

Macro Issue

정부가 돌아왔다



▶ 경제 임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728

“ 정부가 주도하는 투자 경쟁
돈(자본)도, 실물(자원)도 귀해진다 ”

| C o n t e n t s |

I.	핵심요약.....	03
II.	확장재정의 시대.....	04
	1. 넘치는 명분	04
	2. 중국 성장의 불편한 대가	08
III.	진격의 정부.....	10
	1. 선진국의 반격	10
	2. 닫히지 않는 정부의 지갑	14
	3. 귀해지는 자본	16
	4. 첫인상은 인플레이션.....	18
	5. 쉽지 않은 탈달러	20
IV.	실물자산 재평가.....	22
	1. 채권 수난시대	22
	2. AI Capex 전성시대	24
	3. 원자재의 매력	26
V.	8월의 매크로	28
VI.	경제지표 캘린더.....	36

I. 핵심요약

선진국도 정부 주도	이제는 시장이 자본을 배분하는 시대가 아니라 정부가 투자의 방향을 결정하는 시대다. 재정지원을 강화해 전략산업을 육성하고, 수출 통제로 자국 산업을 보호한다. 중국이 야기한 불균형에 대응하기 위해 국가 주도 투자로 성장하는 중국 모델을 일정부분 받아들인 것이다. 자본이 시장 논리보다 정부 의도에 따라 배분되고 있다.
포기할 수 없는 재정	정부가 적극적으로 나서면서 재정지출도 늘고 있다. 재정 부담이 과도해지면 증세나 지출 축소로 대응해야 하지만, 현실적으로 재정긴축을 선택하기는 쉽지 않다. 대신 유연한 인플레이션 대응, 금융기관의 국채 보유 확대 유도과 같은 중앙은행을 중심으로 정부부채 부담을 덜어주는 정책이 현실화될 수 있다. 이는 재정정책 임계점을 높이는 요인이다. 재정이 한계에 도달하지 않는 이상, 확장재정 기조는 지속될 것이다.
돈과 실물의 희소성	정부 주도 투자 사이클에서는 자본과 자원이 모두 귀해질 것이다. 2000년대 사이클은 중국 투자(자본수요) 확대를 신흥국 저축(자본공급)이 상쇄했지만, 지금은 일본, 유로존 등 자본을 공급했던 국가들도 투자를 늘리려고 한다. 공급보다 수요가 강하면 가격(실질금리)은 상승한다. AI 산업이 자본 집약적이고, 재정과 통화정책 리스크가 커지고 있다는 점은 실물자원의 희소성을 높이는 요인이다.
금융자산보다 실물자산	따라서 금융자산보다 실물자산이 유리하다. AI 투자는 GPU나 반도체뿐만 아니라 데이터센터, 전력시설 같은 유형자산 수요를 유발한다. 소프트웨어 같은 무형자산이 강했던 IT 사이클과 산업재가 강했던 전통 제조업 사이클이 동시에 나타날 수 있다. 이번 사이클의 핵심은 IT, 산업재, 에너지라고 생각한다. 재정 여건 악화와 통화가치 하락 리스크에 대한 헤지 수요를 감안하면, 채권 대비 원자재 강세와 금과 산업용 금속 동반 상승도 지속될 전망이다.

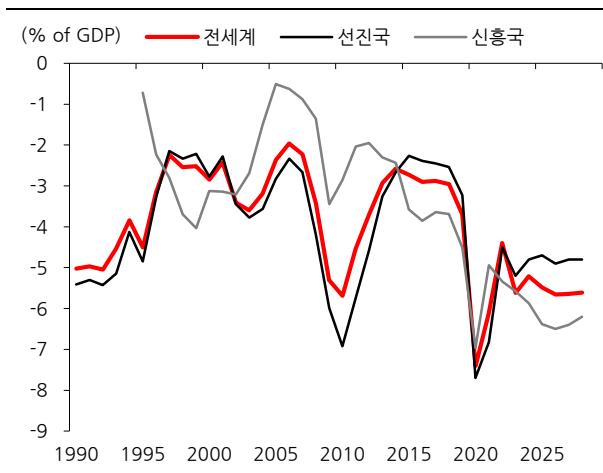
II. 확장재정의 시대

1. 넘치는 명분

재정정책 비중 확대

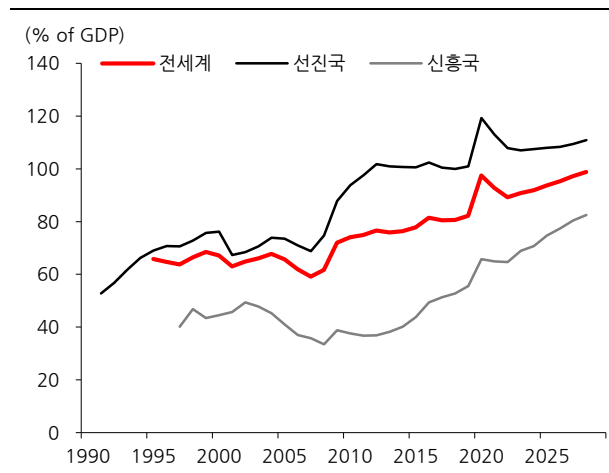
코로나 당시 통화정책의 한계가 부각되면서 중심은 재정정책으로 이동했다. 안정적인 공급망 확보, 민간에 대한 직접적인 지원, 부의 불균형 완화 등은 금리 인하로 달성하기 어려웠다. 코로나 당시 GDP 대비 재정적자 비율은 사상 최고 수준으로 높아졌고, 정부부채와 지출 규모도 확대됐다(그림1~3). 이후 재정지출 강도가 다소 약해졌지만(=재정수지 개선), 코로나 이전과 비교하면 재정적자와 정부부채 비율은 여전히 높다. 확장재정이 당연하게 받아들여지고 있다.

[그림1] 큰 충격이 없어도 높아지는 재정적자 비율



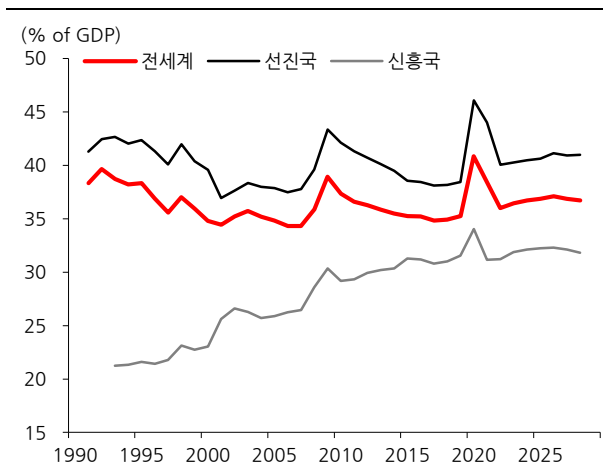
주: General government cyclically adjusted balance. 2026년 이후는 IMF 전망
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지속적으로 늘어나는 정부부채



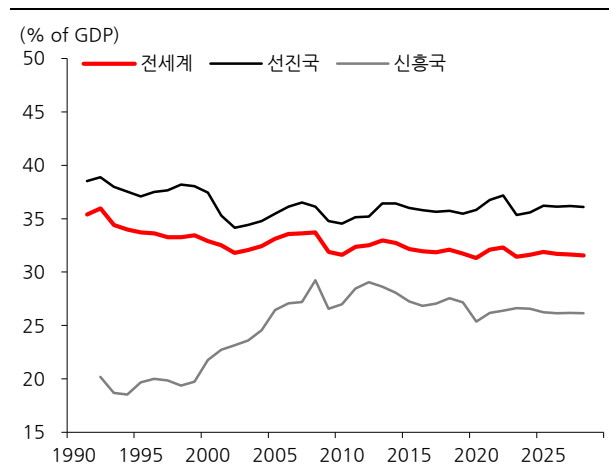
주: General government debt. 2026년 이후는 IMF 전망
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 정부지출 규모는 커졌지만



주: General government expenditure. 2026년 이후는 IMF 전망
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GDP 대비 정부수입은 크게 달라지지 않았음



주: General government revenue. 2026년 이후는 IMF 전망
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

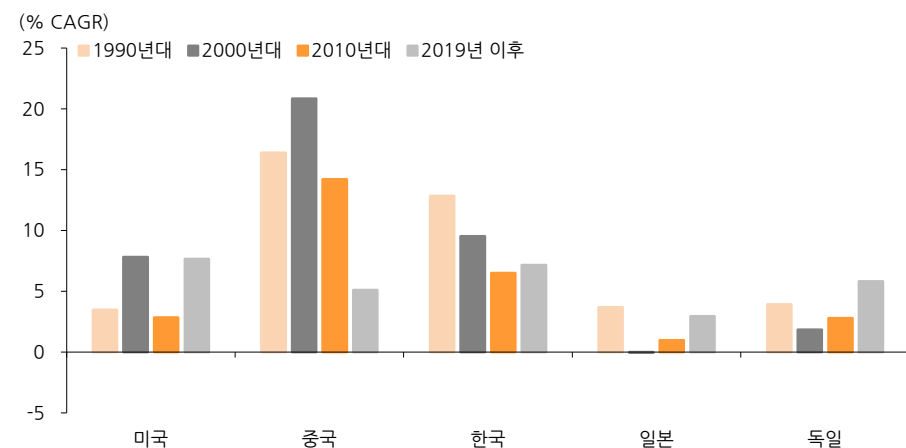
확장재정 기조 유지

실제로 2019년 이후 주요국 재정지출 증가율은 상승했다[그림5]. 금융위기 이후 2010년대에는 중앙은행이 주로 경기 안정을 도모했지만, 코로나를 겪으면서 재정의 역할이 커진 것이다. 코로나 충격에서 벗어난 2022년 이후 미국의 GDP 대비 재정적자 비율은 평균 6.0%로 2010년대 평균(4.8%)보다 높다. 확장재정 기조는 코로나 이후에도 유지되고 있다.

재정확대는 주요국 공통

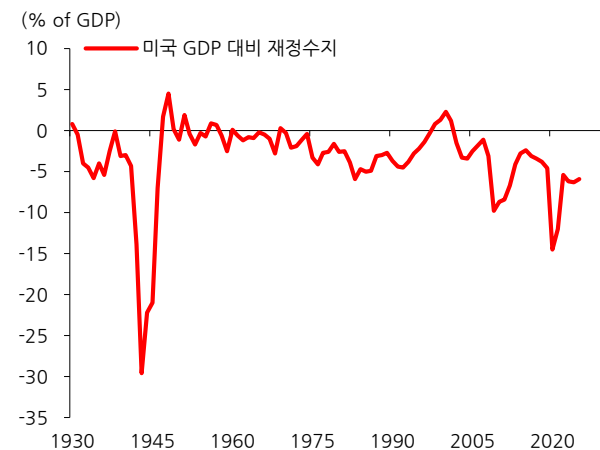
중국도 IMF 통합재정(Government Finance Statistics; GFS) 기준 지출 증가율은 하락했지만, 특별채권 발행 등을 포함한 광의의 재정적자 비율은 상승했다[그림7]. 부동산 경기 부진에 따른 세수 감소 등 여타 국가들과 다소 차이가 있지만, 재정을 활용해 특정 산업 경쟁력을 강화하고 대외충격에 대응하는 기조는 다르지 않다. 한국, 일본, 독일 또한 지출 확대에 적극적이다.

[그림5] 코로나 이후 재정정책을 적극적으로 활용



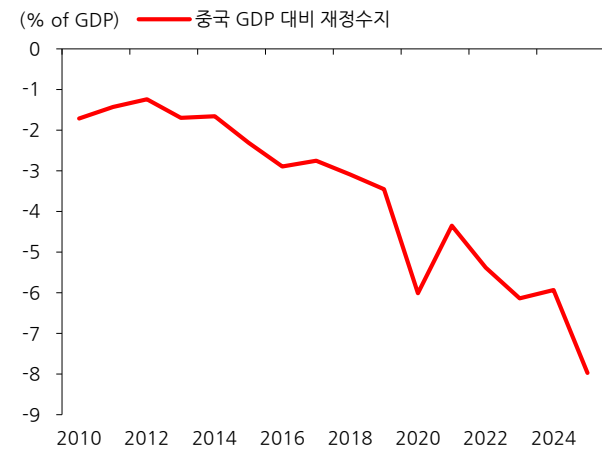
주: 미국은 연방정부, 나머지 4개국은 IMF의 통합재정(GFS) 기준 정부지출. 2020년대는 코로나 감안해 기준연도 2019년으로 변경
 자료: Office of Management and Budget, Congressional Budget Office, IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 재정적자 규모가 점차 커지는 미국



자료: Office of Management and Budget, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 중국도 재정을 적극 활용하고 있음



주: 기금지출 포함

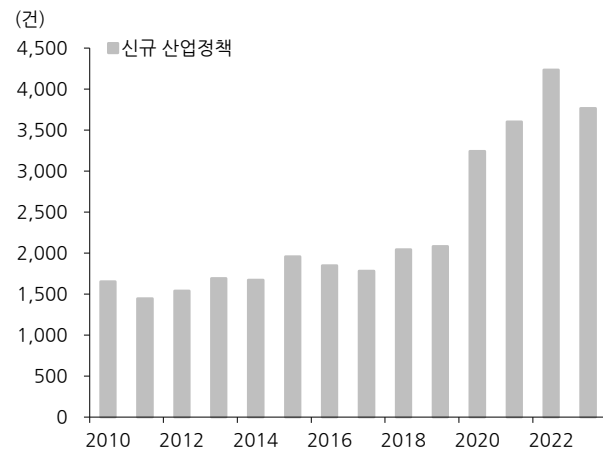
자료: National Bureau of Statistics, Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

지출 확대의 명분 확장재정의 명분은 다양하다. 공급망 불안을 완화하기 위한 제조업 육성, 보호 무역 기조에 대응한 자국 산업 지원, 지정학적 충돌에 대비한 국방력 강화, 양극화와 고령화에 대응한 사회 안전망 확충 등이 모두 정부 역할 확대의 근거로 활용된다. 국가 경쟁력을 유지하기 위해 재정을 적극 활용해야 한다는 주장에 공감대가 형성돼 있다.

대부분 중장기 접근 위의 이슈들은 공통적으로 단기에 해소되거나 진전을 확인하기 어렵다. 경제 및 정책 불확실성 언급 증가, 전쟁과 테러 위협 및 군사력 강화 언급 확대, 빈번해진 무역갈등과 코로나 이전 대비 커진 공급망 부담 등은 중장기적으로 대응해야 할 문제다. 정부 재정이 한계에 도달하지 않는 이상, 확장재정 기조는 지속될 가능성이 높다.

산업정책 강화 가장 두드러지는 변화는 산업정책 강화다[그림8]. 보호무역주의 확산, 공급망 불안, 첨단 제조업 경쟁 심화 모두 산업정책 강화의 근거다. 산업정책은 산업 경쟁력 강화를 위한 정부의 전략을 의미하는데, 최근에는 주로 보조금이나 관세를 활용해 자국 산업을 지원 또는 보호하는 움직임으로 나타난다. 신규 산업 정책은 코로나 직후 선진국을 중심으로 급증하다가, 2024년 이후 신흥국의 대응 또한 강해지고 있다.

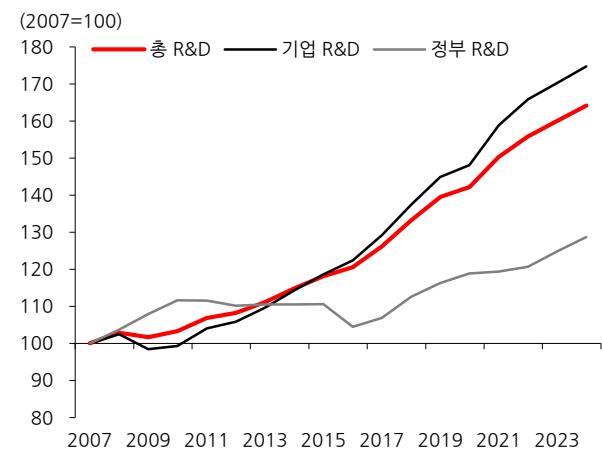
[그림8] 코로나 이후 산업에 대한 정부 개입 증가



주: 보조금 지급, 수입제한 등 특정 산업에 대한 정책적인 개입

자료: Global Trade Alert, 한화투자증권 리서치센터

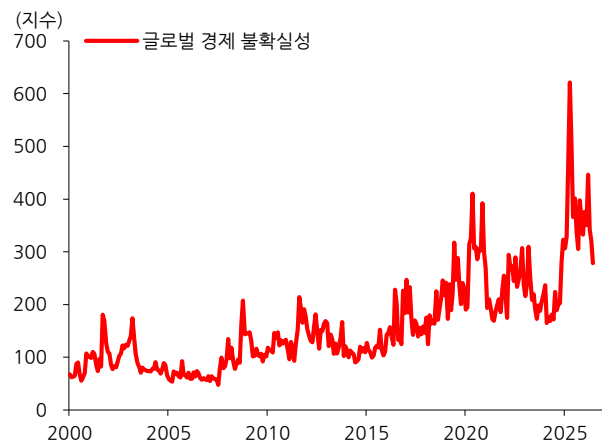
[그림9] 기업과 정부 모두 R&D 지출 증가세 강화



주: OECD 회원국의 연구개발(R&D) 지출

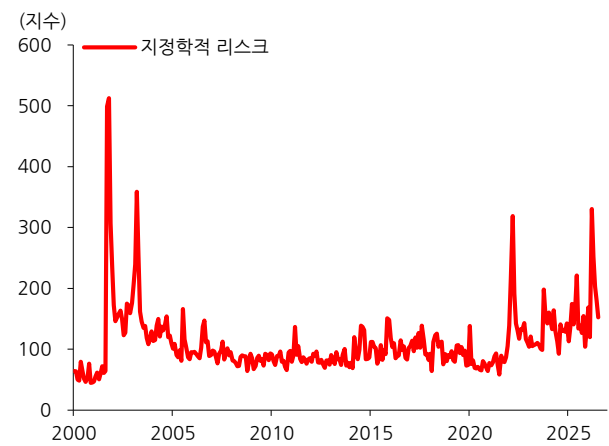
자료: OECD Main Science and Technology Indicators, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 경제 불확실성이 전반적으로 커지고 있음



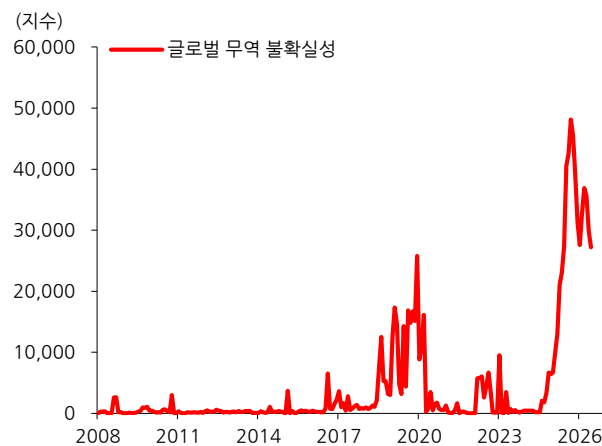
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 전쟁이나 테러 위협과 군사력 강화 관련 언급 증가



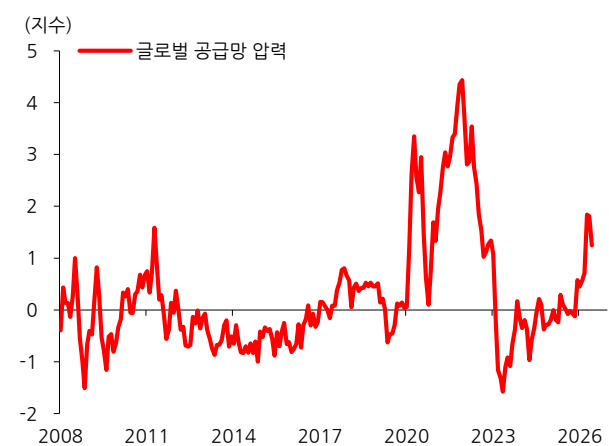
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 과거보다 빈번해진 무역갈등



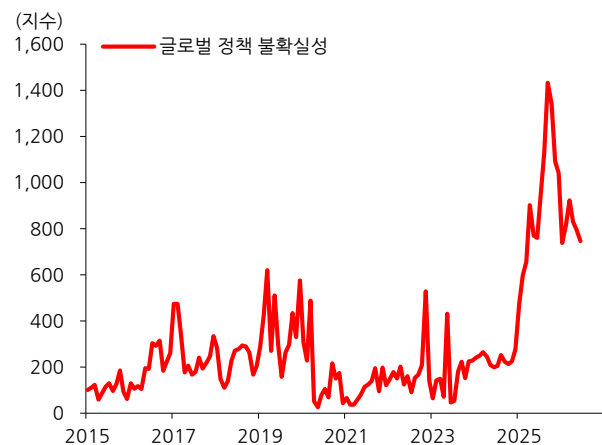
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 공급망 부담도 코로나 이전 대비 가중



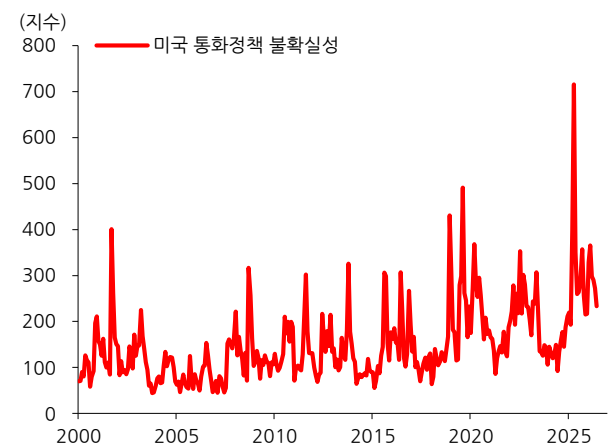
자료: FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 과거보다 늘어난 정치적인 갈등



자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 통화정책 불확실성 언급도 증가



자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터

2. 중국 성장의 불편한 대가

중국의 성장모델

중국은 성장과 자원배분에 정부가 적극적으로 개입한 대표적인 국가다. 국가가 지배력을 행사할 수 있는 국유기업이 중요한 산업을 독점하고, 국책은행이 저금리로 자금을 조달해서 지원하는 것이 핵심이다. 이러한 방식으로 핵심 산업 역량을 신속하게 끌어올렸고, 글로벌 제조업에서의 영향력을 확대했다. 중국 성장모델의 특징은 다음과 같다.

투자 중심 성장

첫째, 성장동력은 투자다. 중국 GDP 대비 투자와 순수출 비중은 40% 초중반 수준으로 OECD 평균(22% 내외) 대비 2배 가까이 크다. 반면, 가계소비 비중은 40% 내외로 OECD 평균인 60%를 하회한다[그림16]. 가계보다는 기업이 성장을 이끌었다는 의미다. 여기서 기업은 주로 국가가 소유한(또는 지분을 확보한) 국유기업이다. 국가 주도 하에 인프라, 중공업과 같은 전략산업에 투자한 것이다.

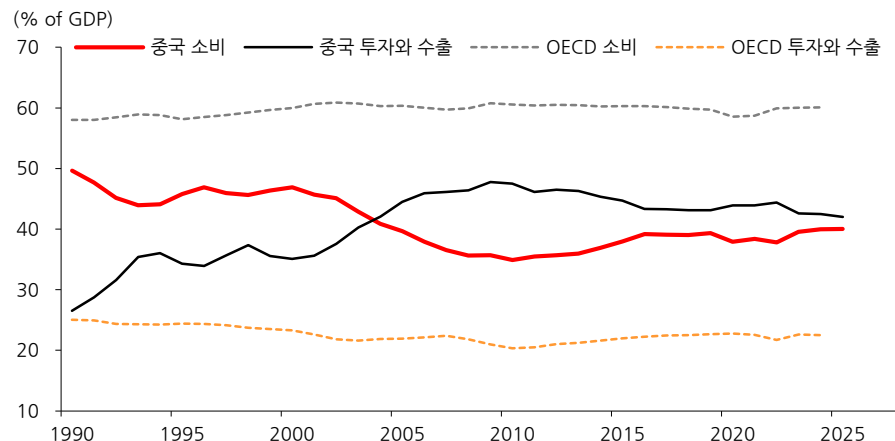
국가가 자본을 배분

둘째, 고속 성장을 위해 국가가 자원배분에 관여했다. 가계저축을 국유기업과 유사한 형태의 국책은행 예금으로 집중시킨 후, 전략산업에 낮은 금리로 자금을 제공했다. 국가 주도로 목표를 설정하고 적극적으로 지원한 결과는 가파른 성장이었다. 중국 제조업 역량은 상당부분 향상됐다.

불균형은 해외로 전가

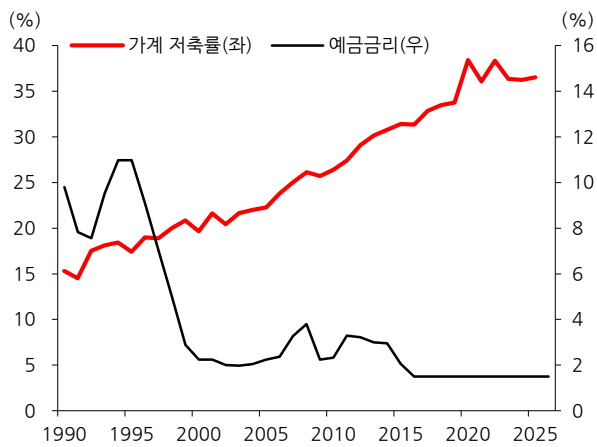
경제가 일정수준 성장하면 자본 효율성은 저하된다(=자본 한계생산성 하락). 이렇게 되면 자본이 더 효율적인 부문으로 이동해야 하지만, 중국 특성상 해당 메커니즘은 작동하지 않았다. 여전히 소비보다 저축이 강했고, 특정 산업으로의 자본 유입이 지속됐다. 그 결과가 금융 측면에서는 초과저축, 실물경기에서는 과잉생산이다[그림17~21]. 이러한 불균형이 해외로 전가되면서 경상수지 흑자(=수출 확대)와 금융계정 적자(=대외 순자산 증가) 규모가 커졌다[그림22].

[그림16] 중국은 소비(가계)보다 투자(기업)를 확대하면서 성장



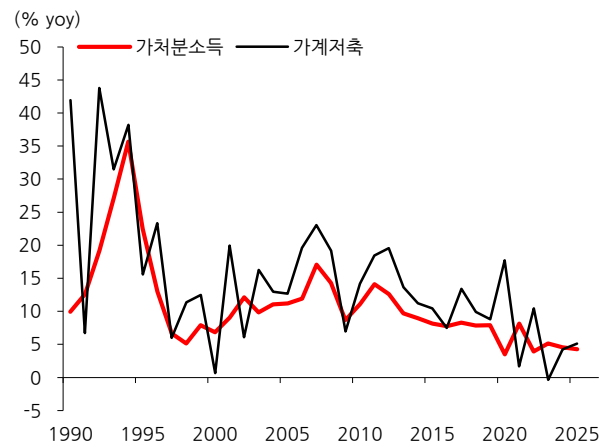
자료: National Bureau of Statistics, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 낮은 예금금리에도 가계 저축률 상승



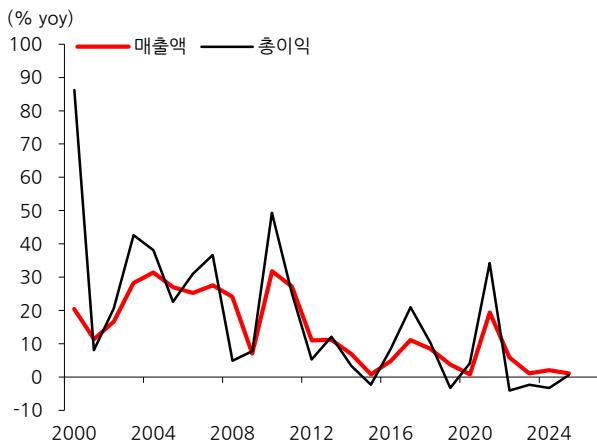
자료: National Bureau of Statistics, The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 저축 증가율이 소득 증가율을 상회



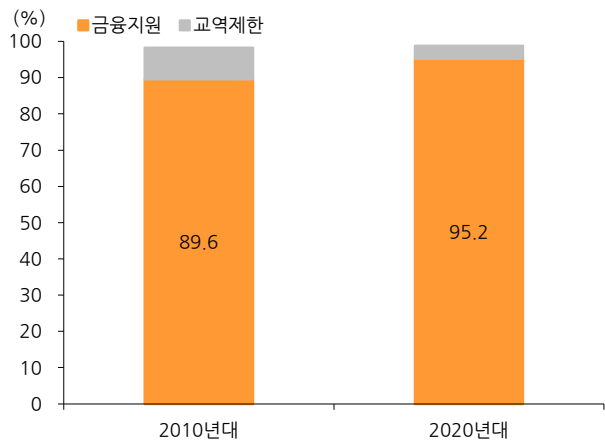
자료: National Bureau of Statistics, The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2010년대 들어서 기업이익 증가율 둔화



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

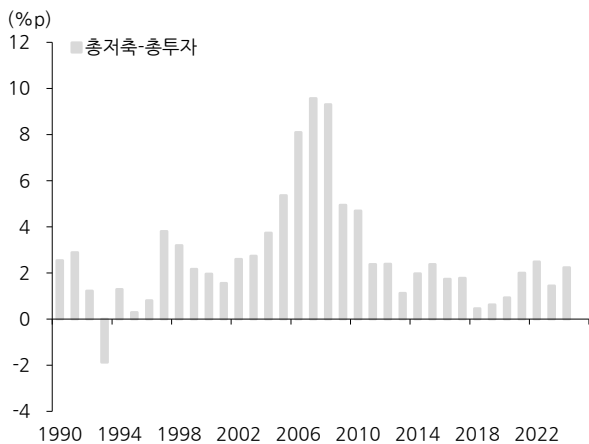
[그림20] 주로 금융지원을 통해 기업활동 뒷받침



주: 금융지원은 직접 보조금을 비롯해 정책금융, 출자, 세제혜택 등이 포함

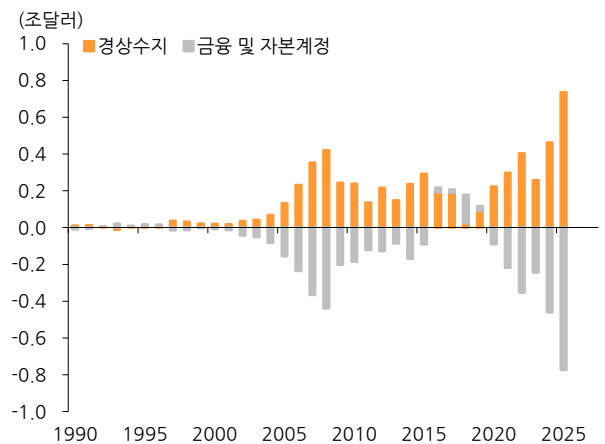
자료: Global Trade Alert, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 투자(수요)보다 저축(가용자금)이 많은 중국



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 수출로 벌어들인 달러는 대외자산 매입을 위해 유출



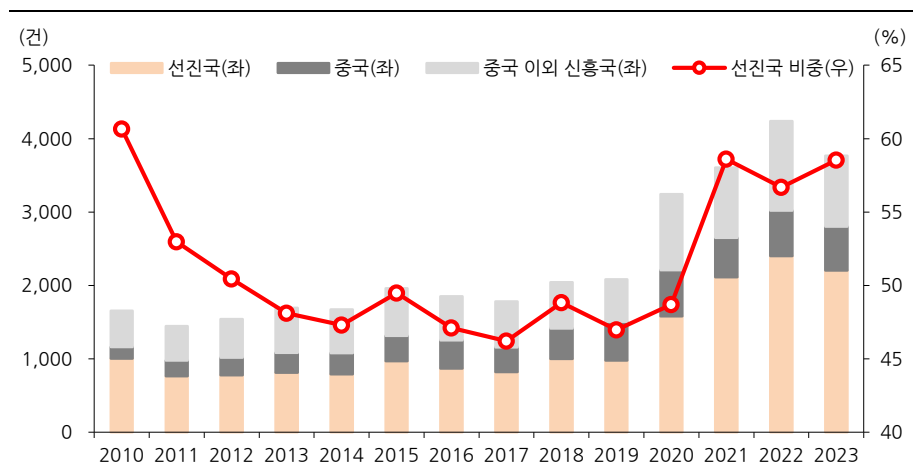
자료: State Administration of Foreign Exchange, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 진격의 정부

1. 선진국의 반격

선진국도 정부 주도	선진국 정부도 자원배분에 적극 관여하기 시작했다. <u>산업 및 재정정책 강화 기조의 확산은 불균형에 대응하기 위해 중국 모델을 일정부분 받아들인 것으로 봐야 한다.</u> 정부가 전략산업을 지원하고, 특정 산업 보호를 위해 수출을 통제하는 정책은 자본이 시장 논리보다 국가 개입에 따라 배분되고 있음을 시사한다.
산업정책 강화	첫째, 코로나 이후 전세계적으로 산업정책이 급증했는데, 특히 선진국 비중 확대가 두드러진다. 글로벌 산업정책에서 선진국 비중은 2010년대 48%에서 2021년 이후 58%로 확대됐다[그림23]. 코로나, 러시아-우크라이나 전쟁 등을 계기로 산업정책이 강화됐고, 선진국은 성장 불균형과 공급망 불안에 강경 대응하고 있다.
재정지원 확대	둘째, 재정 및 금융지원 정책이 늘었다. 보조금, 세액공제, 지급보증 등을 포함한 재정/금융지원 비율은 2010년대 40% 초반 수준에서 2019년 이후 55% 이상으로 높아졌다[그림24]. CHIPS Act와 IRA가 대표적이다. 정부가 적극적으로 투자에 개입하고 있다. 2022년 이후 수출정책도 급증했는데, 이는 미국의 대중국 반도체 장비 수출 통제를 비롯한 자국 산업 보호 기조 강화를 반영한다.
공급망과 안보 중시	셋째, 공급망과 국가안보 대응이 강해졌다. 2020년 이후 공급망 안정과 국가안보 관련 정책이 가파르게 늘고 있다[그림25]. 기존의 산업정책이 주로 자국 산업 경쟁력 강화에 집중했다면, 이제는 회복력, 안보 등이 핵심변수가 된 것이다. 이렇게 되면, 자원배분이 상대적으로 덜 효율적일 가능성이 있다.

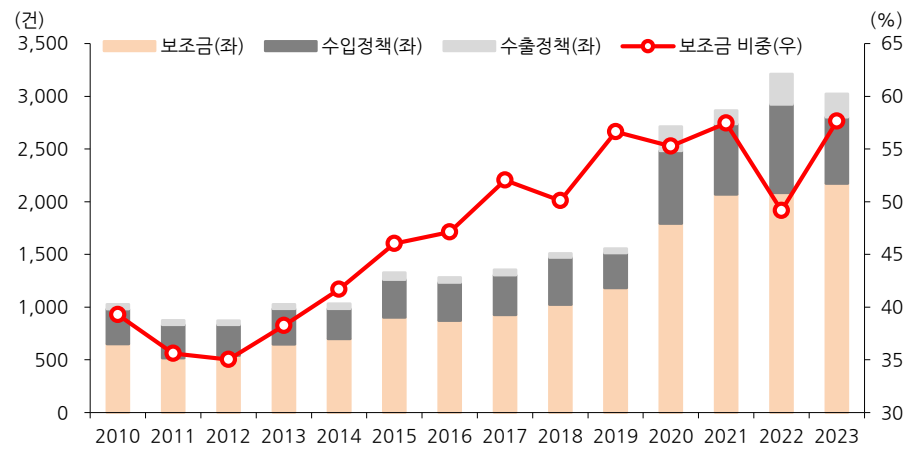
[그림23] 코로나 이후 선진국 산업정책 급증



주: 연도별 신규 산업정책 건수

자료: Global Trade Alert, 한화투자증권 리서치센터

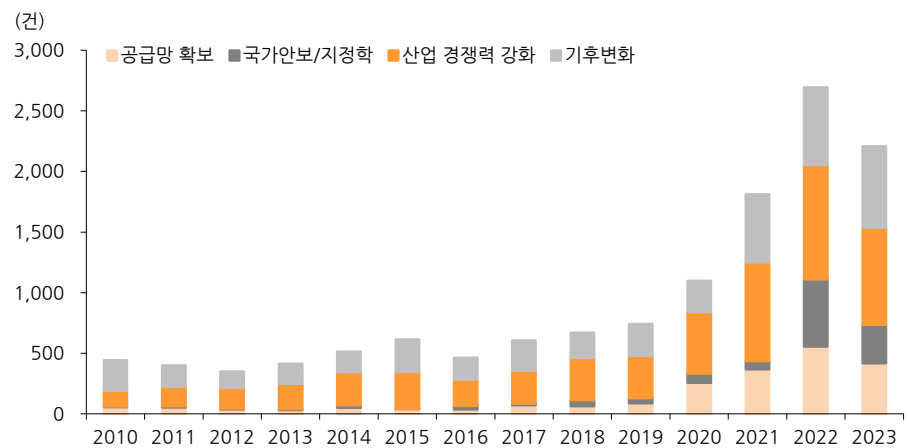
[그림24] 정책수단: 보조금을 비롯한 정부 지원과 수출통제 확대



주: 정책수단은 다수 선택이 가능해 전체 정책건수와 일치하지 않음

자료: Global Trade Alert, 한화투자증권 리서치센터

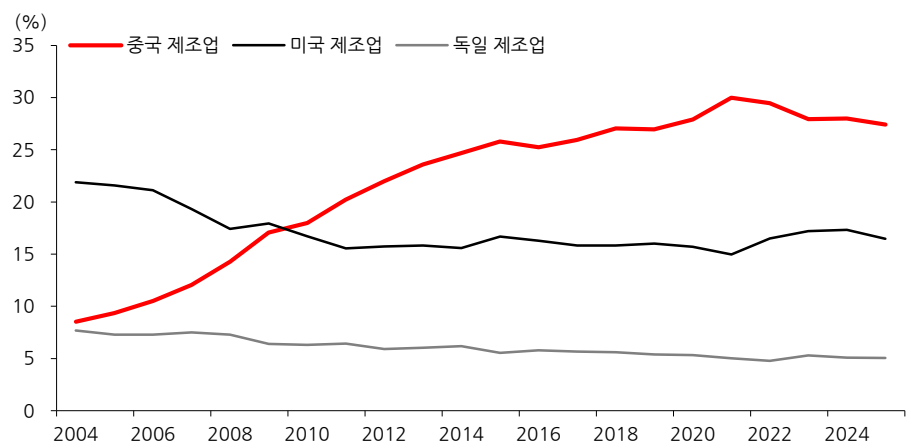
[그림25] 정책목적: 코로나 이후 공급망, 러-우 전쟁 이후 지정학 관련 정책 급증



주: 목적은 다수 선택이 가능하나 필수가 아니기 때문에 전체 정책건수와 일치하지 않음

자료: Global Trade Alert, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 선진국 제조업 경쟁력은 2010년 이후 정체



자료: World Bank, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

중국도 전략 유지

IMF가 제시하는 글로벌 불균형 완화 시나리오에서의 중국은 가계저축을 축소하고, 산업정책에 따른 자원배분 왜곡을 줄여야 한다. 최근 중국이 내수 강화를 유도하고 있지만, 국가가 주도하고 투자가 중심이 되는 기존 성장모델에서 완전히 벗어나기는 어려울 것으로 예상된다. 정치와 경제 시스템 전반적인 변화가 필요하고, 경기(제조업) 위축에 직면할 수 있기 때문이다.

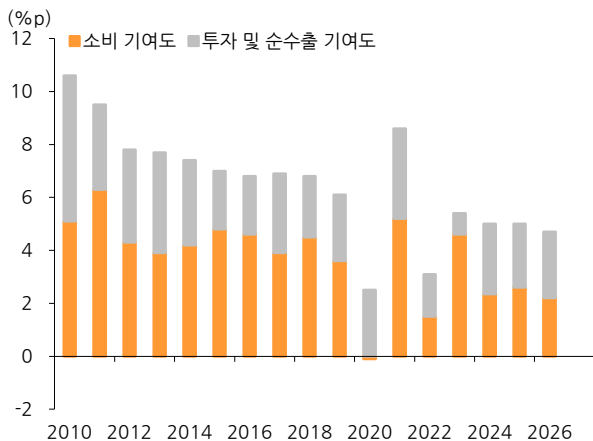
가계로의 소득 이전은
구조적 변화

첫째, 가계로의 소득 이전은 시스템 변화를 의미한다. 소비가 강해지려면 국가와 기업으로 집중됐던 자원이 가계로 흘러가야 한다. 그 과정에서 중국 고속 성장의 핵심인 지방정부, 국유기업, 국책은행의 영향력은 약화될 수밖에 없다. 이는 정치와 경제 모두에 연결된 사안이기 때문에 적극적으로 가계소비 확대를 추진하기가 쉽지 않다[그림27~30].

경기 위축 부담

둘째, 소비 주도 성장 과정에서 경기 위축이 심화될 수 있다. 과거 제조업과 수출 주도로 성장하다가 소비 비중이 높아진 일본을 참고할 만하다. 1990~2000년대 일본 GDP에서 소비 비중이 약 8%p 상승했는데, 같은 기간 전세계 GDP에서 일본이 차지하는 비중과 글로벌 제조업에서 일본 제조업의 비중은 각각 1/2, 1/3 축소됐다[그림31]. 제조업에 집중됐던 자원이 가계로 이동하면서 경쟁력이 약화된 것이다.

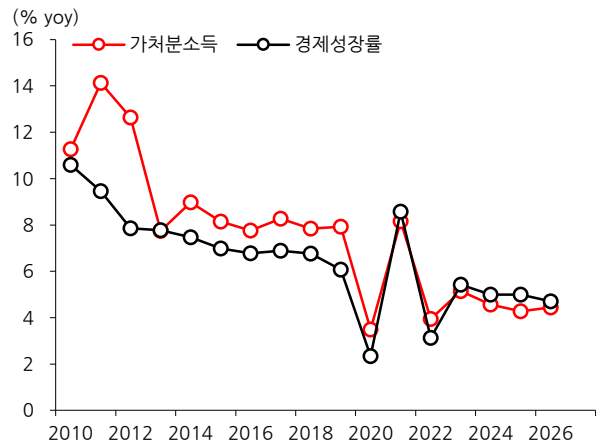
[그림27] 중국, 소비의 성장기여도 하락 지속



주: 지출항목별 성장기여도. 2026년은 상반기 기준

자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

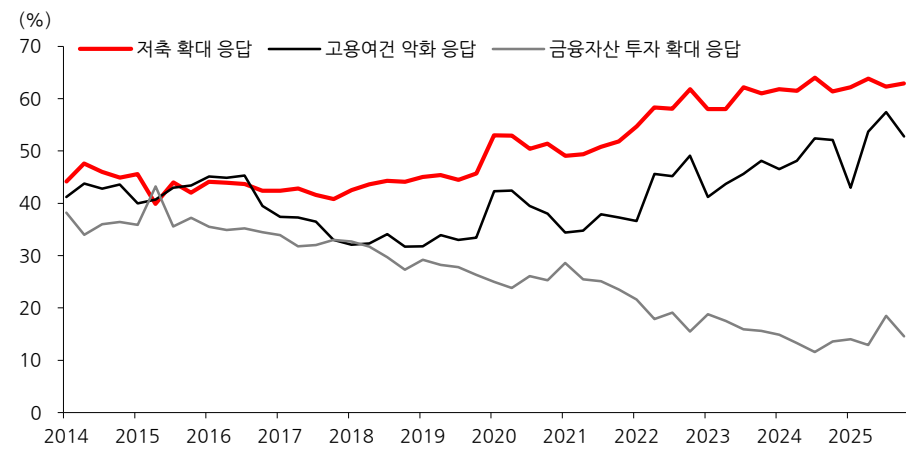
[그림28] 성장률을 하회하는 소득 증가율



주: 2026년은 상반기 기준

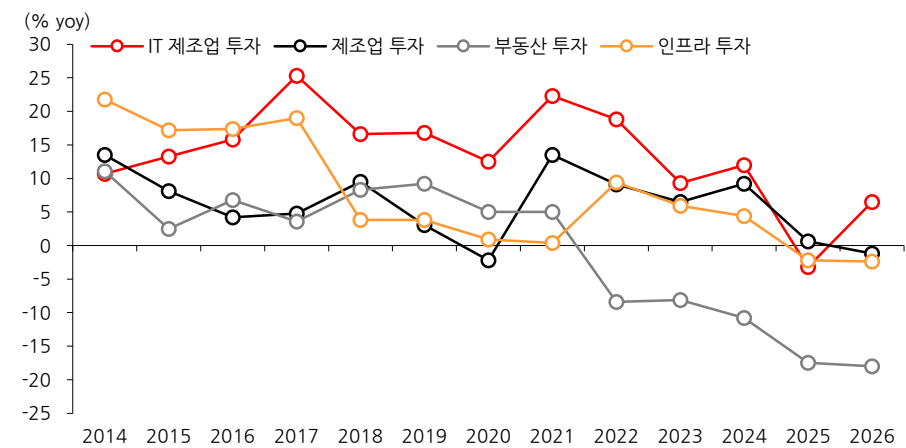
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 가계는 여전히 소비와 투자에 소극적



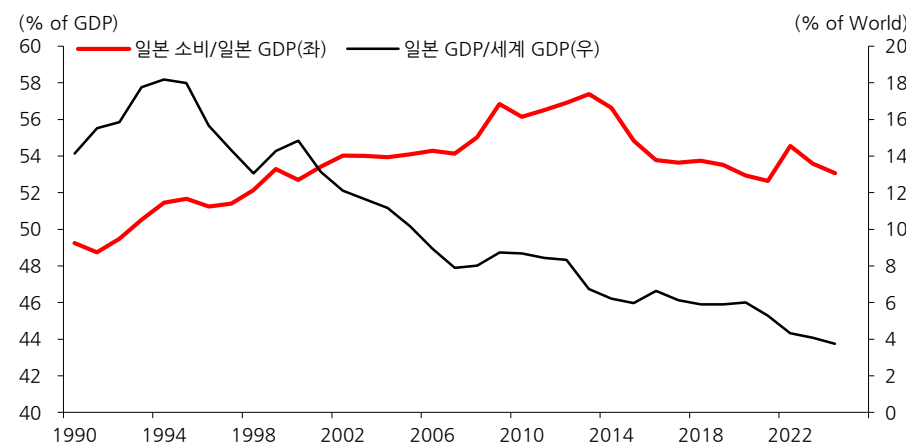
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 부동산 및 인프라 투자는 부진하지만, IT 투자 확대 기조는 유지



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 과거 일본 사례를 보면 소비 주도 성장 과정에서 경기 부진이 심화될 가능성 높음



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

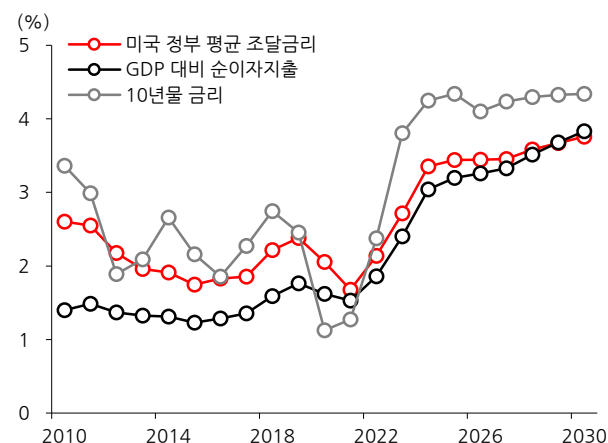
2. 달하지 않는 정부의 지갑

미국 조달비용 증가 미국 조달비용 증가가 본격화되고 있다. 2022년부터 장기금리 상승세가 강해졌는데, 정부 조달금리가 2년 정도의 시차를 두고 이를 반영 중이다[그림32]. 일본은 2015~22년 장기금리가 0% 부근에 머물면서 정부 조달금리도 대체로 1%를 하회했다. 최근 일본 10년물 국채금리 상승세가 가팔라지고 있지만, 평균 잔존만기가 9.5년로 이자비용 증가는 상대적으로 완만할 전망이다[그림33].

아직 한계는 아님 선진국 재정이 한계에 근접했다고 보기는 어렵다. 미국 재정이 아직 임계점에 도달하진 않았다고 보는 이유는 1) 성장(g)>금리(r)와 2) 글로벌 저축(S)>투자(I) 환경이 유지되고 있기 때문이다[그림36]. 정부지출 1단위 증가에 따른 생산 능력 개선이 비용보다 크고, 지출 확대 여파로 민간 투자에 제약이 생기는 부작용(구축효과)도 적다. 다만, 재정 악화에 따른 기간 프리미엄(장기채 보유에 대한 보상; term premium) 상승과 초과저축 감소에 따른 실질금리 상승은 재정 지출 효율이 낮아지고 있음을 시사한다[그림37].

금융억압 시나리오 재정 부담이 과도해지면 증세나 지출 축소로 대응해야 하지만, 정치적으로 거의 불가능해 보인다. 산업정책이 국가 간 경쟁으로 가고 있기 때문이다. 증세나 재정긴축 대신 중앙은행을 중심으로 정부부채 부담을 덜어주는 정책이 현실화될 수 있다(금융억압; Financial Repression). 유연한 인플레이션 대응(실질금리 하락), 금융기관의 국채 보유 확대 유도(시장금리 상승 억제) 등이 대표적이다. 이는 재정정책 임계점을 높이는 요인이자 물가 상방 압력일 가능성이 높다.

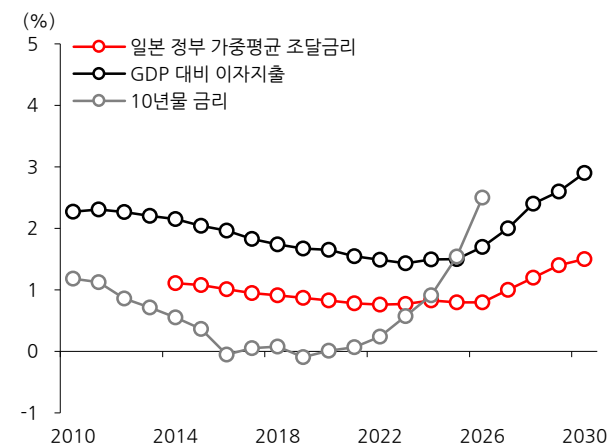
[그림32] 미국 정부 자금 조달비용 부담 본격화



주: 2026년 이후는 CBO 전망

자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

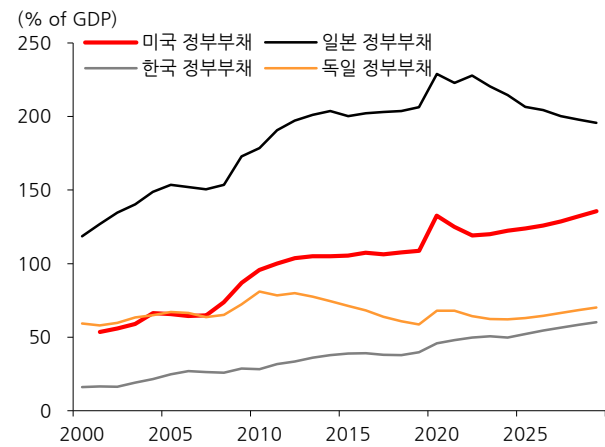
[그림33] 일본은 상대적으로 조달금리 상승에 시차 존재



주: 2026년 이후는 IMF 전망

자료: Ministry of Finance, IMF, 한화투자증권 리서치센터

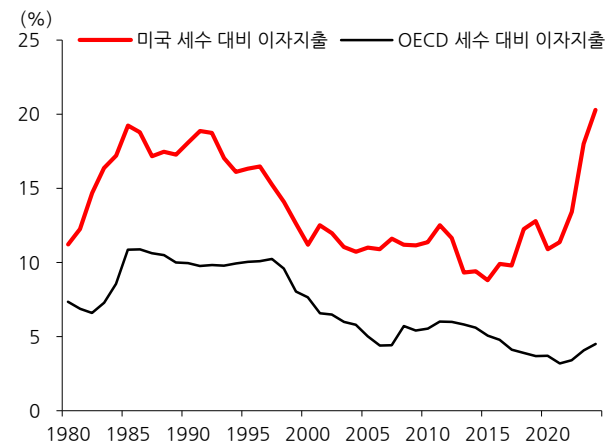
[그림34] 주요국 정부부채 비율 상승세 지속



주: 2026년 이후는 IMF 전망

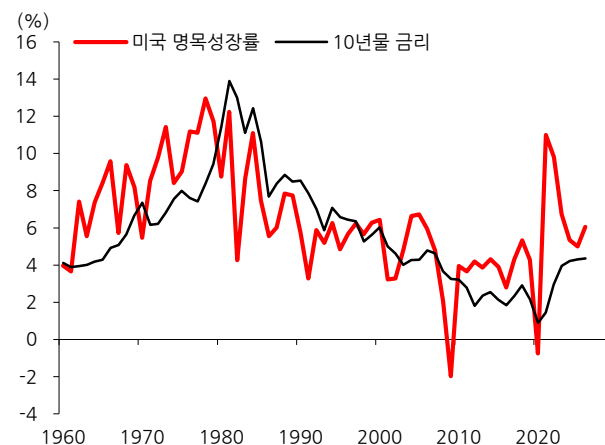
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 부채가 늘고 금리가 상승하면서 이자 부담 가중



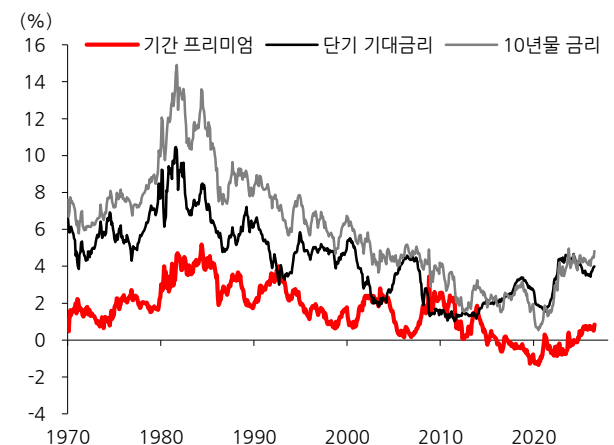
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 미국, 성장률(g)이 금리(r)보다 높지만 격차 축소



자료: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

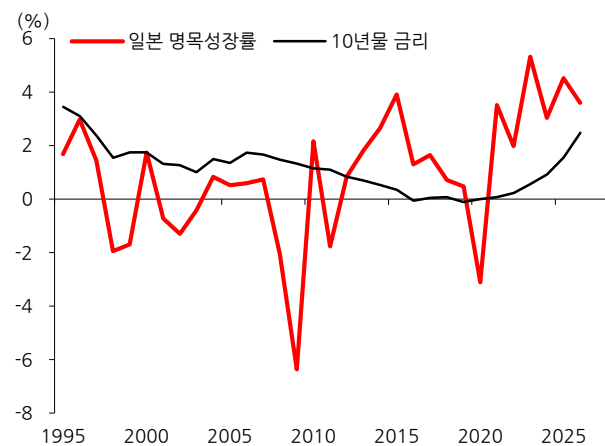
[그림37] 트럼프 취임 후 장기금리 상승은 기간 프리미엄 영향



주: 뉴욕 연은 ACM model 기준. 10년물 금리 구성요소 분해

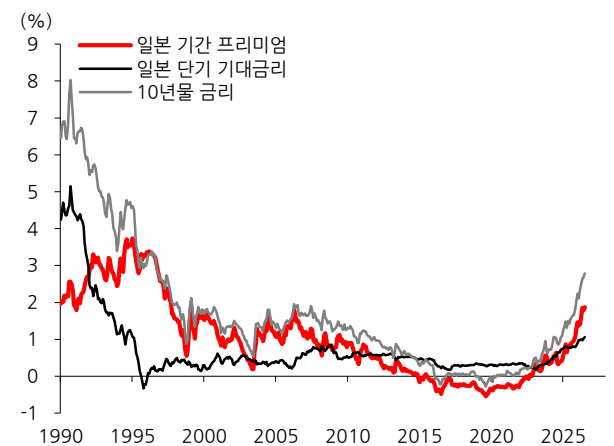
자료: FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 일본도 성장(g)>금리(r). 다만, 금리 레벨 달라지고 있음



자료: Economic and Social Research Institute, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 일본 장기금리 상승도 주로 기간 프리미엄 때문



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 귀해지는 자본

투자는 자금수요
저축은 자금공급

주요국 투자 확대는 일반적으로 금리 상승 요인이지만, 이는 다른 모든 조건이 동일할 때 성립한다. 균형금리는 자금수요(투자) 곡선과 자금공급(저축) 곡선에 따라 변동한다. 투자가 늘어도 저축이 더 큰 폭으로 늘면 금리는 하락할 수도 있다. 아직 자금수요 증가가 금리 상승으로 이어지는 국면은 아니지만, 자금의 초과공급(=저축-투자)은 줄고 있다.

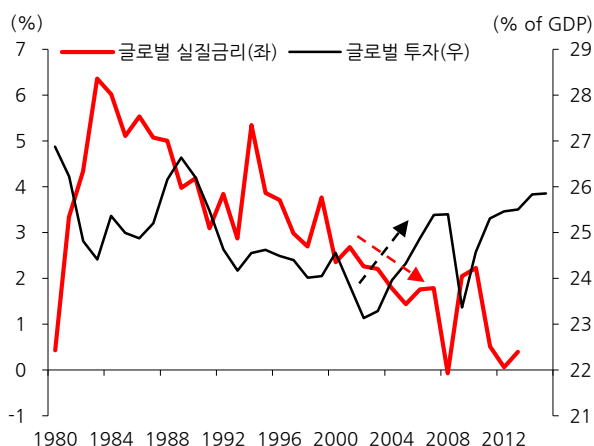
2000년대 사례

글로벌 투자율 상승에도 금리가 하락했던 대표적인 시기는 2000년대다. 자금수요가 늘었지만, 신흥국 저축 증가가 이를 상쇄해면서 금리가 낮아졌다[그림 40, 41]. 금리는 자금을 조달하면서 지불하는 가격이기 때문에 자금수요와 공급이 균형을 이루는 수준에서 결정된다[그림 42]. 투자와 저축의 절대적인 레벨이 아니라 상대적인 이동을 감안해야 한다.

금리 상승의 트리거

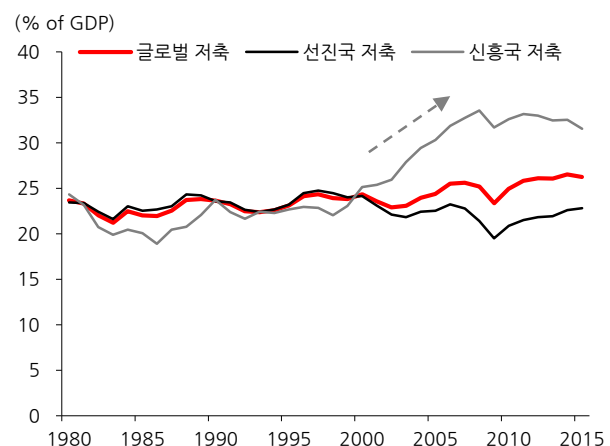
지금까지는 투자와 저축, 즉 자금수요와 공급 곡선이 비슷하게 우측으로 이동하고 있어 균형금리 변동이 제한적이었다. 미국은 자본을 수입(=정상수지 적자)해왔고, 중국, 일본, 유로존은 초과저축을 미국에 공급(=정상수지 흑자)해왔다[그림 44]. 자금을 공급했던 국가들이 투자를 늘리면, 초과저축이 감소하면서 금리 상승 압력이 높아질 것이다. 중국 투자율-저축률 격차가 축소되거나 미국 이외 국가들의 투자 증가세가 강해지면, 실질금리 추가 상승에 대비해야 한다.

[그림 40] 2000년대 투자 늘었지만 실질금리는 하락



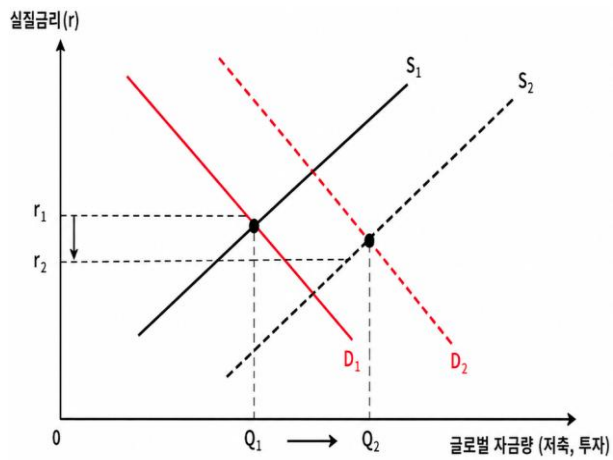
주: 글로벌 실질금리는 주요국 10년물 국채금리-기대인플레이션을 GDP로 가중평균
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림 41] 신흥국 중심으로 저축도 크게 증가했기 때문



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 투자(수요)보다 저축(공급) 증가 폭 크면 금리 하락 압력



자료: 한화투자증권 리서치센터

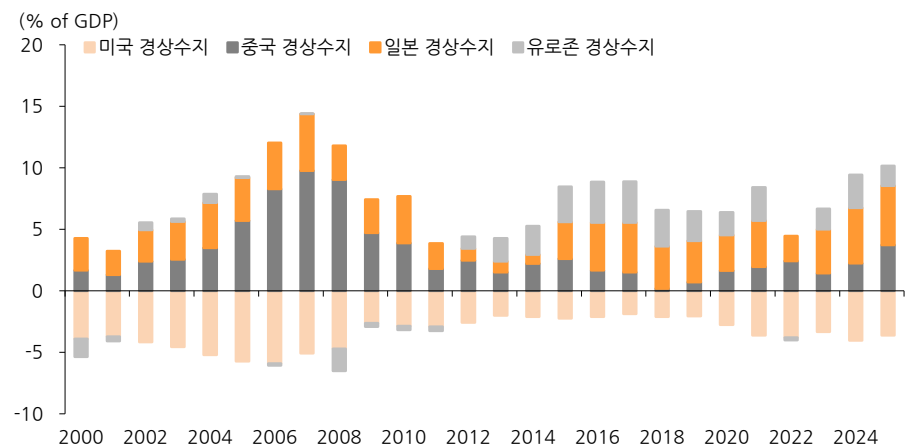
[그림43] 미국 장기 실질금리는 코로나 이후 반등



주: 국제금리, 인플레이션 기대 등을 토대로 클리블랜드 연인이 추정

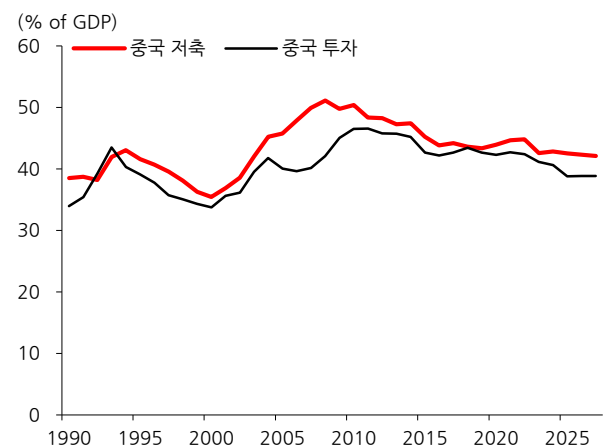
자료: FRB of Cleveland, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 미국 자금수요 강해지고 있지만, 다른 선진국은 여전히 자금 순공급



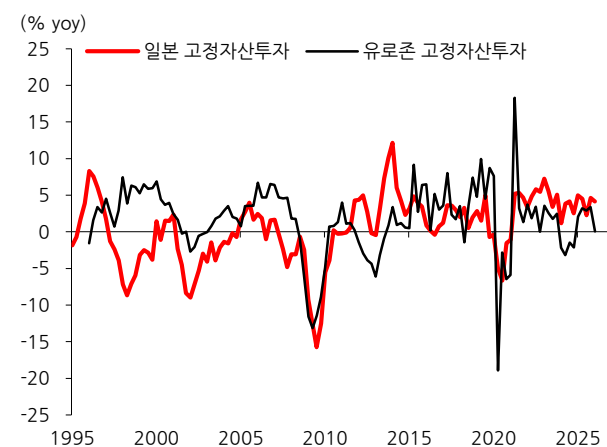
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 중국은 여전히 자금 수요(투자)보다 공급(저축) 우위



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 선진국 투자 확대는 향후 자본 수요 증가 요인일 것



자료: Economic and Social Research Institute, Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

4. 첫인상은 인플레이션

90년대보다
물가 부담 높음

이번 글로벌 투자 확대 사이클에서의 물가 흐름은 1990년대 IT 붐과 2000년대 중국 투자 주도 성장 사례가 혼재될 것으로 예상된다. AI의 생산성 개선 효과 확인에는 시간이 필요한데, AI 산업은 자본 집약적이다. 사이클 초기에는 원자재와 산업재 수요 확대에 따른 가격 상승, 이후 생산성 개선 효과로 물가 상방이 제한되는 흐름을 예상한다.

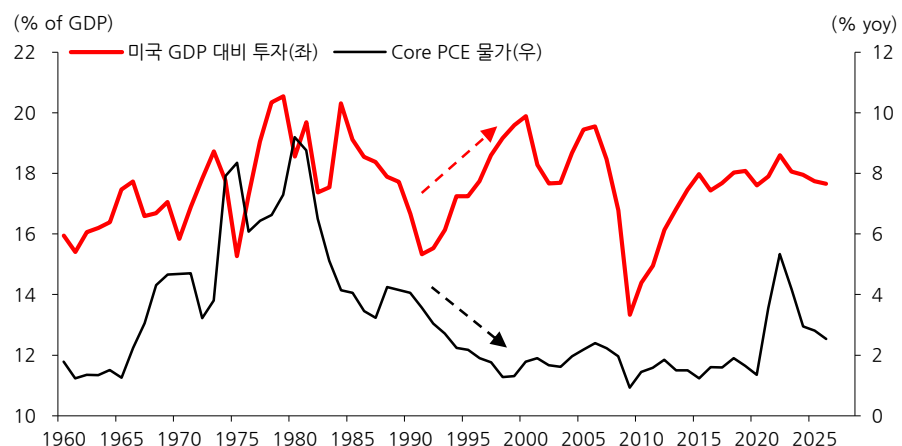
생산성 개선 추세

1990년대 투자 확대와 물가 둔화 조합은 생산성 개선의 결과다. IT 투자가 늘면서 공급능력(생산성)이 수요(투자)보다 빠르게 강해졌고, 물가는 안정됐다[그림47]. 미국 노동생산성은 1970~80년대 연평균 1.4% 성장하다가 IT 붐 당시 3.0% 성장했고, 같은 기간 단위노동비용 증가율은 5.5%에서 1.4%로 하락했다[그림48]. 코로나 이후 노동생산성(+2.2%)과 단위노동비용(+1.9%)은 90년대와 같은 물가 안정을 확신할 정도는 아니지만, 1970~80년대보다는 양호하다.

자본 집약적인 AI 산업

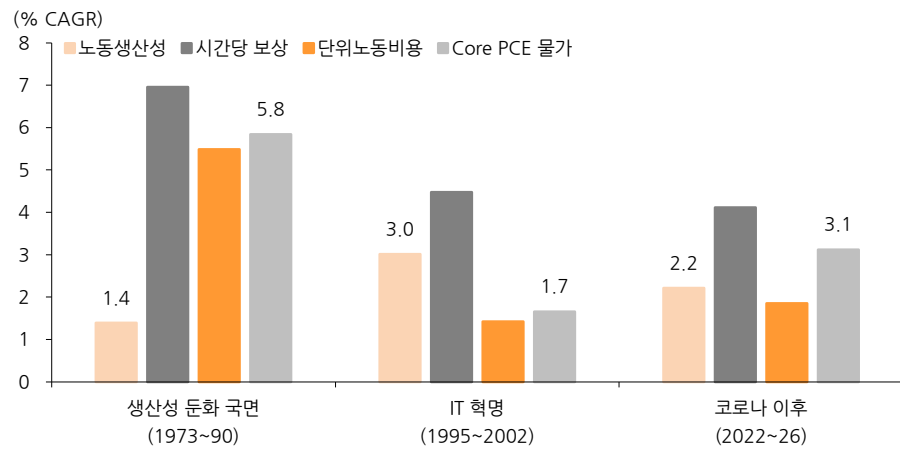
AI 산업의 자본 집약적인 특성을 감안하면, 2000년대 중국 제조업 호황 사이클도 참고할 만하다. 당시 중국 투자 확대로 광물과 금속 수요가 급증하면서 원자재 가격이 상승한 반면, 공산품 가격은 제조업 공급능력 개선으로 하락했다[그림51]. AI 산업은 반도체, 데이터센터, 전력 및 냉각 시설 등 광범위한 부문의 투자가 필요한 데다, 대다수 국가들이 동시에 투자를 늘리고 있기 때문에 원자재 가격 상승 가능성을 염두에 뒀다.

[그림47] 1990년대 투자 강해졌으나 물가 상승세는 둔화



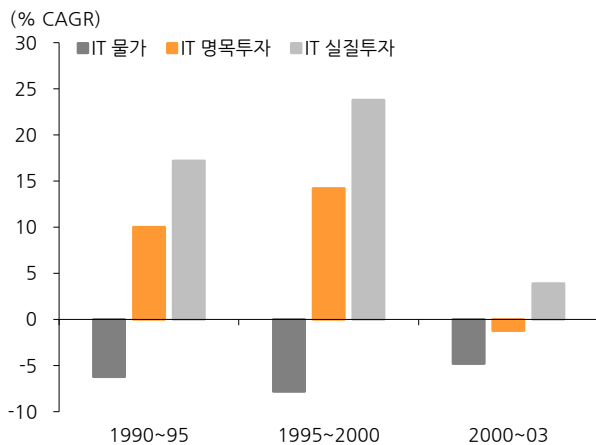
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 90년대 IT 투자 확대에 따른 생산성 향상이 물가 안정에 기여



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

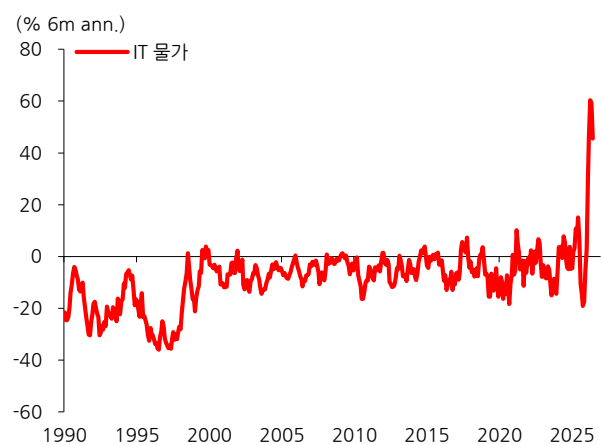
[그림49] 90년대 IT 물가 하락은 실질투자 증가세 강화로 연결



주: IT 구성품목은 컴퓨터, 소프트웨어, 통신장비

자료: Bureau of Economic Analysis, FRB of San Francisco, 한화투자증권 리서치센터

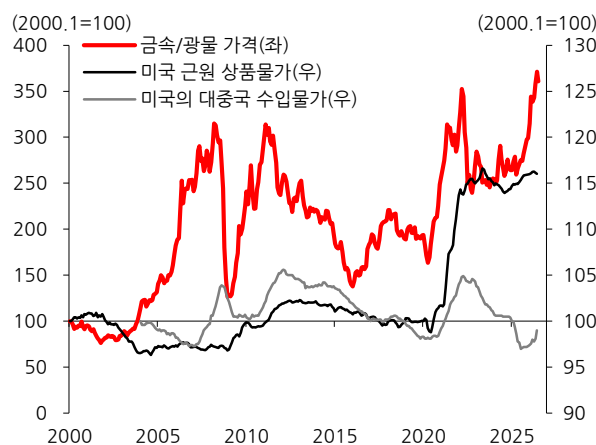
[그림50] 반면, 최근 IT 물가는 가파르게 상승



주: PCE 물가 내 Computer Software & Accessories index의 6개월 전 대비 변동을 연율화

자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

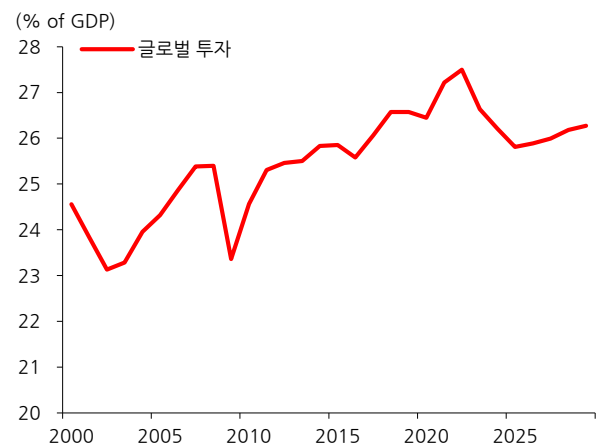
[그림51] 2000년대 중국 투자 주도 성장으로 원자재 가격 상승



주: 대중국 수입물가는 2004.1=100

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

[그림52] 글로벌 투자 확대가 원자재 가격을 자극할 가능성



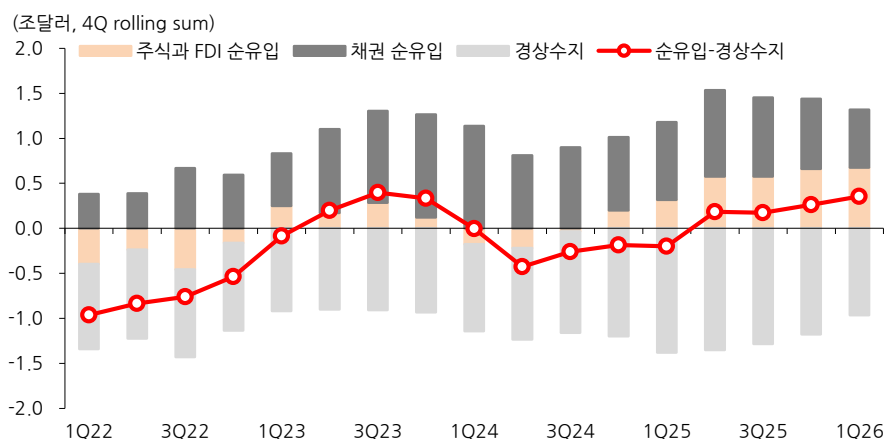
주: 2026년 이후는 IMF 전망

자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

5. 쉽지 않은 탈달러

- 자본 유출보다 유입** 달러화의 위상에 대한 우려가 있지만, 달러 가치 하락 조짐은 미약하다. 트럼프 취임 이후에도 해외에서 미국으로 유입된 자본(=주식, 채권, 직접투자 순유입)이 미국에서 해외로 유출된 자본(=경상수지 적자)보다 크다[그림53]. 경상수지 적자 확대는 일반적으로 달러화 약세 요인으로 인식되지만, 미국으로의 자금 유입이 이를 상쇄하면 약달러 압력은 제한적일 수 있다.
- 미국의 상대적 우위** 미국 생산성과 성장이 상대적으로 강하다는 점도 달러 가치를 뒷받침한다[그림 56,57]. 환율은 다른 통화에 대한 상대가격이기 때문에 미국과 여타 선진국 간의 격차도 중요하다. 미국 주식과 회사채 시장으로의 자금 유입이 강해지고 있는데, 이는 성장과 기업에 대한 긍정적인 전망을 반영한 것이다[그림54,55]. 향후 미국 이외 선진국들의 투자 확대가 생산성 개선으로 이어진다면, 미국 자산 대비 여타 선진국 자산 수익률이 높아질 수 있다.
- 약달러 시나리오** 자본 효율성이 저하되면 달러를 비롯한 미국 자산에 대한 선호도 약해질 것이다. 1) 주식, FDI, 회사채와 같은 민간으로의 자금 유입 감소(=미국 성장 전망 약화), 2) 기간 프리미엄이 주도하는 장기금리 상승(=재정 악화 우려), 3) 여타 선진국 투자 및 성장 기대 강화(=비미국으로의 자본 이동) 등을 약달러 시그널로 볼 수 있다. 미국의 지출 확대가 충분한 성장을 만들지 못할 것이라는 전망이 강해지면, 달러 표시 자산에 대한 선호도 약해질 수밖에 없다.

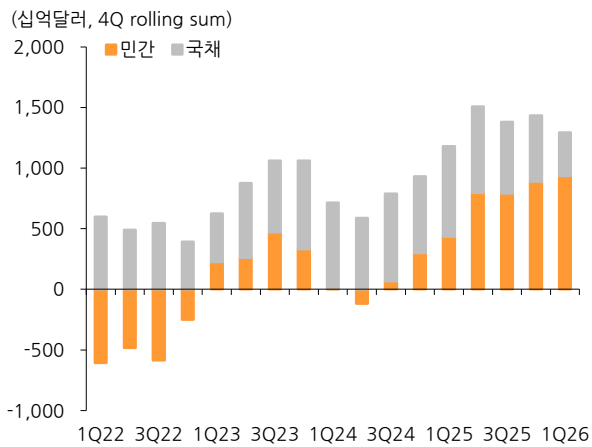
[그림53] 미국으로의 자본 유입 > 미국에서 해외로 자본 유출



주: 순유입은 '외국인의 미국자산 투자-미국인의 해외자산 투자'. 4분기 이동합 기준

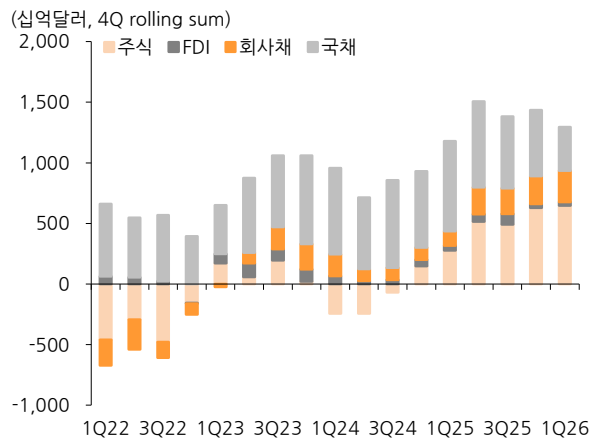
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 미국 정부(국채)보다 기업(주식)으로의 자금 유입 강화



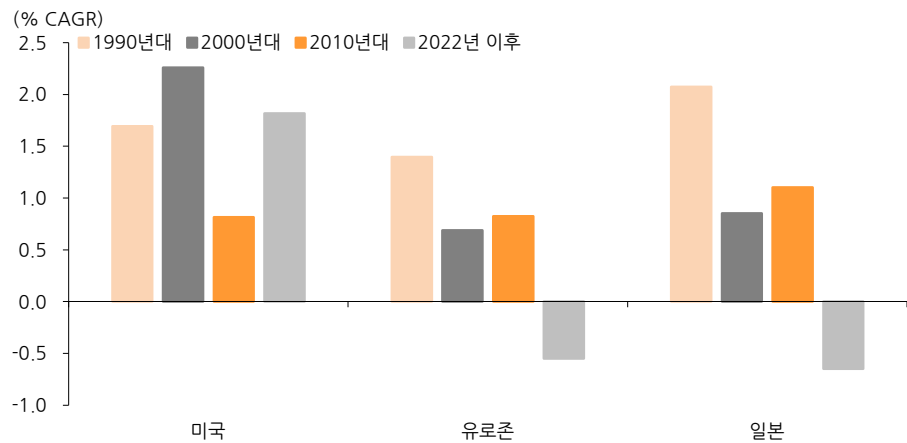
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 주식과 회사채 시장으로의 자금 유입 강화



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

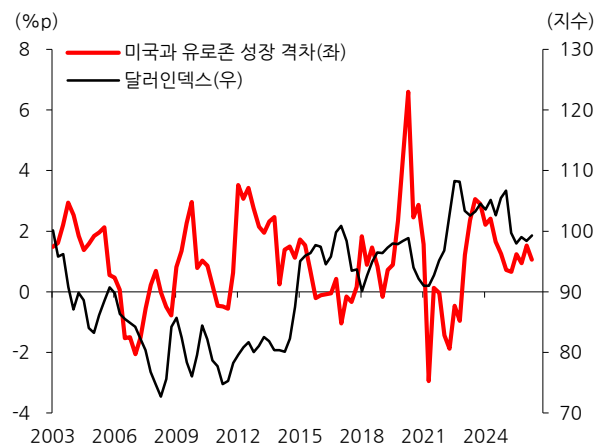
[그림56] 미국 생산성 개선, 유로존과 일본 생산성 저하



주: Real GDP per hour worked. 1990년대 유로존은 1995~99년 기준

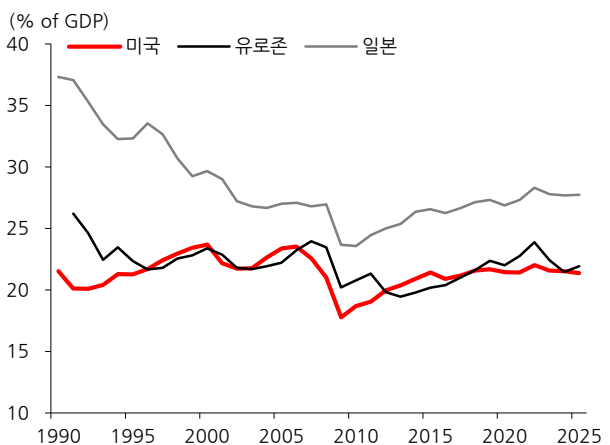
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 미국의 성장 우위는 달러화 약세를 제한하는 요인



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 선진국 투자 확대 기초 지속 전망



주: Gross capital formation

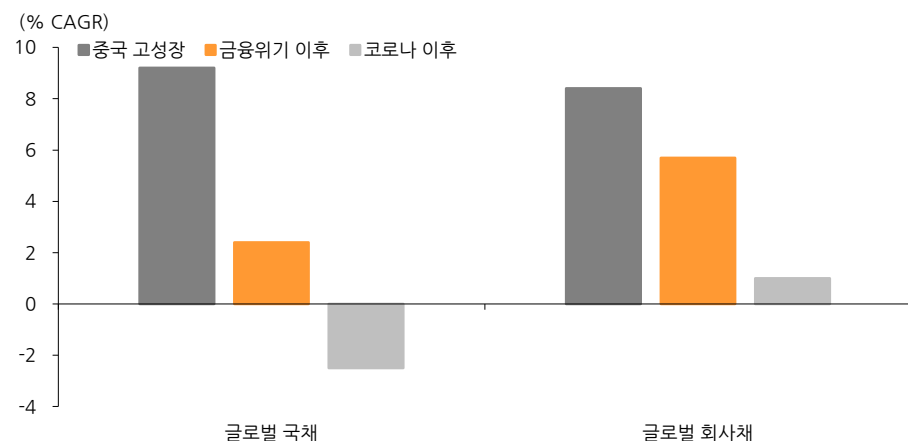
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

IV. 실물자산 재평가

1. 채권 수난시대

채권 매력 약화	2000년 이후 자산시장에서 가장 눈에 띄는 변화는 채권의 부진이다. 글로벌 국채의 연평균 수익률은 2000년대 9.2%, 2010년대 2.4%, 2022년 이후 -2.5%로 꾸준히 하락했다[그림59]. 중국이 고속 성장했던 2000년대와 정부 주도 투자가 늘고 있는 지금은 모두 투자 사이클로 볼 수 있지만, 채권 흐름은 상반됐다.
실질금리 상승	수익률 격차는 실질금리로 설명 가능하다[그림60]. 2000년대에는 중국 투자(자금수요)가 증가했지만 신흥국 저축(자금공급)이 더 크게 늘면서 실질금리(가격) 상승이 제한됐다(2003년 2.1%→2007년 2.3%). 반면, 이번 사이클은 주요국들이 투자를 늘리고 있는 데다, 정부 수요까지 더해지면서 실질금리 상승 압력이 확대되고 있다(2021년 -0.9%→2026년 2.0%).
재정여건 악화도 부담	재정 불확실성도 부담이다. 국채발행 확대와 기간 프리미엄 상승은 금리를 끌어올리는 요인이다(=채권가격 하락). 장기채 약세가 이를 반영한다[그림62,63]. 정부부채 부담 완화를 위해 금리 상승을 제한하는 정책이 실행돼도 채권을 매력적으로 보기는 어렵다. 채권은 듀레이션이 있는 금융자산인데, 금융억압은 실질수익률 하락을 유도한다. 향후 중앙은행이 확장재정을 지원하는 기조가 되돌려지면(=긴축, 인플레이션 대응 강화), 장기채 비중을 늘려야 한다.

[그림59] 낮아지는 채권 투자 매력



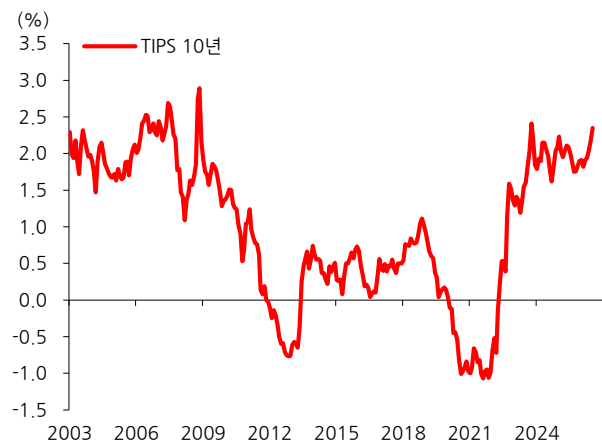
주1: 국채는 Bloomberg Global Treasury Total Return Index, 회사채는 Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

주3: 금융위기와 코로나 영향을 최소화하기 위해 2008년과 2021~22년은 분석에서 제외

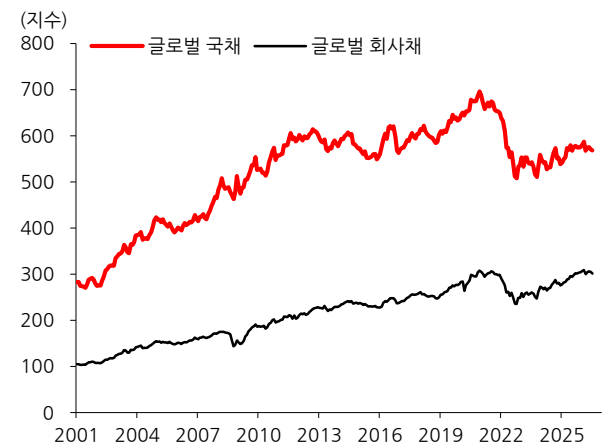
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 2000년대와 달리 실질금리 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

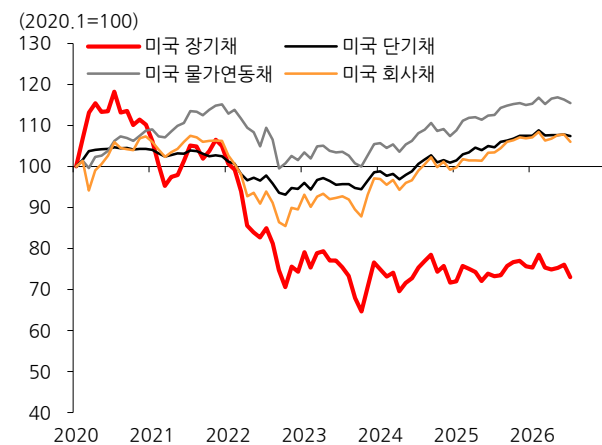
[그림61] 코로나 이후 국채 부진 심화



주: Total Return Index 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

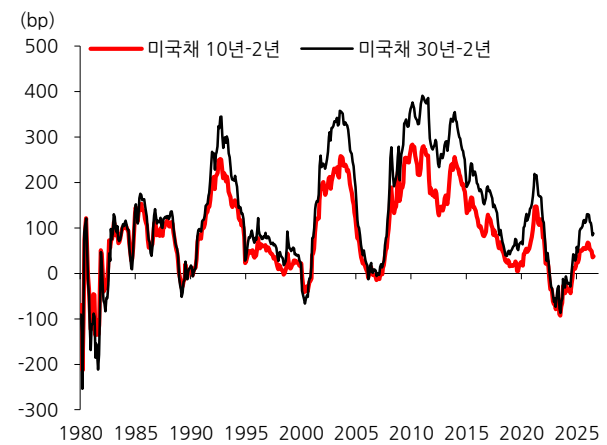
[그림62] 재정여건 악화를 반영한 장기채 약세 두드러짐



주: Total Return Index 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 장단기 금리차 확대는 재정 부담을 반영



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. AI Capex 전성시대

채권 대비 주식 강세

2000년 이후 주식의 절대 수익률은 12% 내외였고, 상대성과도 양호했다. 코로나 이후 채권 대비 주식 상대가격은 연평균 15.4% 상승해 중국 고성장 당시 3.6%와 금융위기 이후 9.3%를 넘어섰다[그림64]. 적극적인 정책대응과 AI 투자는 성장 및 실적 개선 요인(=주식 선호)이면서 동시에 실질금리 상승 요인(=채권가격 하락)이기 때문이다. 정부 주도 투자가 강화된다면, 주식의 상대적 강세도 두드러질 전망이다. 다만, 전통적인 투자 사이클과는 다른 흐름일 것이다.

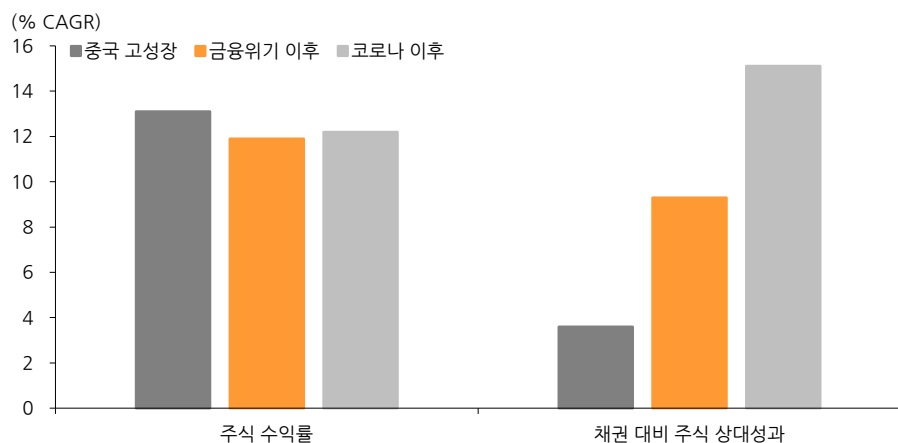
IT와 산업재가 핵심

이번 사이클의 핵심은 IT와 산업재라고 생각한다. AI 투자는 GPU와 반도체뿐만 아니라 데이터센터, 전력시설 같은 유형자산 수요를 유발한다. 무형자산(소프트웨어, 플랫폼)이 강했던 IT 사이클(2010년대)과 유형자산(중장비, 건설)이 주도했던 투자 사이클(2000년대)의 성격을 동시에 가지고 있다. IT가 2010년대보다 강하고, 산업재 수익률이 2000년대(중국 제조업 성장) 당시와 비슷하다는 점은 필자의 주장을 뒷받침한다[그림65].

소재 부진 에너지 양호

반면, 소재 업종은 덜 매력적이다. 2000년대 중국 투자 사이클은 철강, 화학 등의 수요가 급증하면서 소재-산업재로 수요가 확산됐지만, AI 투자와 소재의 연결고리는 약하다. 글로벌 증시 대비 소재 업종의 상대성과는 2000년대 +12.0%, 코로나 이후 -5.0%다[그림66]. 반면, 에너지는 글로벌 증시를 이기고 있다. 공급 제약과 전력수요, 안보 강화 기조를 감안하면, 에너지는 양호한 흐름을 이어갈 가능성이 높다.

[그림64] 채권 대비 주식 강세 부각



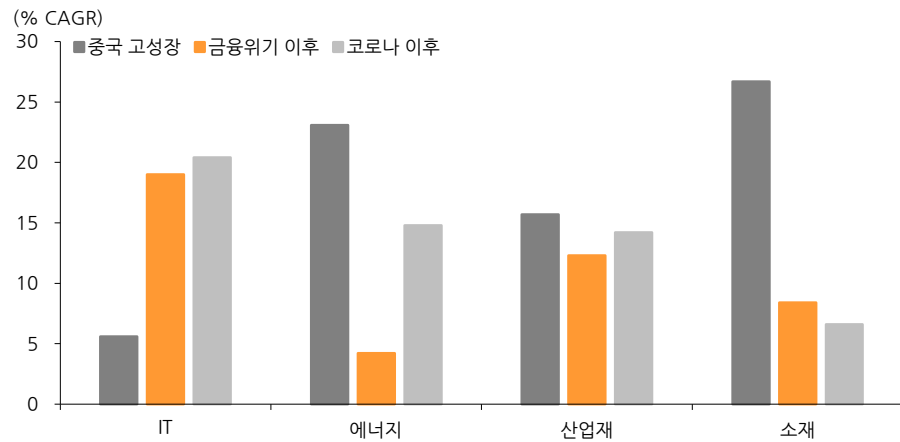
주1: 주식은 MSCI AC World Net Total Return Index, 채권은 Bloomberg Global Treasury Total Return Index

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

주3: 상대성과는 채권 대비 주식 상대가격(=주식/채권)의 CAGR

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 코로나 이후 업종별 수익률: IT 강세, 산업재와 에너지 양호

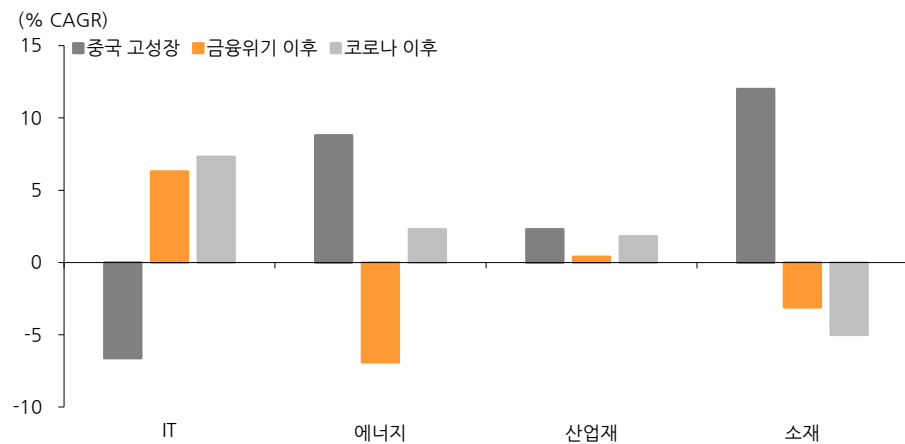


주1: MSCI ACWI Sector Net Total Return Index

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 글로벌 증시 대비 상대성과: IT 강하고, 소재 부진



주1: MSCI ACWI Sector Net Total Return Index

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

주3: 상대성과는 MSCI ASWI 대비 업종지수 상대가격(=업종지수/벤치마크)의 CAGR

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 원자재의 매력

금융자산보다 실물자산

이번 사이클에서는 원자재에도 주목해야 한다. 투자 확대 국면에서 산업용 금속 수요가 늘고, 정책 불확실성 헤지(hedge) 수요도 증가할 것으로 예상된다. 원자재 수익률이 2010년대 수준을 상회하고, 채권 대비 양호한 성과를 기록하는 흐름이 유지될 전망이다.

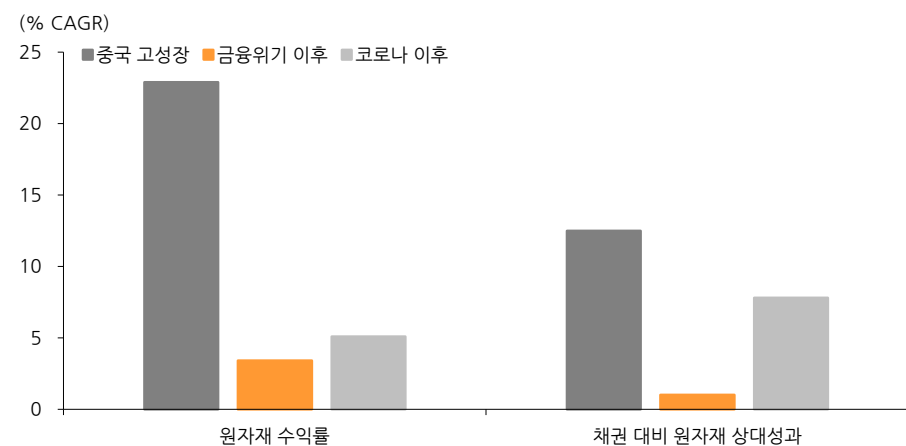
선택적 수혜

다만, 투자 확대에 따른 원자재 수혜의 범위는 한정적일 가능성이 높다. 소재 업종 부진에서 확인한 바와 같이 이번 AI 사이클은 과거 중국 제조업 사이클과는 다르다. 투자 수요가 원자재 전반으로 파급되는 것이 아니라 AI 인프라 관련 원자재로 수혜가 집중될 것이다. 원자재 수익률은 반등했지만, 산업용 금속 가격 상승이 더딘 흐름은 필자의 견해를 뒷받침한다[그림68].

금(gold)의 매력

채권 대비 원자재 강세는 자원(실물)과 자본(금융)의 희소성이 동시에 높아지고 있음을 시사한다. 코로나 이후 채권 대비 원자재 상대가격 상승률은 7.8%로 높아졌다[그림67]. 금(gold) 가격 상승세 강화는 재정여건 악화와 통화 가치 하락 리스크에 대한 헤지(hedge) 수요를 반영한다[그림68]. 정부 주도 투자가 강해진다는 전제라면, 채권 대비 실물자산 강세와 금과 산업용 금속 동반 강세가 이어질 것으로 본다.

[그림67] 원자재는 투자 확대 국면에서 상대적으로 양호한 수익률 기록



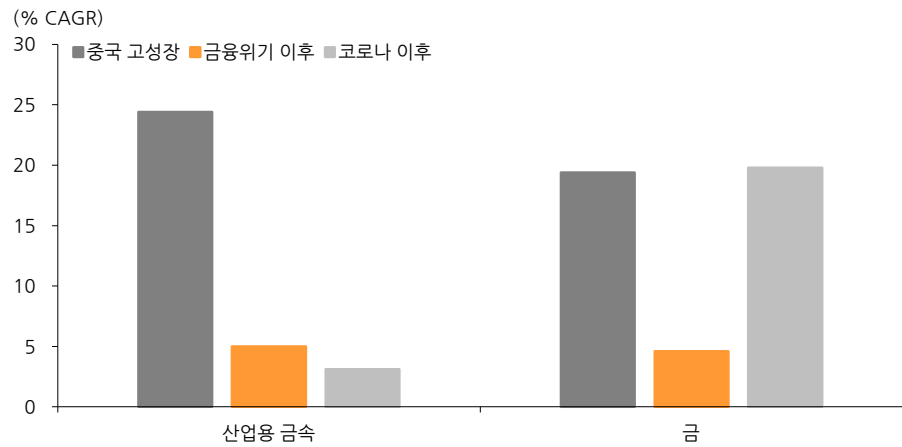
주1: 원자재는 Bloomberg Commodity Spot Index. 채권은 Bloomberg Global Treasury Total Return Index

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

주3: 상대성과는 채권 대비 원자재 상대가격(=원자재/채권)의 CAGR

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 산업용 금속 가격 상승세 둔화 vs. 금 가격 상승세 강화

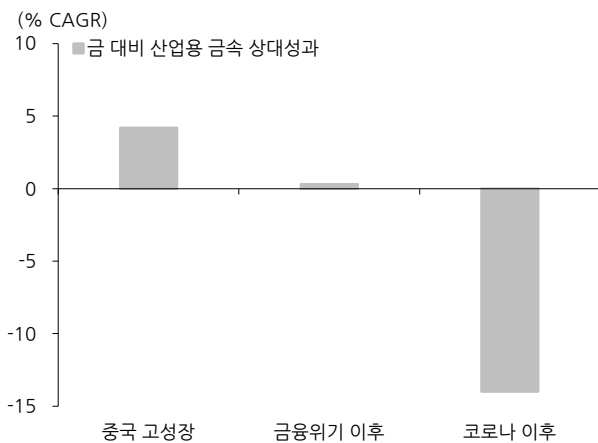


주1: 산업용 금속은 Bloomberg Industrial Metals Spot Subindex. 금은 현물가격

주2: 중국 고성장 국면은 2002.1~2007.10, 금융위기 이후 국면은 2009.1~2019.12, 코로나 이후 국면은 2022.1~2026.7

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

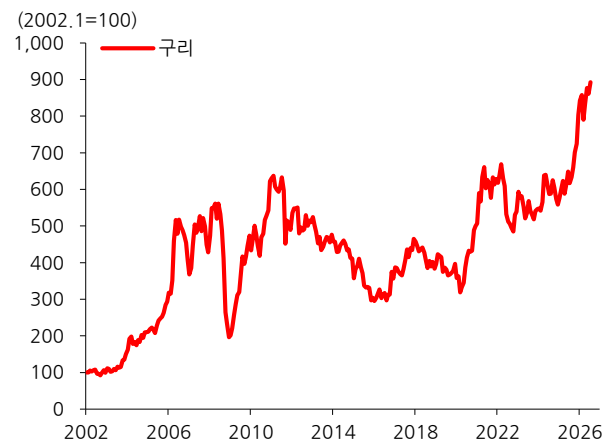
[그림69] 2000년대 사이클과 달리 금이 상대적으로 강함



주: 상대성과는 금 대비 산업용 금속 상대가격(=산업용금속/금)의 CAGR

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 구리는 AI 투자 사이클의 수혜 금속일 가능성



주: 구리 현물가격

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

V. 8 월의 매크로

한국

올라오는 비반도체

- 비반도체 회복에 따른 IT와 비IT 격차 축소 긍정적
- 소재(철강, 석유제품), 산업재(변압기, 건설기계) 수출 반등
- 반도체 수출 증가율은 정점 통과 유력
- 메모리 반도체 수출단가 상승세 지속. 사이클 위축은 아님

[표1] 한국 주요지표

(% yoy, 지수)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
수출	1.1	12.6	3.5	7.9	13.3	33.9	29.4	50.4	47.8	52.9	70.4	63.0(▽)
수입	-4.1	8.3	-1.5	1.1	4.6	11.7	7.5	13.9	16.7	20.7	30.0	26.5(▽)
일평균 수출액	25.9	27.5	29.8	27.0	29.0	28.0	35.6	38.0	35.7	42.7	45.3	41.2(▽)
무역수지	64.0	94.8	60.0	94.7	121.5	87.0	157.1	265.8	236.5	268.3	359.0	303.9(▽)
경상수지	98.5	142.2	75.7	129.0	187.0	132.6	231.9	379.3	282.9	386.1	497.3(△)	

소비자물가	1.7	2.1	2.4	2.4	2.3	2.0	2.0	2.2	2.6	3.1	3.2	2.8(▽)
근원 소비자물가	1.9	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.2	2.5	2.4	2.5(△)
광공업생산	2.2	14.4	-7.6	0.0	1.6	6.8	-2.3	3.8	1.3	-1.1	5.8(△)	
소매판매	-0.5	2.3	0.7	0.5	1.2	0.5	4.2	5.0	1.4	1.5	4.2(△)	
설비투자	-2.5	11.5	-4.4	-0.3	-12.2	13.6	6.5	9.8	7.6	9.7	21.7(△)	
건설투자	-17.7	-3.8	-24.6	-16.6	-6.4	-7.0	-5.9	-5.6	-6.6	-3.2	-4.0(▽)	
취업자(백만명)	29.0	29.2	29.0	29.0	28.2	28.0	28.4	28.8	29.0	29.1	29.2	29.1(▽)
실업률(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	4.1	4.1	3.4	3.0	2.9	2.9	2.8	2.6(▽)
선행 순환변동치	100.9	100.9	100.9	101.1	101.6	102.2	102.8	103.5	104.1	104.8	105.7(△)	
동행 순환변동치	99.8	99.8	99.4	99.2	99.0	99.0	99.6	100.0	100.2	99.8	100.3(△)	

원/달러	1390	1392	1423	1458	1467	1457	1449	1487	1487	1490	1527	1497(▽)
국고채 3년(%)	2.43	2.46	2.60	2.88	3.01	3.04	3.17	3.38	3.41	3.68	3.79	3.83(△)
국고채 10년(%)	2.82	2.85	2.93	3.25	3.37	3.49	3.61	3.73	3.74	4.08	4.18	4.29(△)
원유 도입단가(\$)	73.8	73.4	74.4	69.9	68.3	66.8	66.1	77.2	112.3	117.8	117.0	103.7(▽)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 일평균 수출액, 무역수지, 경상수지 단위는 억달러. 환율과 금리는 월평균

자료: 관세청, 한국은행, 국가데이터처, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

미국

동결의 기운

- 고용 둔화와 물가 피크아웃 조합은 금리 동결의 명분
- 7월 고용지표는 구인수요와 공급 동반 둔화를 반영
- 물가 상승률 정점 통과. 상품과 서비스 물가 동반 둔화
- 연내 금리 인상 베팅은 점차 약해질 전망

[표2] 미국 주요지표

(% yoy, 지수)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
신규고용(천명)	-70	76	-140	41	-17	160	-156	214	148	63	20	-23(▽)
실업률(%)	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1(▽)
경황참가율(%)	62.3	62.5		62.5	62.4	62.1	62	61.9	61.8	61.8	61.5	61.4(▽)
시간당 평균임금	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.2(▽)
소비자물가	2.9	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4(▽)
근원 소비자물가	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5(▽)
PCE 물가	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7(▽)	
Core PCE 물가	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.4	3.3(▽)	
소매판매	0.6	0.1	-0.2	0.5	0.0	0.0	0.9	1.7	0.7	0.9	0.2	-0.6(▽)
근원 소매판매	0.6	0.1	0.2	0.4	0.0	0.1	0.9	2.0	0.9	0.9	-0.2	-0.3(▽)
ISM 제조업지수	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54	53.3	55.6(△)
NFIB 소기업낙관	100.8	98.8	98.2	99.0	99.5	99.3	98.8	95.8	95.9	95.3	97.4	99.8(△)
미시간 소비자심리	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2(△)
CB 소비자신뢰	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91	92.2	93.8	90.6	92.2	90.8(▽)
달러인덱스	98.3	97.7	98.8	99.7	98.6	98.3	97.4	99.5	98.8	98.7	100.3	100.9(△)
미 국채 2년(%)	3.70	3.57	3.52	3.55	3.50	3.54	3.47	3.71	3.80	4.00	4.11	4.22(△)
미 국채 10년(%)	4.26	4.12	4.06	4.09	4.14	4.21	4.13	4.25	4.32	4.48	4.47	4.60(△)
BEI 10년(%)	2.38	2.37	2.31	2.27	2.24	2.31	2.3	2.34	2.38	2.44	2.29	2.25(▽)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 소매판매와 근원 소매판매는 전월대비 증감률. 환율과 금리는 월평균

자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau, Institute for Supply Management, National Federation of Independent Business, University of Michigan, The Conference Board, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국

내수 부진 지속

- 첨단 제조업과 내수 격차 심화
- 첨단 제조업 생산 증가율 상승, 소비와 투자 증가율 하락
- 투자 중심, 첨단 산업 경쟁력 강화 기조 유지
- 다만, 단기적으로는 내수 부진에 대응한 정책 강화 가능

[표3] 중국 주요지표

(% yoy, 지수)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
산업생산	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	6.3	5.7	4.1	4.5	5.3	4.5(▽)
소매판매	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8	2.8	1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6(▽)
재화판매	3.6	3.3	2.8	1.0	0.7	2.5	2.5	1.5	-0.1	-0.7	0.9	0.5(▽)
외식	2.1	0.9	3.8	3.2	2.2	4.8	4.8	2.9	2.2	0.6	1.2	1.4(△)
고정자산투자	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8	1.8	1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7(▽)
인프라 투자	-5.8	-4.7	-8.7	-9.7	-11.6	11.4	11.4	7.2	-4.5	-9.5	-10.6	-11.4(▽)
부동산 투자	-18.9	-19.8	-24.0	-29.9	-37.9	-10.7	-10.7	-10.5	-20.2	-23.8	-24.8(▽)	
제조업 투자	-1.3	-1.9	-6.5	-4.4	-9.4	3.1	3.1	4.9	-4.3	-4.2	-3.2	-4.4(▽)

소비자물가	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5(▽)
생산자물가	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5(▽)
수출	4.4	8.3	-1.1	5.9	6.6	9.8	39.6	2.5	14.1	19.4	27.0	23.9(▽)
수입	1.3	7.4	1.0	1.9	5.7	25.9	13.8	27.8	25.3	27.4	36.0	27.5(▽)
제조업 이익	7.4	9.9	7.7	5.0	5.0	18.9	18.9	19.1	20.4	20.0	20.1(△)	
제조업 PMI	49.4	49.8	49.0	49.2	50.1	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0	50.3	49.2(▽)
서비스업 PMI	50.3	50.0	50.1	49.5	50.2	49.4	49.5	50.1	49.4	50.1	50.2	49.0(▽)
신규주택 가격	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2(-)

위안/달러	7.17	7.12	7.12	7.09	7.05	6.98	6.91	6.89	6.84	6.80	6.78	6.78(-)
역외 위안화 환율	7.17	7.12	7.13	7.11	7.04	6.97	6.90	6.90	6.84	6.80	6.78	6.78(-)
중 국채 10년(%)	1.74	1.82	1.78	1.79	1.84	1.84	1.80	1.81	1.78	1.74	1.73	1.73(-)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 고정자산투자와 제조업 이익은 전년누계대비 증감률, 주요도시 신규주택 가격은 전월대비 등락률. 환율과 금리는 월평균

자료: National Bureau of Statistics, General Administration of Customs, The People's Bank of China, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

유로존

최악은 지났다

- 2/4분기 GDP(QoQ +0.4%, YoY +0.9%) 예상 상회. 에너지 충격에도 선방
- 7월 제조업 및 서비스업 PMI 동반 개선
- 전쟁과 인플레이션 부담 여전하지만, 그 충격은 정점 통과했을 가능성
- 전기대비 0.2% 내외 성장 지속 전망

[표4] 유로존 주요지표

(% yoy, 지수)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
산업생산	-0.2	-0.4	0.4	0.3	-0.4	-1.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.0(▽)	
소매판매	0.0	0.0	0.4	0.2	0.0	0.2	-0.5	0.9	-0.4	0.4	-0.3(▽)	
HICP	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9	2.6	3.0	3.2	2.8	2.9(△)
Core HICP	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2	2.6	2.4	2.5(△)
생산자물가	-0.6	-0.2	-0.5	-1.4	-2.1	-2.2	-3.1	1.9	4.9	5.7	4.4(▽)	
역외 수출	-4.6	7.8	1.0	-3.4	3.6	-7.3	-6.6	-5.3	4.6	-0.1	14.4(△)	
역외 수입	-3.1	7.0	-2.7	-0.4	5.1	-7.3	-2.2	6.4	9.5	10.1	13.1(△)	
가계대출	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	2.9(▽)	
기업대출	2.7	2.8	2.9	3.0	2.8	2.6	3.0	3.2	3.4	3.8	4.1(△)	
실업률(%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3(-)	
청년 실업률(%)	14.9	15.0	15.3	15.1	15.0	15.1	15.2	15.2	14.9	14.9	14.8(▽)	
제조업 PMI	50.7	49.8	50.0	49.6	48.8	49.5	50.8	51.4	52.2	51.6	51.4	51.9(△)
서비스업 PMI	50.5	51.3	53.0	53.6	52.4	51.9	51.8	50.1	47.4	47.7	49.4	51.7(△)
독 Ifo 업황지수	88.8	87.6	88.4	88.0	87.6	87.6	88.5	86.3	84.5	85.0	85.7	86.6(△)
프 Insee 업황지수	96.5	96.3	97.3	97.4	98.2	99.1	98.8	97.7	94.1	93.9	95.0	97.2(△)
달러/유로	1.16	1.17	1.16	1.16	1.17	1.17	1.18	1.16	1.17	1.17	1.15	1.14(▽)
독 국채 10년(%)	2.70	2.71	2.63	2.68	2.83	2.85	2.77	2.93	3.02	3.05	2.96	3.11(△)
프 국채 10년(%)	3.40	3.51	3.44	3.44	3.55	3.50	3.35	3.60	3.67	3.67	3.61	3.85(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 산업생산과 소매판매는 전월대비 등락률. 환율과 금리는 월평균

자료: Eurostat, European Central Bank, S&P Global, Ifo Institute, National Institute of Statistics and Economic Studies, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

일본

더딘 내수 회복

- 수출은 양호하지만, 실질소비와 투자 증가율은 하락
- 2/4분기 GDP도 민간소비와 설비투자 부진 영향으로 예상 하회
- 실질임금 상승세 둔화는 내수 회복을 지연시키는 요인
- 엔화 약세 감안하면, BoJ 금리 인상 연말보다는 10월 유력

[표5] 일본 주요지표

(% yoy, 지수)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
광공업생산	-1.3	1.8	0.6	-2.0	0.6	4.3	-2.0	-0.4	0.5	0.1	1.9(△)	
소매판매	-0.2	-0.3	0.7	0.7	-1.0	3.0	-2.0	1.0	2.1	1.7	-3.9(▽)	
실질가구소비동향	1.8	-0.4	-4.3	2.6	-1.0	0.5	-0.1	-0.5	1.5	0.4	-2.5(▽)	
실질소비활동	-0.1	0.2	-0.1	0.5	-0.1	0.9	0.1	-1.1	1.9	1.1	-1.7(▽)	
자본재 총공급	3.3	1.6	0.6	-0.8	1.9	-4.8	4.6	-4.4	6.6	-0.7	1.3(△)	
민간기계수주	-0.4	3.2	5.8	-9.2	16.1	-5.5	13.6	-9.4	8.7	-12.4(▽)		
신선식품 제외 CPI	2.7	2.9	3.0	3.0	2.4	1.9	1.5	1.7	1.4	1.4	1.6(△)	
명목임금	1.3	2.1	2.5	1.7	2.4	2.5	3.4	3.1	3.6	3.3	3.4(△)	
실질임금	-1.7	-1.3	-0.8	-1.6	-0.1	0.7	2.0	1.4	2.0	1.6	1.6(-)	
수출	-0.1	4.1	3.6	6.1	5.1	16.8	4.0	11.5	14.8	16.8	19.3(△)	
수입	-5.1	3.3	0.8	1.4	5.4	-2.6	10.3	11.0	9.9	12.5	25.4(△)	
주택착공	-9.8	-7.3	3.2	-8.5	-1.3	-0.4	-4.9	-29.3	11.4	33.9	18.6(▽)	
제조업 PMI	49.7	48.6	48.2	48.7	50.0	51.5	53.0	51.6	55.1	54.5	54.8	54.5(▽)
서비스업 PMI	53.1	53.3	53.1	53.2	51.6	53.7	53.8	53.4	51.0	50.0	52.2	51.2(▽)
엔/달러	147.5	147.9	151.4	155.2	156.0	156.7	155.1	158.7	159.2	158.2	160.8	162.2(△)
일 국채 10년(%)	1.61	1.65	1.66	1.81	2.07	2.25	2.11	2.36	2.53	2.66	2.69	2.80(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 광공업생산부터 민간기계수주까지는 전월대비 변동률. 환율과 금리는 월평균

자료: Ministry of Economy, Trade and Industry, Statistical Bureau, Economic and Social Research Institute, Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Finance, Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, S&P Global, 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

신흥국

양호한 베트남

- 인도: 실물지표 반등했으나, 물가 부담은 여전
- 베트남: 여타 신흥국 대비 양호한 경기
- 브라질: 고금리 영향으로 경기와 물가 동반 둔화

[표6] 인도, 베트남, 브라질 주요지표

(% yoy)	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
인도												
산업생산	4.7	6.1	-0.9	7.0	6.7	4.1	4.4	3.0	4.9	5.0	7.3(△)	
소비자물가	2.0	1.4	0.0	0.5	1.2	2.7	3.2	3.4	3.5	3.9	4.4	4.4(-)
수출	5.7	6.0	-12.5	18.6	1.1	0.4	-0.8	-7.4	14.2	17.9	15.5	19.6(△)
무역수지(\$bn)	-27.2	-33.0	-42.6	-25.1	-26.2	-34.8	-27.1	-20.7	-28.2	-28.3	-30.4	-32.0(▽)
루피/달러	87.5	88.3	88.4	88.8	90.0	90.8	90.7	92.8	93.5	95.5	94.9	95.9(△)
베트남												
산업생산	10.5	13.9	11.5	10.7	12.3	25.2	3.6	8.5	8.9	10.7	13.7	15.8(△)
소비자물가	3.2	3.4	3.3	3.6	3.5	2.5	3.4	4.7	5.5	5.6	4.7	4.4(▽)
수출	14.5	24.7	17.5	15.1	23.8	29.7	5.7	20.1	21.0	18.0	28.1	25.0(▽)
무역수지(\$bn)	3.7	2.9	2.6	1.1	-0.6	-1.8	-1.0	-0.7	-4.0	-5.2	-2.6	-3.6(▽)
동/달러	26293	26387	26342	26343	26316	26212	25987	26270	26333	26327	26300	26295(▽)
브라질												
산업생산	-0.7	2.0	-0.4	-1.4	-0.1	0.2	-0.7	4.4	2.7	0.2	1.7(△)	
소비자물가	5.1	5.2	4.7	4.5	4.3	4.4	3.8	4.1	4.4	4.7	4.6	4.4(▽)
수출	2.9	7.1	7.5	1.1	23.4	-3.2	15.5	10.5	14.8	5.6	23.7	6.2(▽)
무역수지(\$bn)	6.0	3.1	6.7	5.8	9.3	3.8	4.1	6.5	10.7	7.5	9.4	7.1(▽)
헤알/달러	5.45	5.37	5.39	5.34	5.46	5.34	5.20	5.23	5.04	4.99	5.13	5.12(▽)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 환율은 월평균

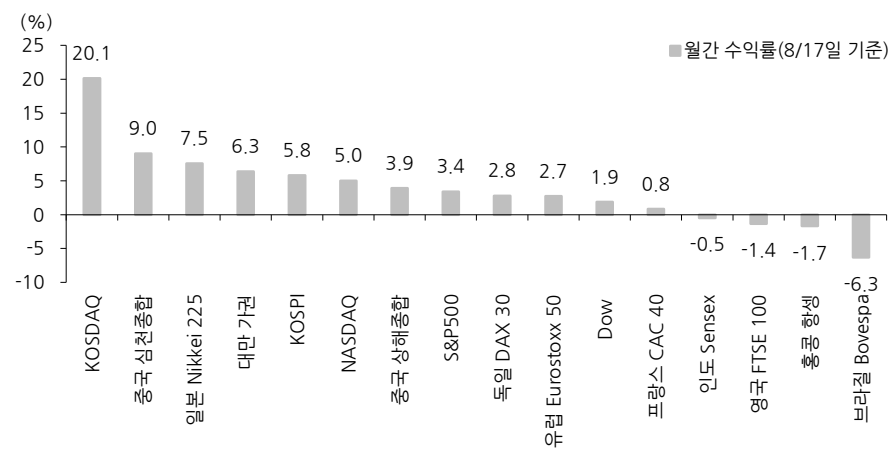
자료: Ministry of Statistics and Programme Implementation, Ministry of Commerce and Industry, National Statistics Office, Brazilian Institute of Geography and Statistics, Special Secretariat for Foreign Trade and International Affairs, 연합뉴스포맷, 한화투자증권 리서치센터

금융시장

증시 반등, 금리 하락 제한, 달러 보합

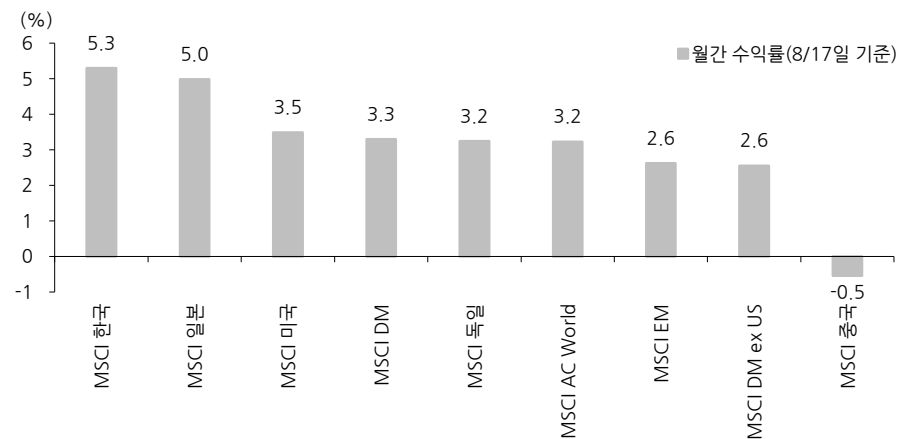
- 8월 글로벌 증시는 전반적으로 상승. IT와 소재/산업재 상대적 강세
- 장기금리는 물가 우려와 재정 부담 반영되면서 하락 제한
- 미국-이란 협상 차질에도 유가와 달러는 보합

[그림71] 주요국 주식시장 수익률



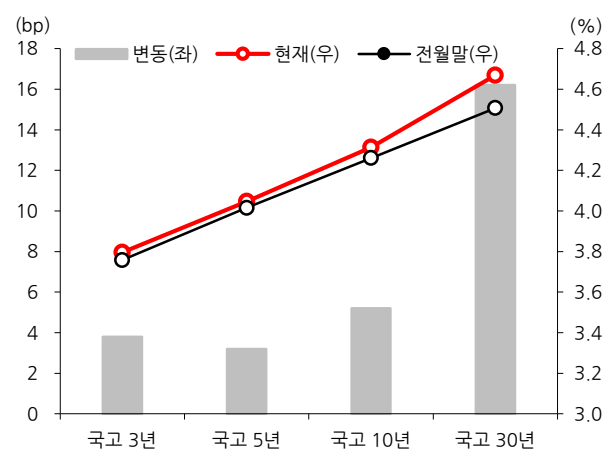
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] MSCI AC World 업종별 수익률



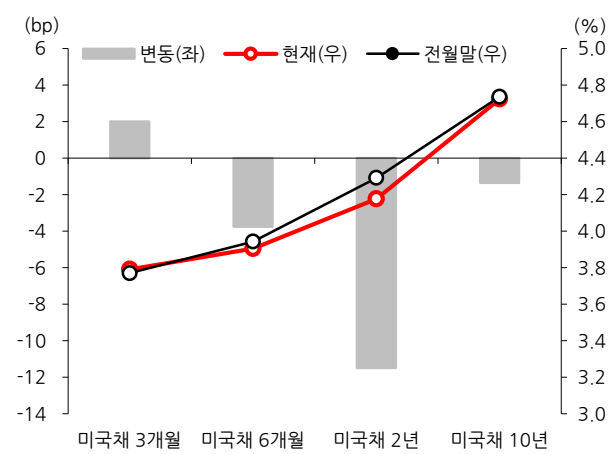
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 국고채 만기별 금리 변동



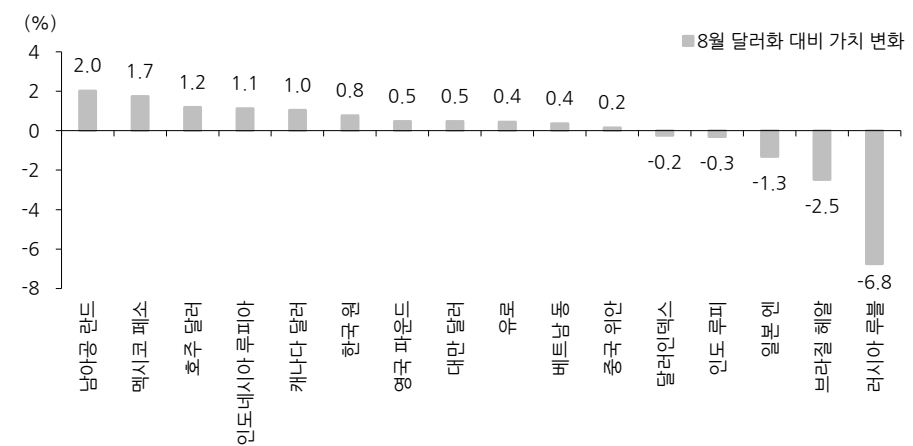
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 미국채 만기별 금리 변동



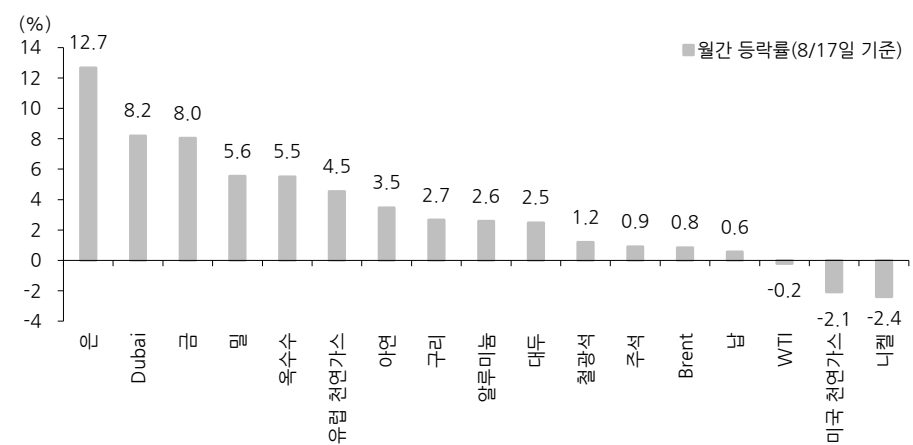
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 주요국 통화가치 변동



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 주요 원자재 가격 변동



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

VI. 경제지표 캘린더

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
8/3 (한) 7월 수출입 YoY (63.0%/26.5%)(1 일) (미) 7월 ISM 제조업 PMI (55.6)	4 (한) 7월 CPIYoY (2.8%)	5 (미) 7월 ISM 서비스업 PMI (54.1)	6 (유) 6월 소매판매 MoM (-0.3%)	7 (중) 7월 수출입 YoY (23.9%/27.5%) (미) 7월 비농업부문 신규고용 (-23K) (미) 7월 실업률 (4.1%) (미) 7월 시간당 평균임금 YoY (3.2%) (중) 7월 CPIYoY (0.5%) (9 일)
10	11	12 (한) 7월 실업률 (2.8%) (미) 7월 CPIYoY (3.4%) (미) 7월 Core CPIYoY (2.5%)	13 (유) 6월 산업생산 YoY (0.1%) (미) 7월 PPIYoY (4.7%)	14 (미) 7월 소매판매 MoM (-0.6%) (미) 8월 미시간대 소비자심리지수 (51.0)
17 (중) 7월 산업생산 YoY (4.5%) (중) 7월 소매판매 YoY (0.6%) (중) 7월 고정자산투자 YoY ytd (-6.7%)	18 (유) 8월 ZEW 경제심리지수 (23.4) (미) 7월 주택착공건수 (1,427K) (미) 7월 건축허가 (1,374K) (미) 7월 산업생산 MoM (0.1%)	19	20 (중) 8월 1년 만기 LPR (3.00%) (미) FOMC 의사록	21 (한) 7월 PPIYoY (8.6%) (유) 8월 S&P 글로벌 제조업 PMI (51.9) (유) 8월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (51.7) (유) 8월 소비자심리지수 (-15.9)
24	25 (한) 8월 소비자심리지수 (106.8) (미) 8월 CB 소비자심리지수 (90.8)	26 (한) 9월 제조업 기업심리지수 (100.5) (미) 7월 내구재 주문 MoM (0.3%) (미) 7월 개인소득 MoM (0.2%) (미) 7월 개인소비지출 MoM (0.3%) (미) 7월 PCE 물가 YoY (3.7%)	27 (한) 한국은행 금융통화위원회 (미) 잭슨홀 미팅 (-29 일)	28
31 (한) 7월 광공업생산 MoM (6.4%) (중) 8월 국가통계국 제조업 PMI (49.2) (중) 8월 국가통계국 비제조업 PMI (49.0)				

주1: 한국시간 기준

주2: 괄호 안은 이전치. 직전 수치 없을 경우 그 이전치(8/17일 기준)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

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

◎ MSCI

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

◎ GICS

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