각부는 종합 경제 대책이 실질 GDP를 총 24조 엔 증가시키면서 향후 3년에 걸쳐 일본 성장률을 연평균 1.4%pts 추가로 높일 것으로 전망했다.

일본 내각부 본 예산 및 추가경정예산 추이



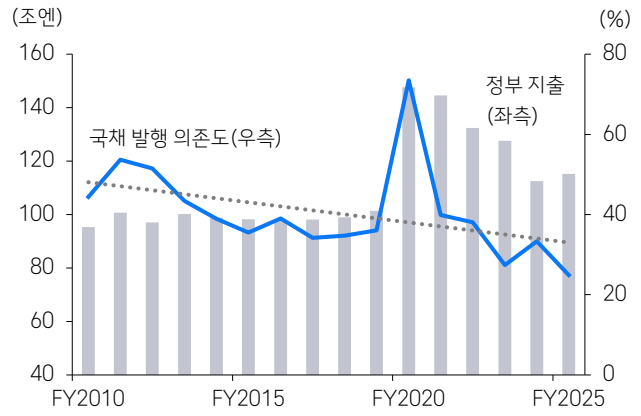
자료: 일본 재무성, 삼성증권

일본 연간 방위비 예산 추이



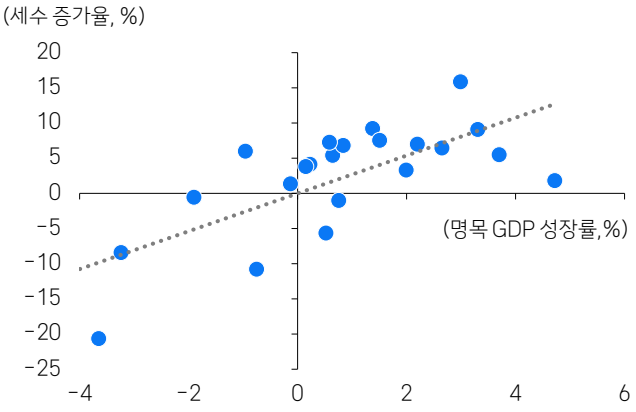
참고: '25 회계연도 이후는 당사 추정
자료: 일본 재무성, 일본 내각부, 삼성증권

일본 재정의 국채 발행 의존도는 점차 낮아지는 추세



자료: 일본 재무성, 삼성증권

세수는 명목성장률 상승에 따라 증가



참고: 2000년 이후, 소비세율 인상 케이스 제외(2014년, 2019년)
자료: 일본 재무성, 일본 내각부, 삼성증권

V-3. BOJ 통화정책 전망

26년 BOJ 금리 인상 기조 유지: 1월과 하반기 두 차례 인상 전망

이처럼 다카이치 내각 집권하에서 당분간 재정 확장 기조가 유지될 것으로 예상되는 가운데, BOJ는 '26년에도 금리 인상 기조를 유지할 전망이다. 물가-임금 선순환에 따라 일본 경제가 점진적인 회복세를 지속하고 미국 관세정책에 따른 매크로 영향이 점차 가시화되고 있기 때문이다. 지난 10월 금융정책 결정회의에서 우에다 총재는 BOJ 전망의 실현 가능성이 높아지고 있으나, 제조업에서 관세 영향이 점차 나타나고 있다고 발언했다. 10월 회의 요약문에서도 BOJ는 관세 정책의 영향이 보다 뚜렷해졌고, 예상 영향 규모도 이전보다 축소되었다고 평가했다.

여기에 올 4분기 들어 재차 심화된 엔화 약세와 이에 따른 수입 물가 상승, 그리고 내각의 확장적인 재정정책에 따라 인플레이션 상방 압력이 예상되는 점을 고려할 때, 당사는 BOJ가 내년 1월과 이후 하반기 중 1회, 내년 중 총 두 차례에 걸쳐 정책 금리를 25bps씩 인상할 것으로 전망한다(현 수준 0.5%에서 내년 말 기준 1.0%로 인상).

한편, 여전히 신임 내각 정책 영향 등 관련 불확실성이 높은 점은 리스크 요인이다. 10월 BOJ 회의 이후 기자회견에서 우에다 총재는 신정부의 입장을 고려하여 당장의 금리 인상에는 신중한 입장을 표명했다. 이 점에서 향후 다카이치 정부와의 협의가 금리 인상 여부와 시기에 중요한 고려 요소로 작용할 수밖에 없을 것이다. 한편, 최근까지도 다카이치 총리는 "아직 지속 가능한 임금 주도(wage-driven) 인플레이션에 도달하지 못했다"며, 3% 안팎의 물가 상승에는 주로 식료품 가격 등 요인이 크다고 평가했다. 또한, "재정·통화 모두 확장적 기조를 유지해야 한다"며, 금리 인상을 서두를 필요가 없다며 BOJ에 신중한 스탠스를 요구하는 기존 입장을 재확인했다.

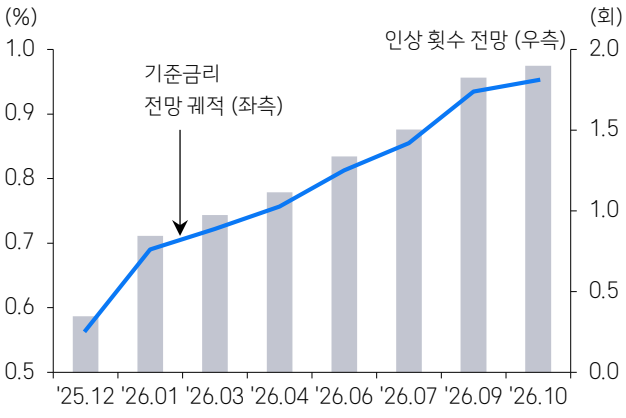
외환시장 관점에서 '26년 하반기 이후 엔화는 달러 대비 강세가 뚜렷해질 전망이다. 당사는 내년 상반기 중 Fed가 추가 2회 금리 인하(3월과 6월)를 단행할 것으로 전망하며, 이에 따라 달러가 약세를 보이는 과정에서 미-일 금리 차 축소와 함께 금융시장의 일본 성장률 컨센서스 상향 등이 엔화 강세 압력으로 작용할 것으로 예상하기 때문이다. 당사는 '26년 연말 엔/달러 환율을 147엔으로 전망한다.

'25년 10월 BOJ 경제전망

(전년대비)	실질 GDP 성장률	핵심 CPI (신선식품 제외)	(참고) 핵심 CPI (신선식품, 에너지 제외)
FY 2025	0.7% ↑	2.7% -	2.8% -
7월 전망	0.6%	2.7%	2.8%
FY 2026	0.7% -	1.8% -	2.0% ↑
7월 전망	0.7%	1.8%	1.9%
FY 2027	1.0% -	2.0% -	2.0% -
7월 전망	1.0%	2.0%	2.0%

참고: 중간값 기준
자료: BOJ

금융시장에서는 '26년말까지 일본 기준금리 2회 인상 전망



참고: 11월 25일, 25bp 인상 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA