

Economic Navigator

환율·금리에 투영된 경제전망

거시경제/글로벌 전략

김진성

02) 6742-3533

jskim@heungkuksec.co.kr



요약: 환율·금리에 투영된 경제전망

● 원달러 급등, 금리하락이 시사하는 2025년 경기흐름은?

- 원달러 환율이 1,470원대에 진입했다. 주요국 통화 중 엔화와 더불어 유난히 두드러진 원화 약세가 이어지고 있다.
- 최근 원달러 상승은 한국과 미국 양국간 경제 펀더멘털 여건 전망의 차이, 예상되는 통화정책의 강도의 차이, 정치상황에 따른 불확실성 등이 복합적으로 반영된 결과이다. 뿐만 아니라 우리경제에 내재한 원인, 예를 들어 높은 대외의존도와 저조한 내수성장 장기화 등도 일정한 영향을 끼쳤을 것으로 추정할 수 있다.
- 2025년 한국경제는 수출둔화와 내수회복 지연, 경제심리 위축 등으로 1.8%(하향)의 저성장이 예상된다. 대내외 불안정한 경제여건을 감안하면 향후 추가로 낮아질 가능성이 크다. 반면, 미국 경제는 견조한 고용시장을 바탕으로 소비 중심의 강한 성장세가 연장되면서 2%대 성장이 예상된다. 전망에 반영된 리세션 가능성이 낮아지면 추가 상향 조정 여지도 남아있다.
- 양국 통화정책은 제약적인 수준에서 중립 이하를 목표로 하는 완화기조를 유지할 것으로 예상된다. 한은과 연준은 연내 각각 3차례 기준금리를 인하할 것으로 본다. 단, 한은의 금리인하는 내수진작을 통한 경제의 조기 안정 위해 상반기에 집중되고, 연준은 성장과 물가지표, 트럼프 2.0 정책 추이를 보면서 2분기 이후로 속도조절이 예상된다.
- 경제성장과 인플레이션, 통화정책 행보의 차이는 주식과 채권 등 달러자산과 원화자산의 기대수익률 차이, 자산선호에 영향을 미칠 것이다. 여기에 팬데믹 이후(넓게 보면 2018년 이후) 원화의 위상이 고수익 통화에서 저수익 통화로 전환된 것으로 보인다. 이는 국내 경제의 성장구조 변화, 잠재성장률 하락 등과 함께 원화 저평가요인으로 작용할 가능성이 있다.
- 2025년 원달러 환율은 1분기 1,450~1,500원, 2분기 1,400~1,450원 내외의 높은 수준을 유지하다가 하반기에는 1,300원대 후반으로 안정될 것으로 예상된다.(연평균 1,411원)

목차

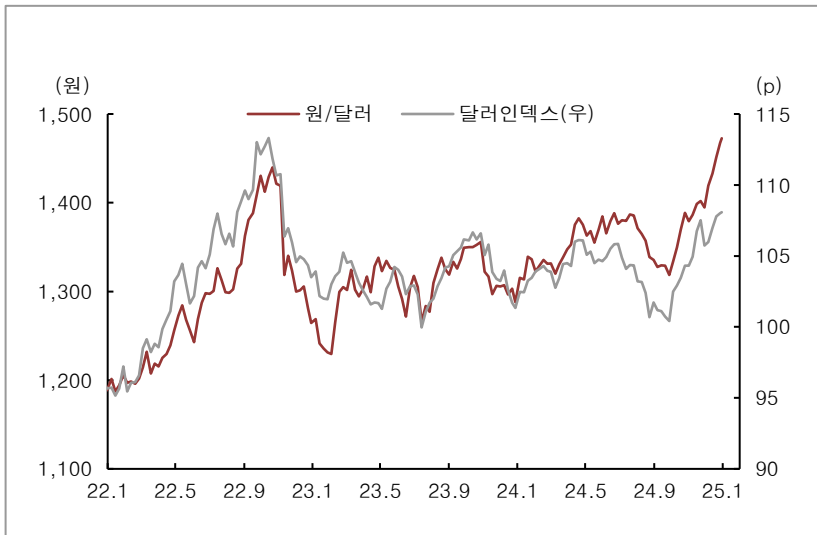
1. 국내외 금리·환율 동향 – P.4
2. 통화정책의 차이 – P.9
3. 신용위험의 증가 – P.13
4. 경기전망의 변화 – P.14
 - ① 미국 경제 전망 Update
 - ② 한국 경제 전망 Update
5. 한국 경제 내재적 요인 – P.33
6. 환율 및 금리 전망 – P.35

원달러 1,470원 상회, 달러강세 속 원화는 초과약세

경기차/물가차 확대 → 통화정책/시장금리 차별화 ⇒ 달러 강세 vs. 여타 통화의 동반 약세

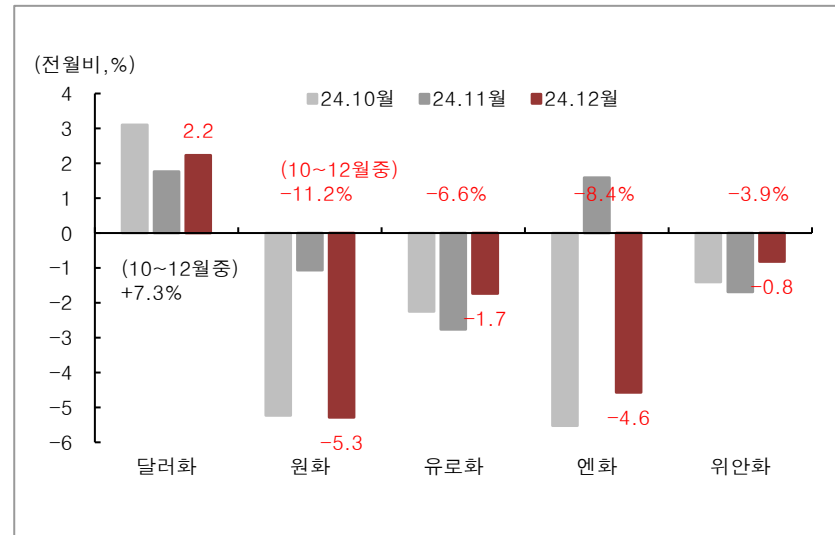
- 글로벌 달러 강세(DXY 108pt, 최근 3개월 +7.3%)가 가장 근본적 원인, 유로화 및 아시아 통화 동반 약세
 - 미국 경제의 상대적 강세, 덜 완화된 연준의 통화정책, 미국 주식/채권 등 달러자산의 수익률 우위 현상을 반영
 - 트럼프 2.0에 따른 불확실성이 높으나 미국 예외주의, 단극화 강화에 대한 시장 기대가 공고해지는 경향
- 원달러 환율 1,470원대로 상승(최근 3개월 달러대비 11.2% 절하), 글로벌 금융위기 이후 최고치 경신
 - 달러수급 지표 양호하나 정치불안으로 신용위험 소폭이 증가했고, 펀더멘털 격차 반영하여 한-미 금리차 확대(10년물 170bp 상회)

원달러와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

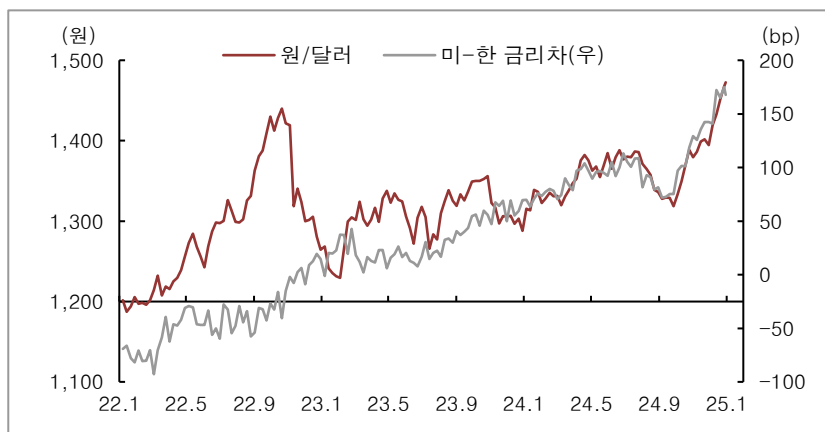
달러지수 변동과 주요국 통화의 대미 달러 절상률 비교



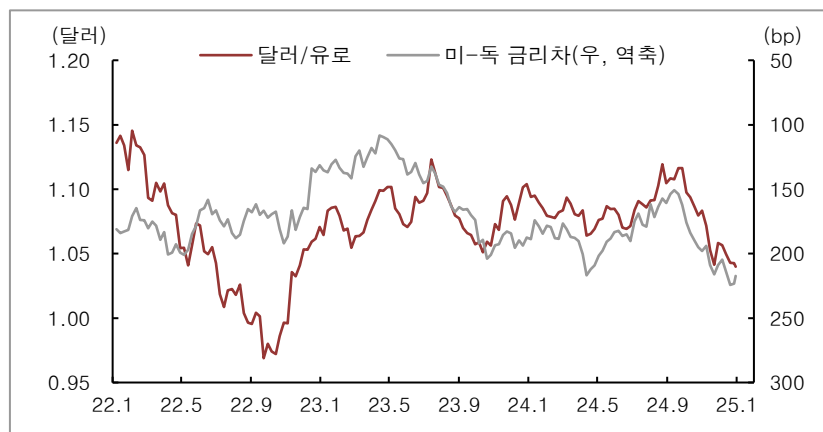
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

대미 금리차 확대가 주요 통화 약세의 공통원인

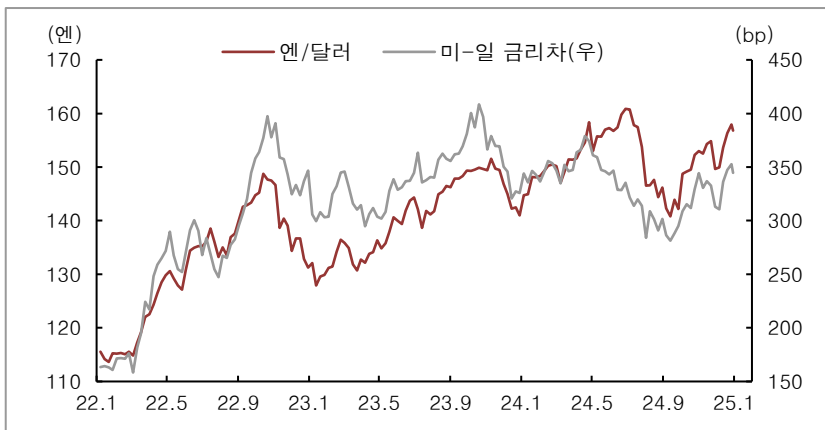
원달러 환율과 미-한 장기금리차



유로달러 환율과 미-유로(독일) 장기금리차

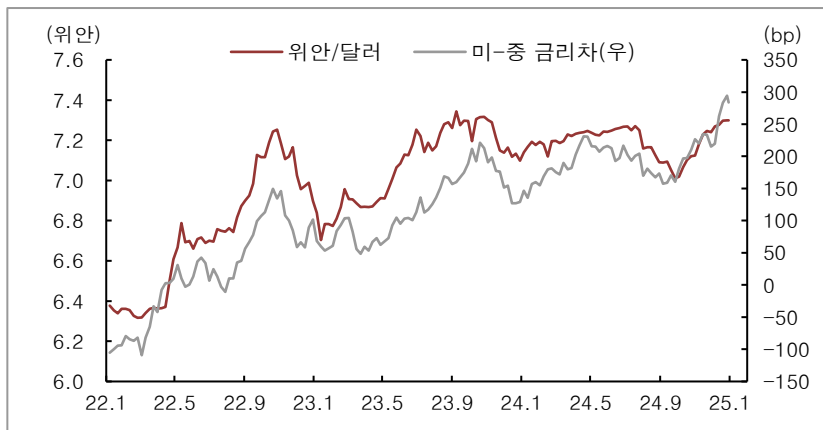


엔달러 환율과 미-일 장기금리차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

위안달러 환율과 미-중 장기금리차



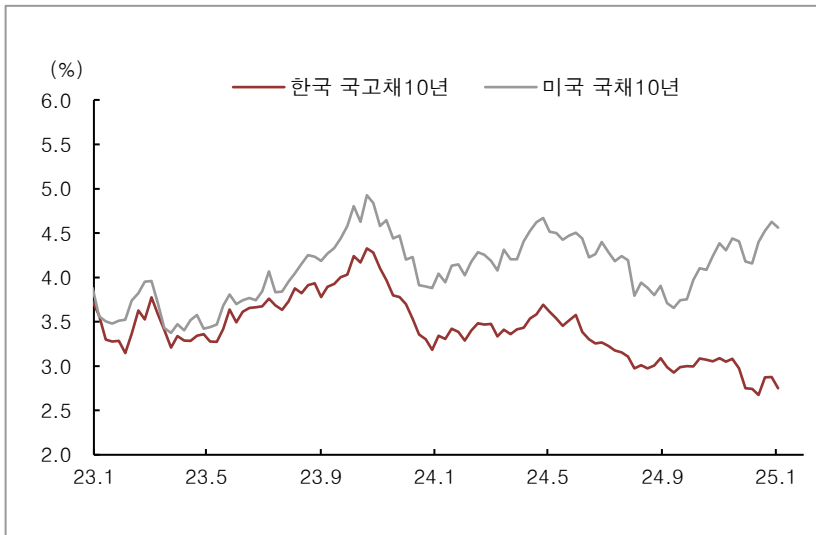
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한·미 시장 금리 격차 확대 지속

기준금리 동반 인하에도 연준과 한은의 상반된 '포워드 가이드'로 금리흐름이 탈동조화

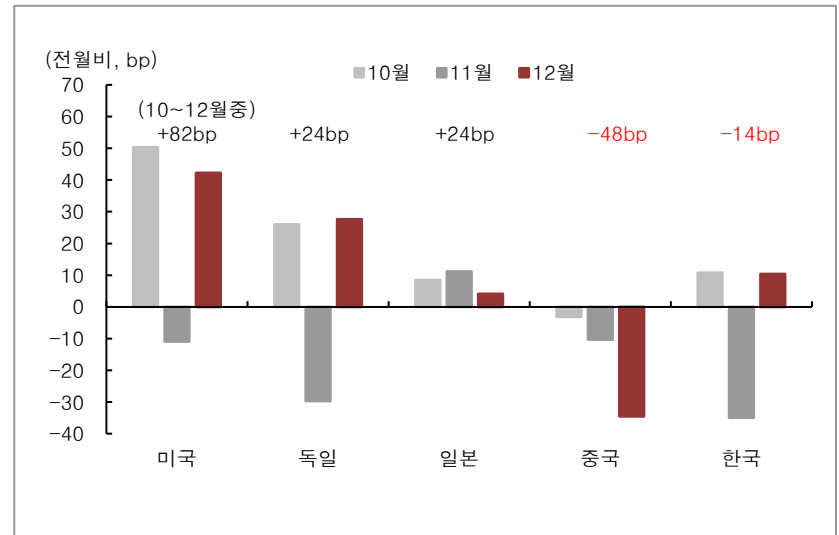
- 트럼프 트레이드 확산 속 금리상승 + 24.12월 FOMC에서 매파적 금리인하 단행으로 시장금리 상승 추세가 강화
 - 고용시장 등 견조한 실물경기 호조, 정책목표를 상회하는 인플레이션 경계감이 이어져 점도표상 적정 정책금리 수준 상향
 - 트럼프 2.0 정책기조(관세인상, 감세 등)가 인플레 압력으로 작용할 것이라는 관측도 금리인하 속도를 늦추는 요인으로 작용
- 한국은행은 24.11월 금통위에서 24~25년 성장 및 물가전망을 하향하고 선제적으로 금리인하를 단행
 - 계엄령/탄핵 등 불확실성 속 안전자산 선호, 외국인 매수세 등은 하락요인 vs. 추경 편성 기대, 미국 금리 영향은 상승요인

한국과 미국 장기 국채 수익률(10년물) 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주요국 장기금리 변동(10년물 국채)

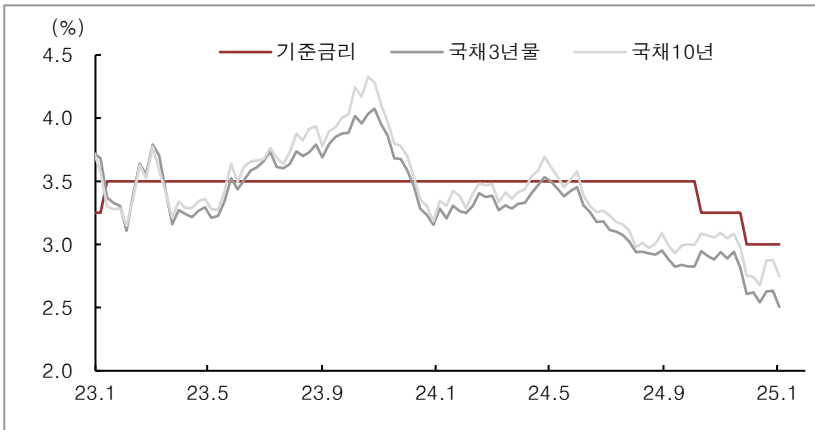


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

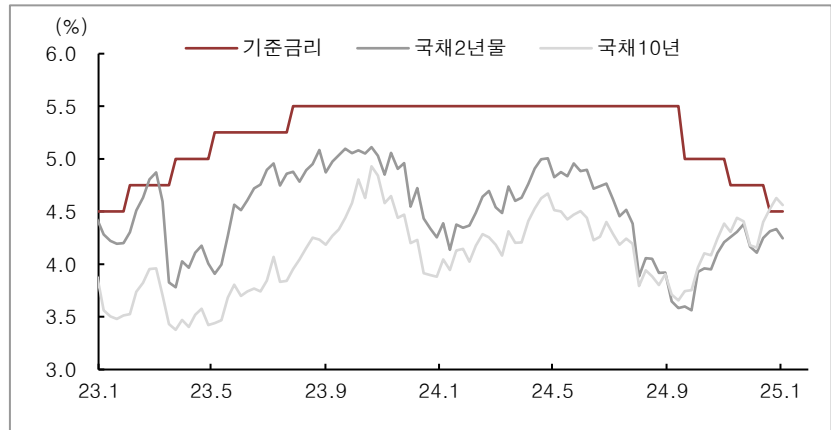
1. 국내외 환율·금리 동향

주요국의 기준금리와 시장금리 동향

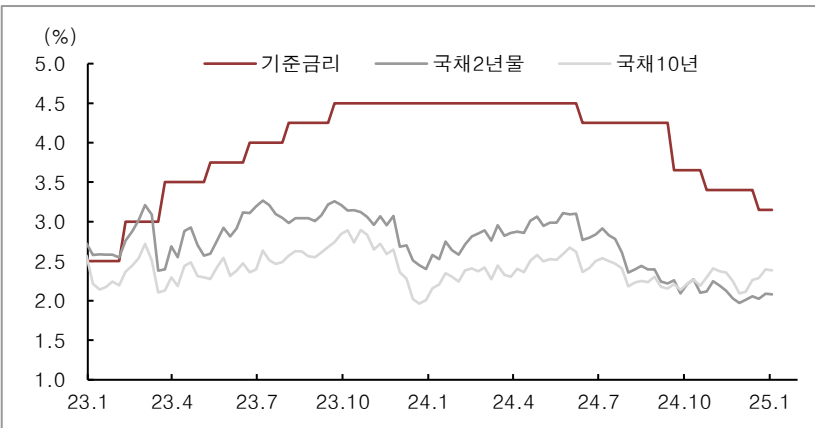
한국



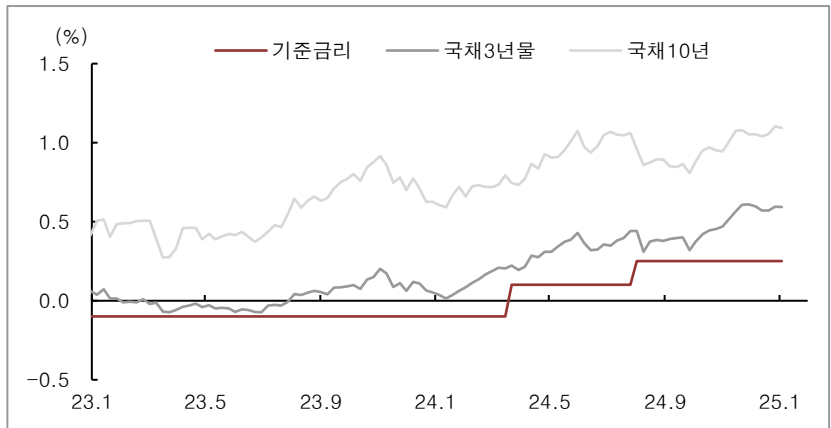
미국



유로(독일)



일본



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

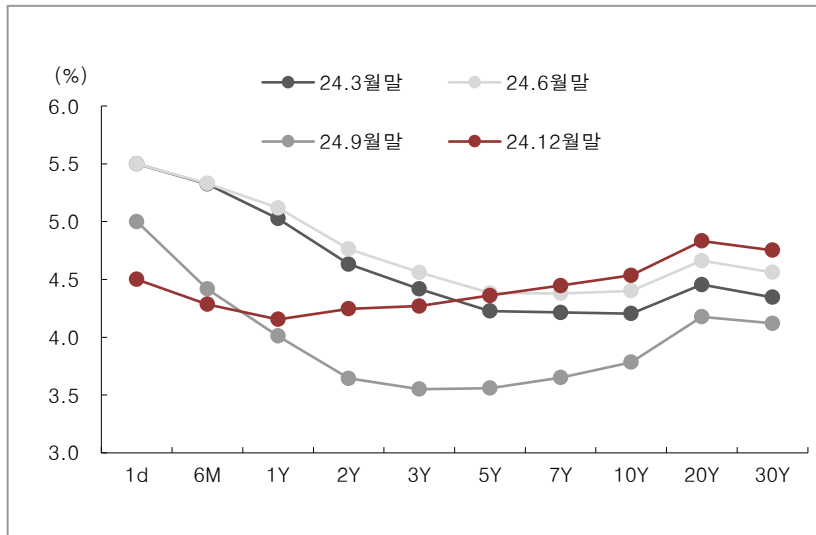
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

국내 수익률곡선은 경기둔화, 통화완화 지속을 시사

미국은 스티프닝, 국내는 플랫닝

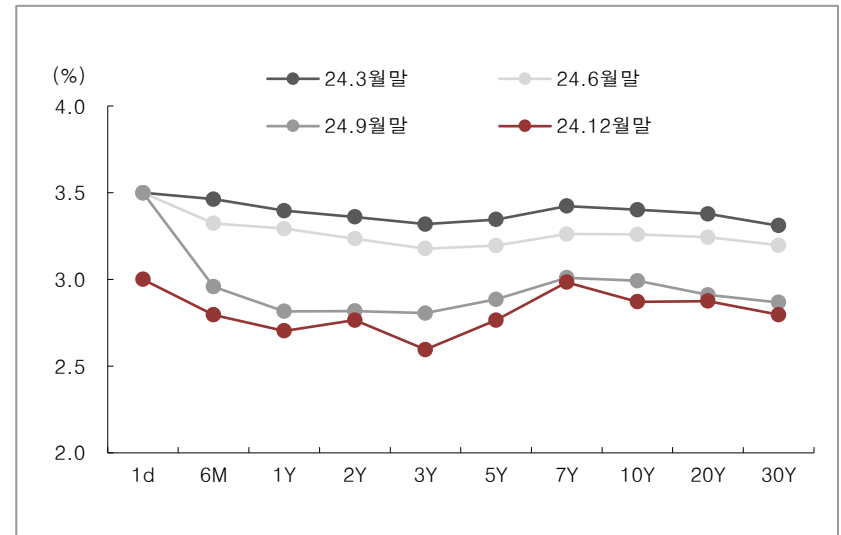
- 미국 수익률곡선은 하락과 반등이 거듭하는 가운데 단기 하락/장기 상승, 10-2년 스프레드 (+) 전환
 - 통화정책 완화기조(기준금리 인하)와 견조한 경기양상, 느린 디스 인플레이션 상황 지속 가능성을 시사
- 국내 수익률 곡선 전체로는 장단기 역전이 심화, 장기금리는 경기 판단 및 수급 측면에서 상·하방 압력이 교차
 - 10-2년 스프레드: 6월말 2.5bp → 9월말 17.5bp → 12월말 10.6bp
 - 성장 및 인플레이션 둔화 등 펀더멘털 여건과 수급 측면에서 장기금리 하락요인이 우세할 가능성을 시사

미국 국채 수익률 곡선 변화



주: 1d는 정책금리
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국 국고채 수익률 곡선 변화



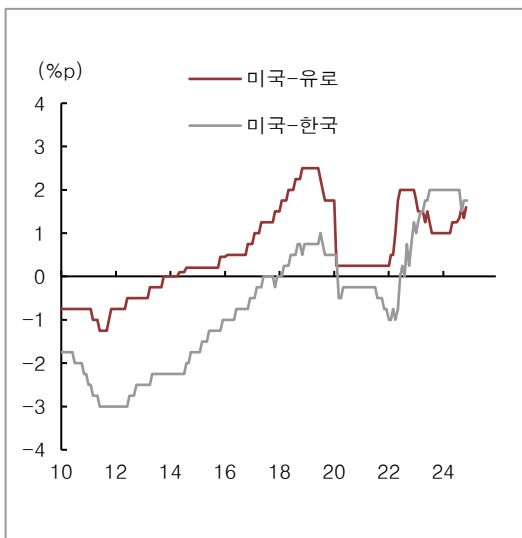
주: 1d는 정책금리
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

연준의 발 아래 있는 금리인하 페달은?

주요국간 경기/물가 동향과 전망의 격차가 벌어지고 가운데 연준은 금리인하에 브레이크

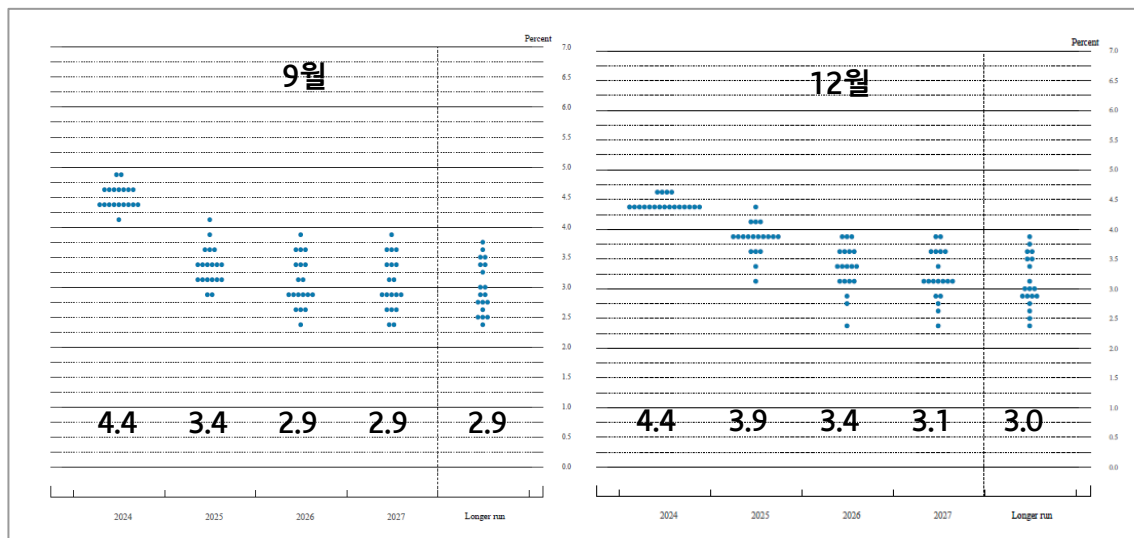
- 글로벌 경기, 물가 상황이 주요국간 차별화되는 가운데 양적완화, 금리인하 속도 등에서 차이
 - 미국은 경기호조-느린 물가하락, 유로존은 경기부진-빠른 물가하락, 일본은 저성장-고물가, 중국은 경기부진-디플레이션 상황
 - 차별적으로 강한 미국 경제의 성장과 인플레이션으로 인해 연준은 금리인하에 소극적으로 전환
- 긴축에서 중립영역으로 이행하는 연준의 완화기조는 유지될 전망, 다만, 속도의 문제
 - 인플레이션은 정책목표에 접근 중에 있고, 고용시장이 전반적으로 견고해 보이나 취업자 증가세 둔화, 실업자는 완만한 증가

주요국 기준금리차 - 덜 완화적인 연준



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

연준의 입장 선화: FOMC 적정 기준금리 점도표 변화(24.9월 ⇒ 12월)

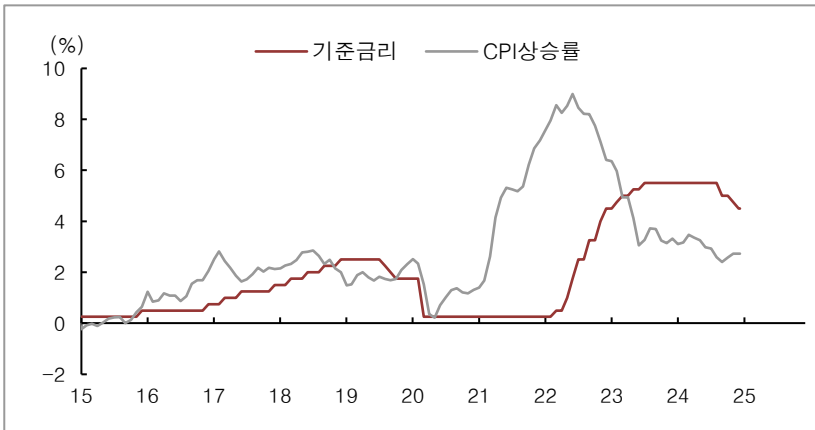


자료: 연준, 흥국증권 리서치센터

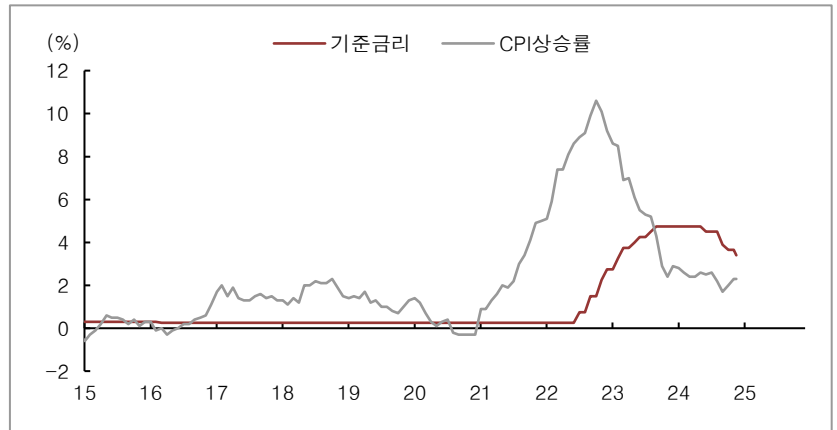
[참고] 주요국 인플레이션과 정책금리 동향

주요국 인플레이션과 정책금리 동향

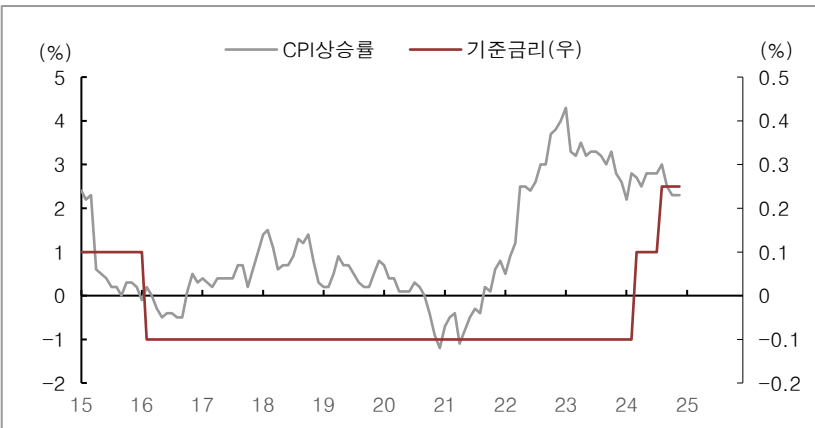
미국 CPI상승률과 기준금리



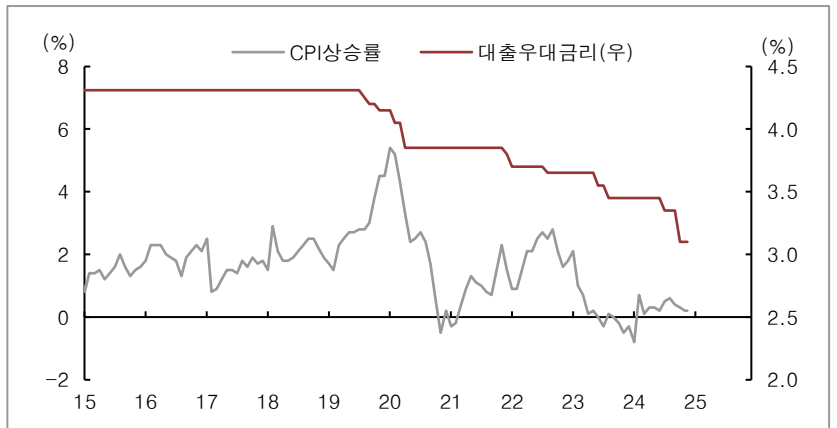
유로존 CPI상승률과 기준금리



일본 CPI상승률과 기준금리



중국 CPI상승률과 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

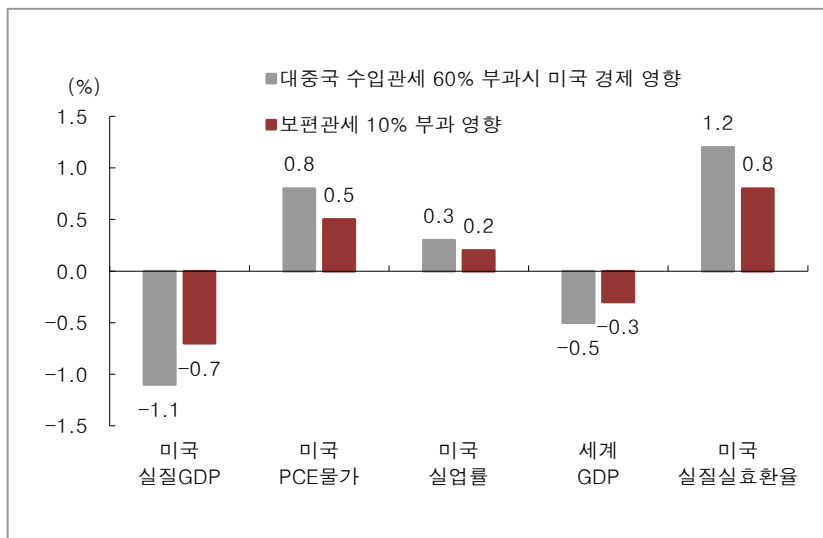
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

트럼프 2.0 속에서 더 주목받을 연준의 행보

성장 둔화, 인플레이 유발이 예상되는 트럼프 2기 정책 ⇒ 공약이행 방식(범위와 속도)이 관건

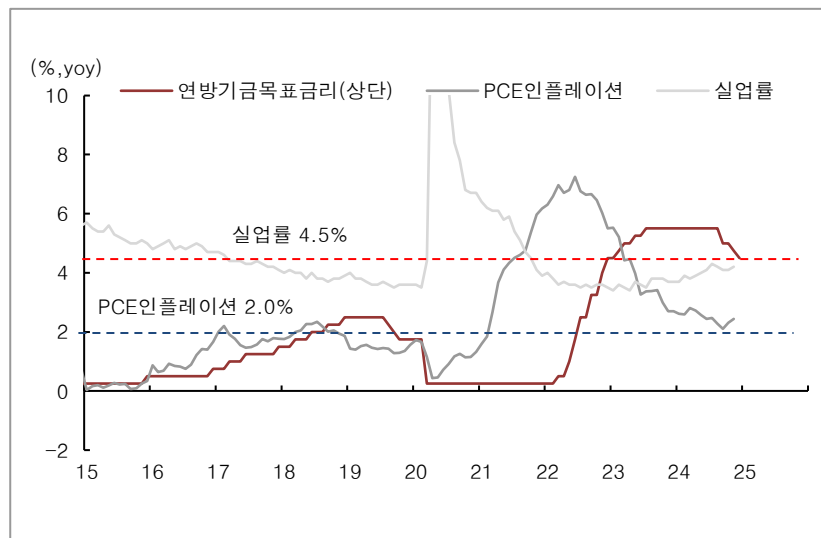
- 2025년 전망의 기본 전제는 완만한 경기둔화, 인플레이션의 정책목표 안착, 금리인하 사이클의 지속
- 기본 전망 대비 성장둔화요인은 시차 등의 불확실성이 존재하는 반면, 인플레이 요인은 즉각적으로 반영될 가능성
 - 관세 인상, 이민제한정책은 공급측, 감세 및 재정적자 확대는 수요 측 물가압력을 자극할 우려
 - 대중국 관세, 보편관세 부과 시 미국 취업자수도 감소하는 등 부정적 영향이 예상(기본 전망 대비 각각 50만명, 30만명 감소)
- 연준의 금리인하 기조와 속도에 대한 불확실성은 국내 통화정책 및 시장금리에도 동조적 영향을 미칠 전망

미국의 관세인상에 따른 경제적 영향(기본 전망 대비) 분석(CB)



주: 상대국의 보복적 대응은 고려하지 않음
자료: Conference Board, 흥국증권 리서치센터

미국 인플레이션, 실업률과 기준금리 - 본격 인하의 트리거는 아직...



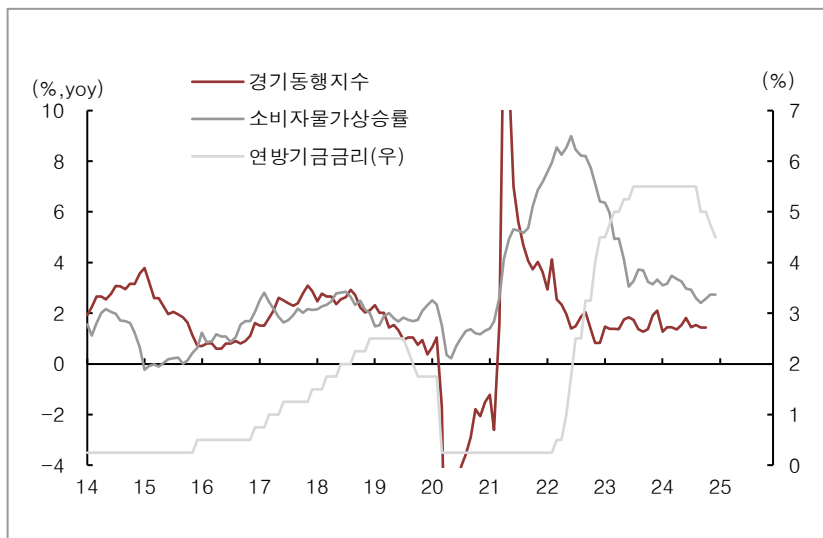
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

금리인하 기조는 공통적이나 속도감은 달라

연준과 한은, 연내 3회 금리인하 예상. 한은 금리인하 행보가 상대적으로 빠를 가능성

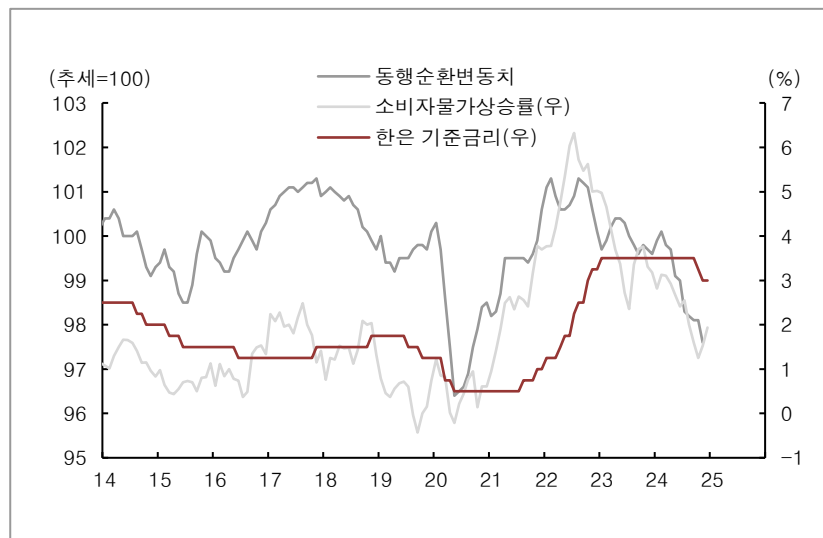
- 성장 및 물가 예측치를 반영한 장기 명목 중립금리 수준은 미국 3.5%, 한국 2.5%로 이전보다 낮아질 것으로 추정
 - 미국은 트럼프 2.0에 따른 성장, 물가, 재정 영향이 혼재하는 가운데 중립금리 수준은 제한적인 하향흐름
 - 한국은 저성장, 저물가 예상되는 가운데 추경편성 규모 등에 따라 재정지출(재정적자) 확대, 국채발행 증대 가능성이 잠재
- 연준은 25년 중 3차례 금리인하 예상, 기존 경로보다 느린 금리인하로 상당기간 제약적인 수준이 이어질 것으로 보임
- 한은은 내수진작을 위해 이전보다 적극적인 금리인하(상반기 중 3차례 금리인하) 예상. 단, 인하여력, 환율대응이 제약요인

미국 경기, 물가 및 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국 경기, 물가 및 기준금리



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

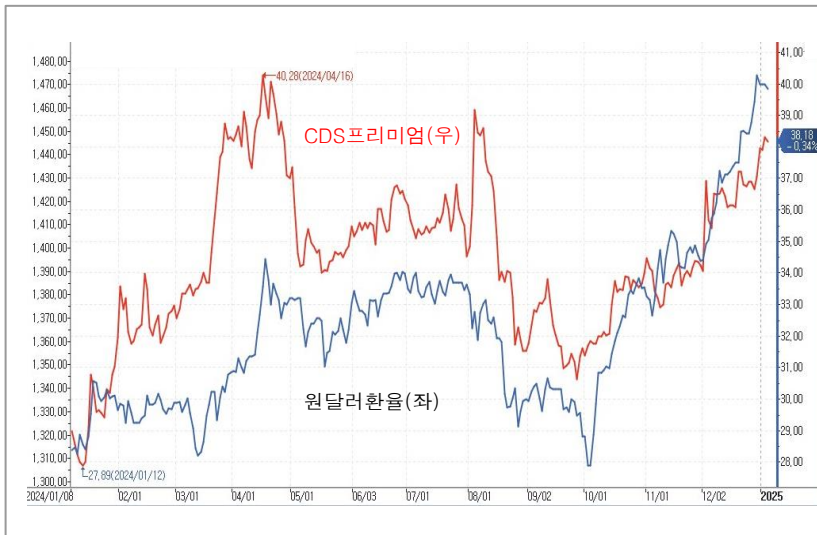
3. 신용위험의 증가

한국물 신용위험은 단기 상승, 장기 안정세

한국 국가신용등급 및 신용위험은 장기간 개선추세, 단기 환율변동에는 분명한 설명력

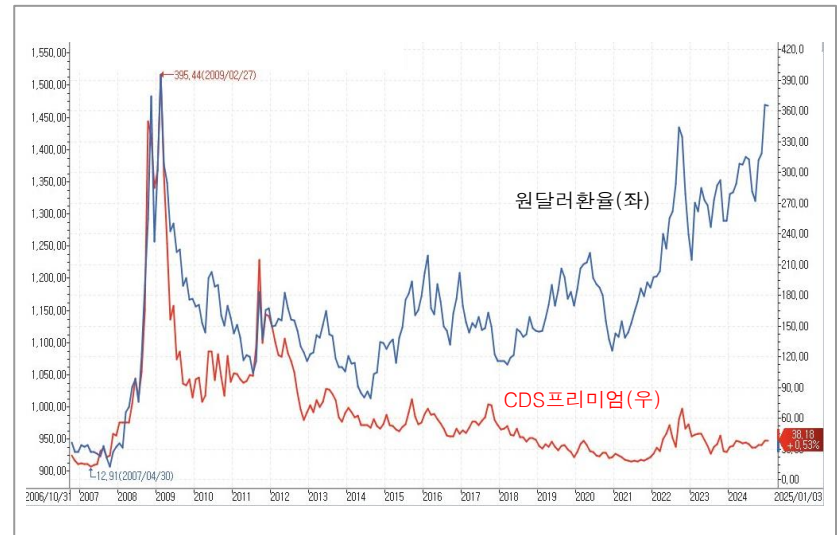
- 24.10월 이후 최근 원달러 상승기간, 정부채 CDS프리미엄 상승을 동반. 변동폭은 상대적으로 크지 않은 것으로 평가
 - 특히, 12월 이후 정치적 불확실성이 높아지면서 2024년 변동범위의 상단으로 상승
- 그러나 장기 시계열로 보면 글로벌 금융위기 이후 CDS프리미엄은 하락세를 지속했고 최근 상승폭은 매우 제한적
 - 원달러 환율이 글로벌 금융위기 수준(1,500원 상회)에 근접하는 상승에도 불구하고 신용위험은 현저한 안정세
 - 단, 팬데믹 기간 이후 완만한 상승흐름. 변동요인(내재적 또는 구조적 원인)에 대한 점검이 필요

한국물 정부채 CDS프리미엄과 원달러환율(일별)



자료: 연합인포맥스, 한국증권 리서치센터

한국물 정부채 CDS프리미엄과 원달러환율(월별)



자료: 연합인포맥스, 한국증권 리서치센터

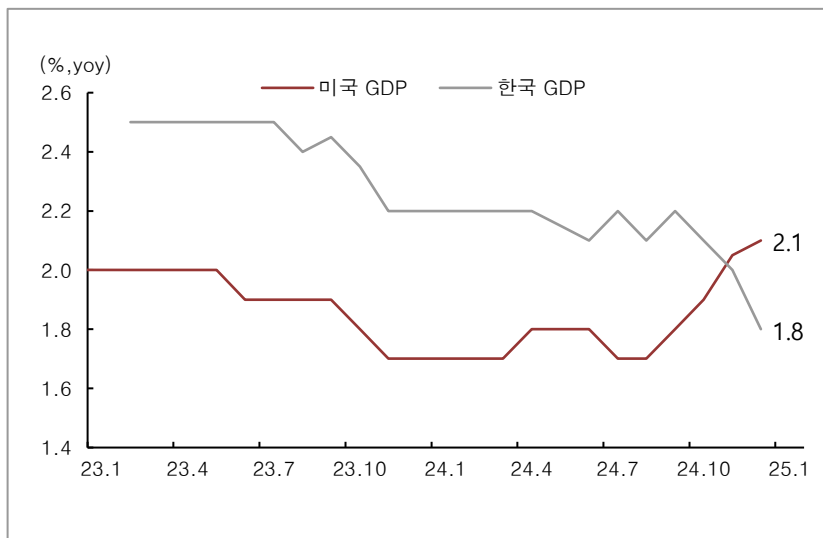
4. 경기 전망의 변화

비관과 낙관이 교차하는 한·미 경제

24.4Q 이후 25년 한·미 GDP성장률 예상(컨센서스)의 뚜렷한 변화

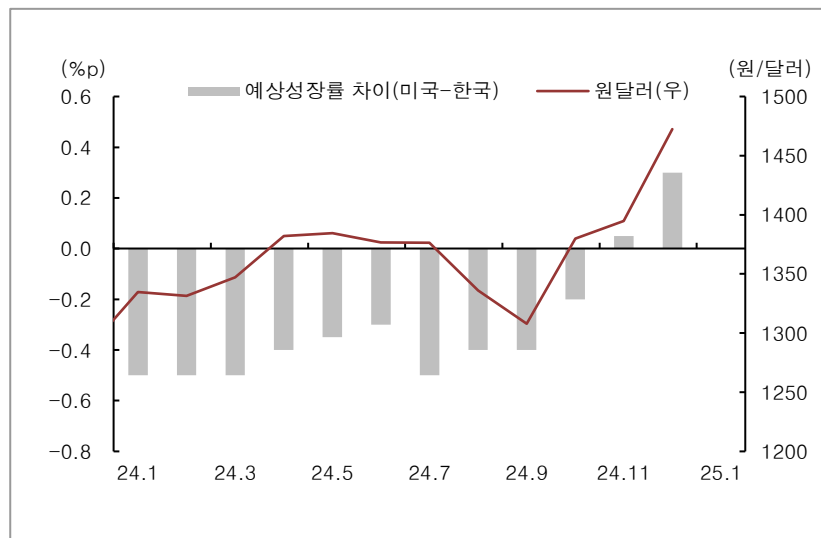
- 미국 경제는 24.3분기 고용충격을 넘어서면서 24년 고성장 기대가 공고해지고, 25년 전망도 낙관적 기류가 우세
- 반면, 한국 경제는 수출증가에 둔화와 내수회복 지연으로 24년 성장률 전망이 하향 조정되고, 25년 전망도 후퇴
 - 한국은행 2.2%('24e) → 1.9%('25e), 기재부 2.1%('24e) → 1.8%('25e)
- 한·미 경제에 대한 시각 수정이 상반된 방향으로 전개되면서 달러대비 원화 약세의 펀더멘털 배경을 제공
 - 25년 예상 GDP성장률 컨센서스 차이(미국-한국): 24.9월 -0.4%p → +0.3%p

미국과 한국 2025년 GDP성장률 예상치 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2025년 성장률 컨센서스 차이 변화와 원달러 환율(월별)



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

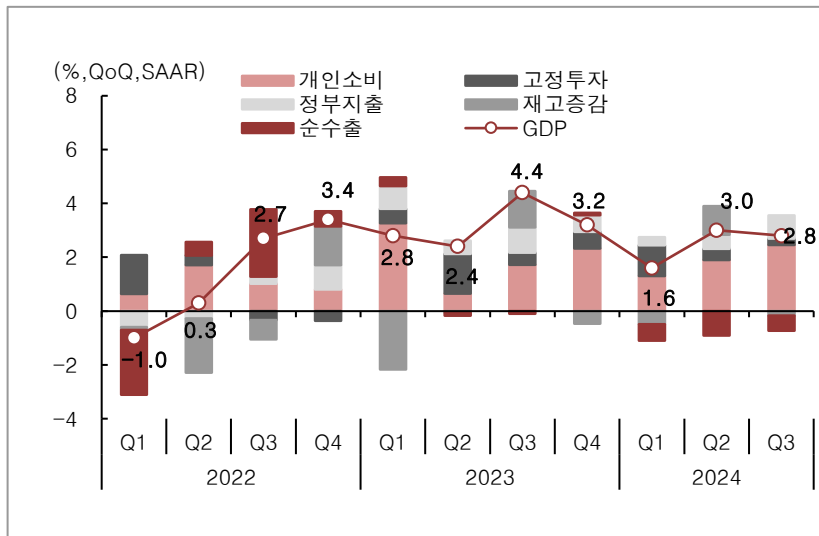
4. 경기 전망의 변화 ① 미국 경제 전망 Update

미국 GDP성장률 24년 2.8% → 25년 2.0% 예상

소비를 중심으로 점진적 성장 둔화가 기본 경로, 기업투자와 정부지출 추이가 변수

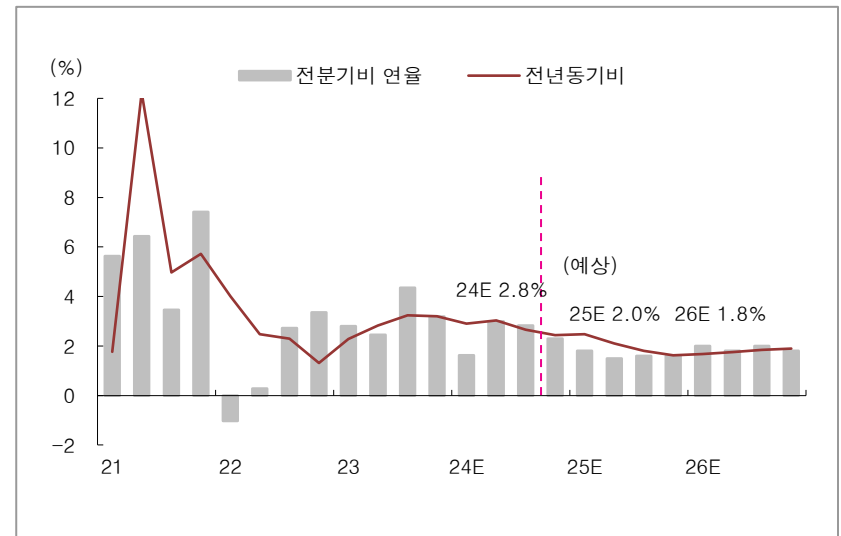
- 24년 상반기 소비(2.5%), 고정투자(4.0%) 중심의 강한 성장 → 하반기에도 GDP는 연율 3% 가까운 고성장 지속
 - 기업투자 증가세(해외직접투자 등) 지속 여부, 재정감축을 내세운 트럼프 2.0에 따른 정부지출의 성장기여 둔화여부에 주목
- 2025년 GDP성장률은 2.0%로 전망(*리세션 진입 가능성을 40%에서 20%로 하향), 향후 추가 상향 여지
 - 누적 물가상승, 고용 및 소득 증가세가 점진적으로 둔화되면서 소비의 성장기여는 점진적으로 축소(ex. 미국 소비비중 상승추세)
 - 기업투자는 불확실성 증대로 위축될 소지가 있고, 주택투자 부진도 상당기간 유지될 가능성

미국 GDP성장률에 대한 부문별 기여도



자료: FRED, 흥국증권 리서치센터

미국 GDP성장률(전기비연율, 전년동기비) 추이와 전망



자료: FRED, 흥국증권 리서치센터

고용지표/실질소득 둔화 vs. 체감경기 개선

부문별로 성장세 둔화되고 있으나 주요 경기지표 변화가 아직 임계치를 넘지 않는 단계

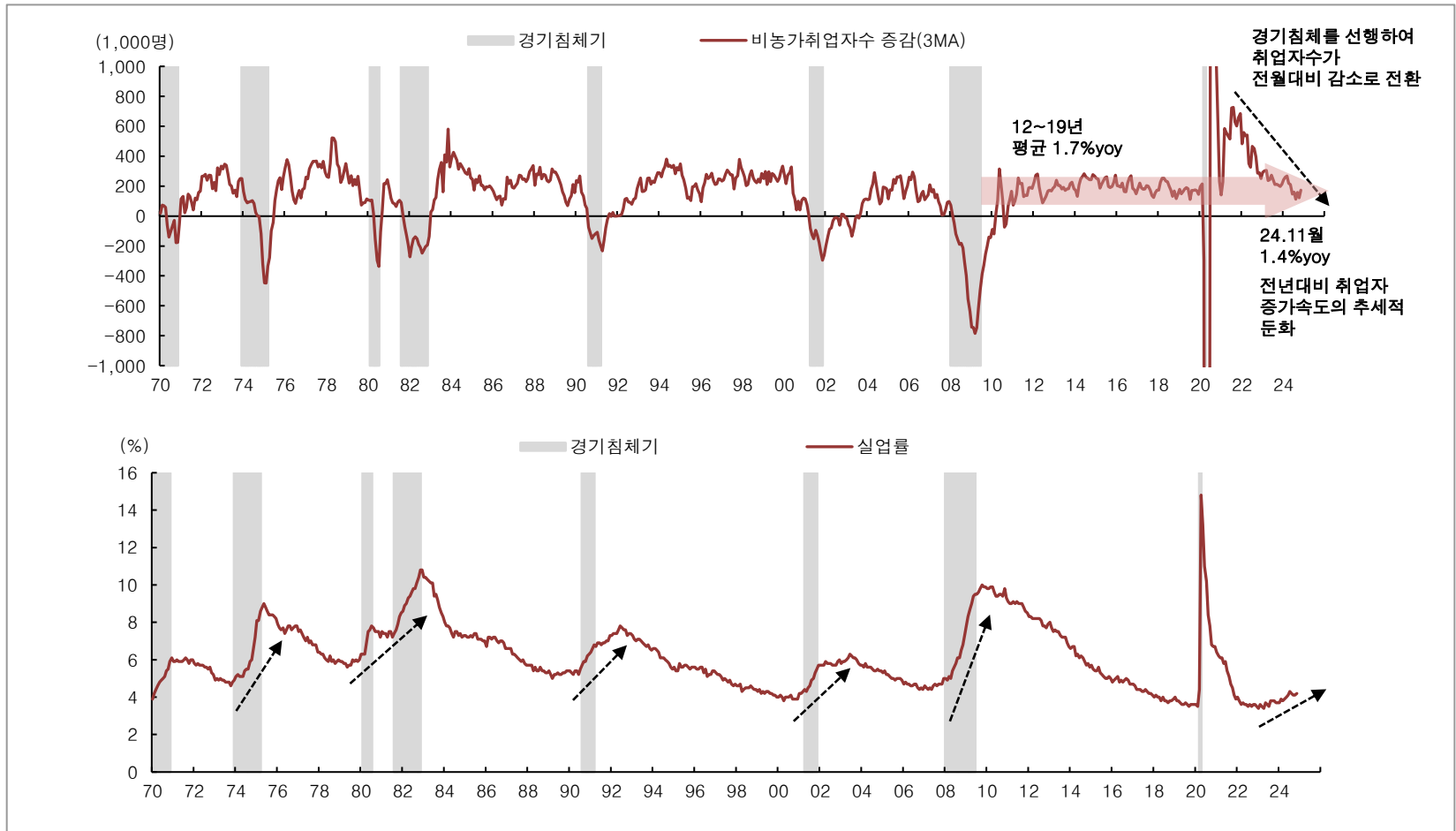
- 24년 3Q 대비 4Q현재, 미국 경기침체 가능성이 낮아진 상황. 향후 12~18개월내 리세션 확률은 20% 내외로 평가(하향)
- 낮은 실업률 수준, 서비스업 호조, 소득-소비의 견조한 증가세, 인플레이션의 안정 등을 감안하면 mild recession에 그칠 가능성

구분	지표	최근 동향(3M)	24.1H → 4Q(E)	24년 → 25년(E)	경기침체 신호
고용	실업률	→ (24.11월 4.2%)	↗	↗	●
	비농가취업자	↘ (24.11월 1.4%yoy)	↘	↘	●→●
소비	실질소득(이전소득 제외)	↘ (24.10월 2.3%yoy)	↘	↘	○→●
	소비자신뢰지수	↗ (24.11월 111.7)	↗	↘	●
산업	ISM제조업지수	→ (24.11월 48.4%)	→	↘	●→●
	ISM서비스업지수	→ (24.11월 52.1%)	↗	→	○
	산업생산	↘ (24.10월 -0.3%yoy)	→	↘	●
투자	내구재 주문	→ (24.10월 2.7%yoy)	→	↘	●
	비국방 자본재 주문	→ (24.10월 0.6%yoy)	→	↘	●→●
금융	장단기금리차(10-2년)	→ (24.11월 +0.1%p)	↗	→	●→●
GDP	민간소비	↗ (24.3Q 2.9%yoy)	→	↘	●
	민간투자	↘ (24.3Q 3.4%yoy)	↘	↘	●
	GDP성장률	→ (24.3Q 2.7%yoy)	↘	↘	●

주: 예상 변화 방향을 나타내는 화살표 중 빨간색은 하향, 파란색은 상향 수정을 의미
 개별 경기신호로 예측되는 경기침체 가능성: ● 높음, ● 중간, ○ 낮음

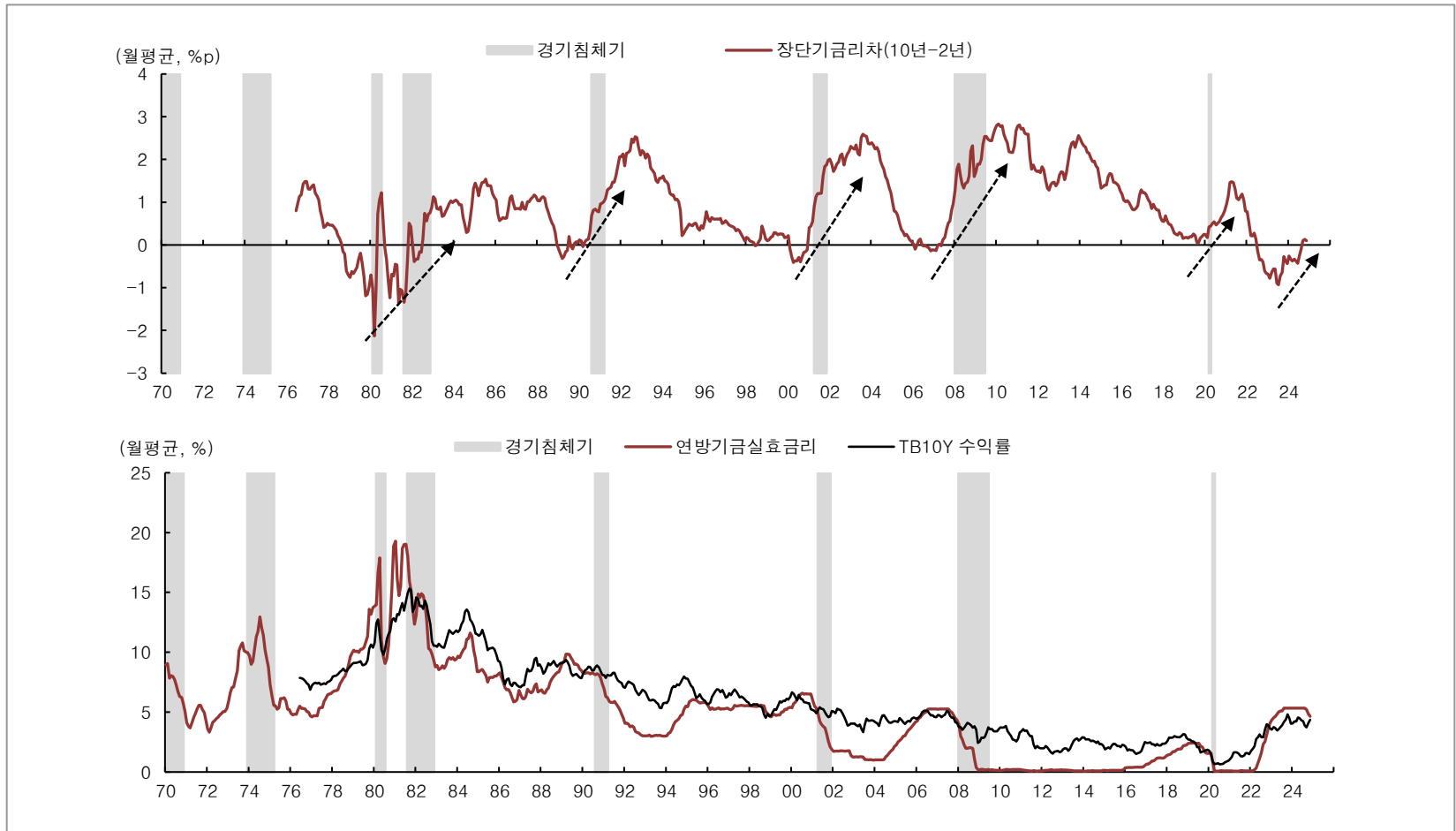
고용둔화는 가장 분명한 리세션 신호

취업자수 증가세가 감속하는 가운데 실업률은 낮은 수준에서 완만한 상승세



장단기금리차의 역전 해소

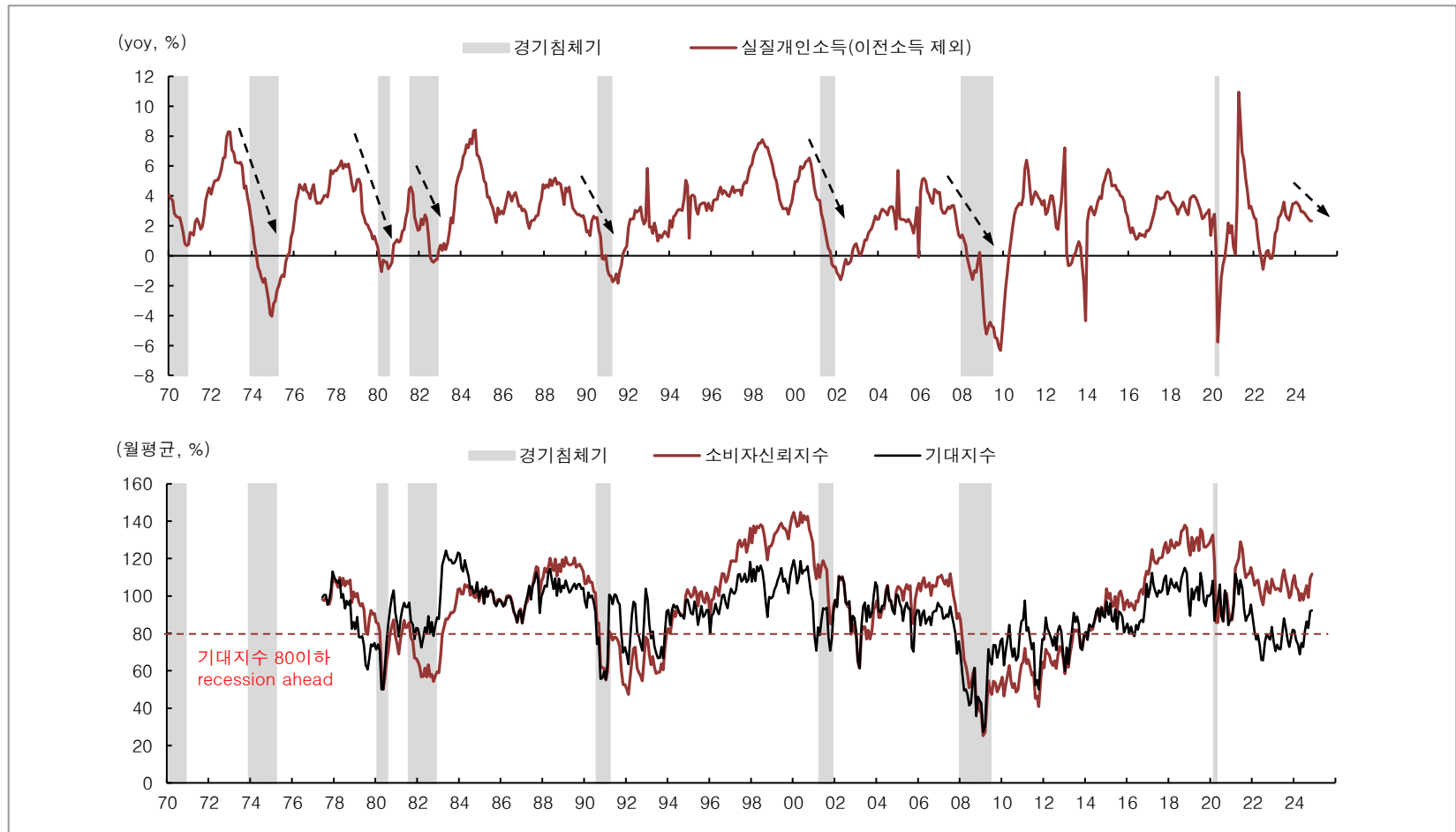
통화정책의 전환과 시장기대가 조합된 현상으로 리세션을 선행



[참고] 미국 경제 리세션 가능성 점검

실질소득은 완만한 둔화, 소비심리는 제한적 반등

실질소비와 소비심리(특히, 미래 경제여건에 대한 기대) 위축은 소비둔화의 선행지표

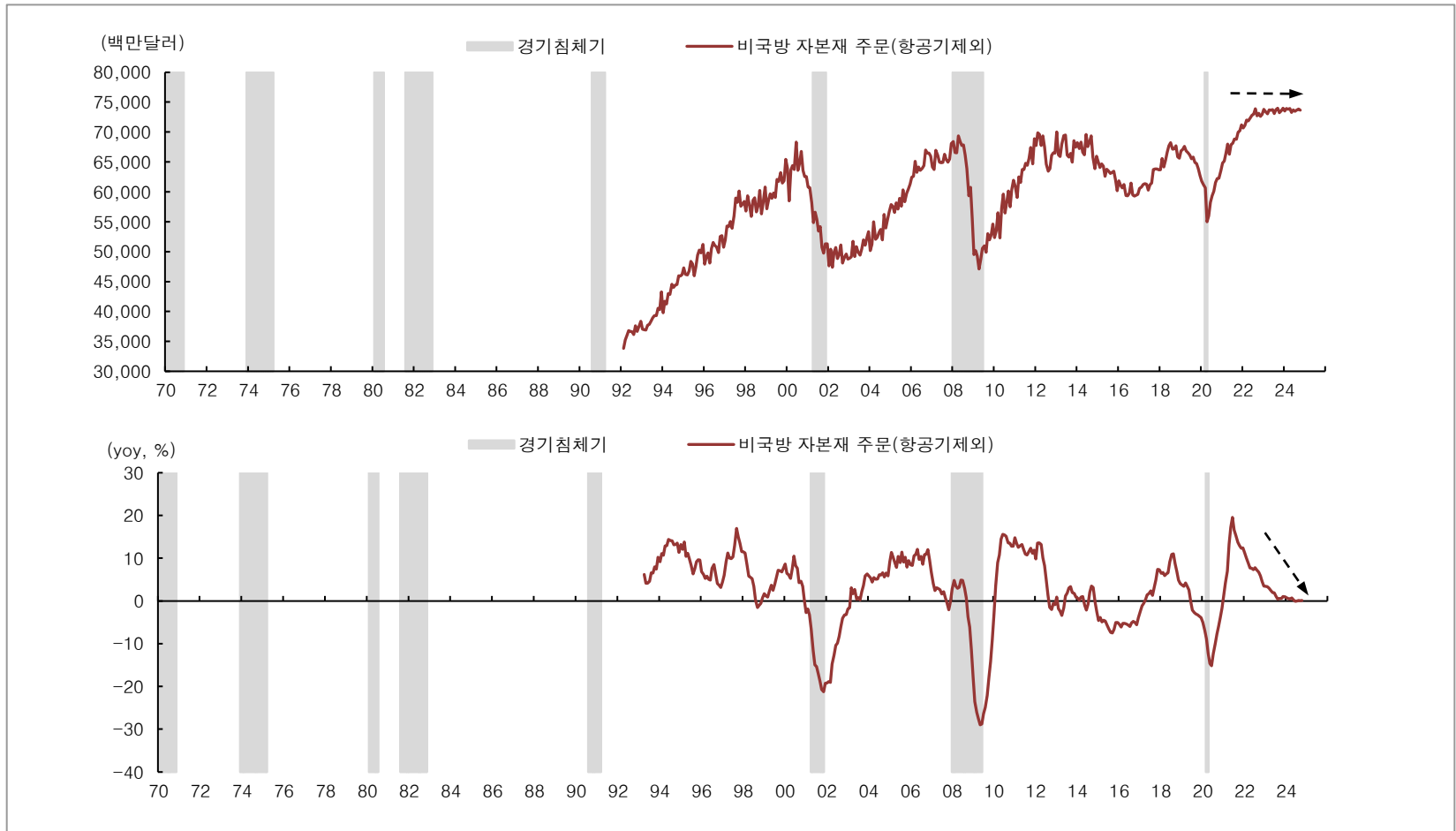


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[참고] 미국 경제 리세션 가능성 점검

자본재 주문은 변곡점 부근

기업투자의 선행지표, 절대규모가 꺾이지 않았으나 모멘텀은 약화



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

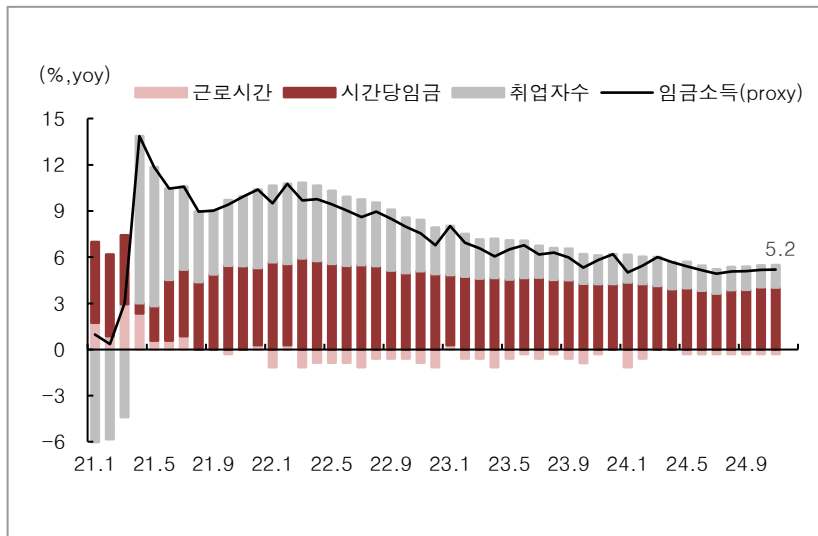
4. 경기 전망의 변화 ① 미국 경제 전망 Update

고용-소득-소비는 견조한 선순환

타이트한 고용여건을 바탕으로 소득/소비 증가가 강한 성장을 이어가는 구조

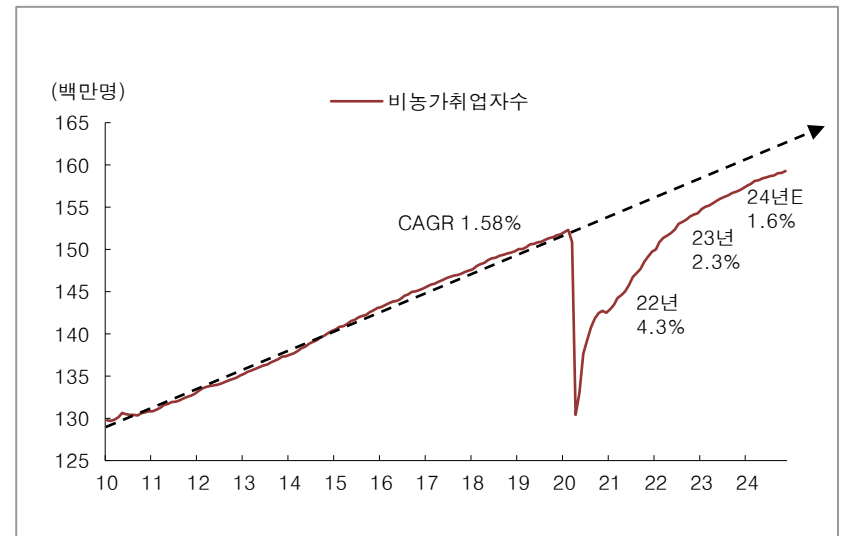
- 신규고용의 꾸준한 증가와 높은 임금상승률을 기반으로 전체 근로소득 증가율은 여전히 5%선, 리세션과 거리가 있는 수준
 - 24년 하반기 고용증가세 둔화에도 불구하고 임금(소득)증가세는 높은 수준에서 견조한 흐름 → 소비 중심 성장에 대한 낙관
- 그러나 미국 고용시장은 팬데믹 충격 이후 빠르게 전개되었던 고용시장의 복원과정이 마무리 단계에 진입
 - 2024년 미국 비농가취업자수 증가속도는 2010~2019년 연평균 증가율 1.58%에 수렴하는 중
- 점진적으로 산업활동이 둔화되는 과정에서 신규고용이 감소할 경우, 경기국면이 전환될 가능성은 잠재

명목 임금소득 증가율 분해



자료: FRED, 흥국증권 리서치센터

미국 비농가 취업자수 추이



자료: FRED, 흥국증권 리서치센터

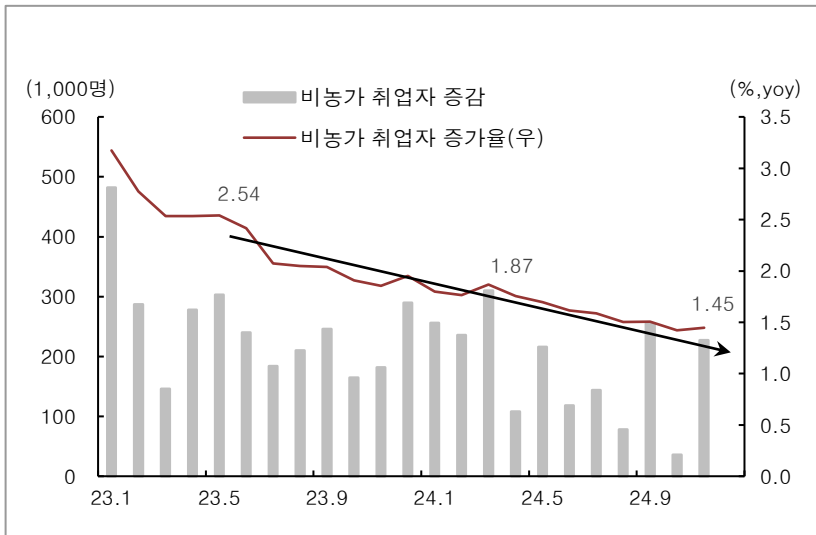
4. 경기 전망의 변화 ① 미국 경제 전망 Update

실업률 급등 가능성 낮으나 고용시장은 냉각 중

노동시장 수요우위 빠르게 축소됨에 따라 임금상승 압력도 점차 낮아질 가능성

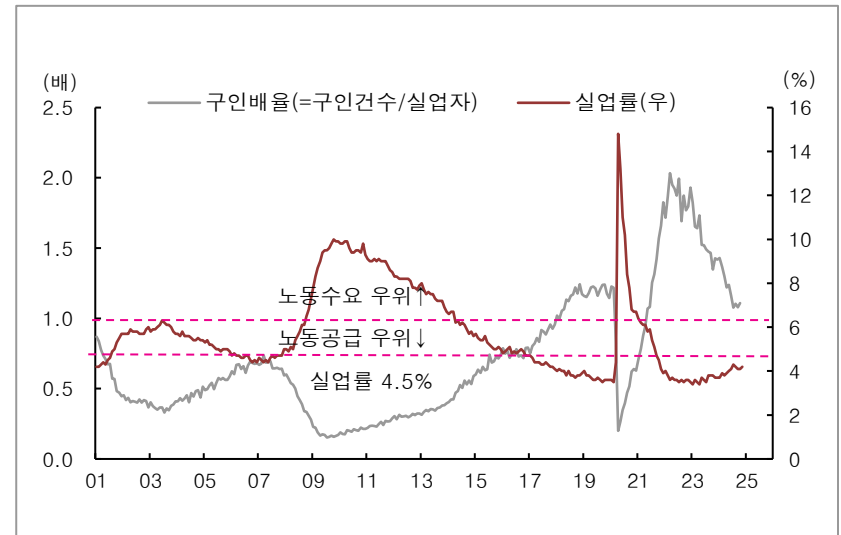
- 22년 하반기 이후 취업자 증가세 둔화, 구인건수 감소로 전체 노동수요가 둔화되어 수급 갭이 빠르게 균형에 접근
- 실업률이 4%를 넘어섰으나 과거 노동수급상황과 비교하면 실업자 및 실업률이 급격히 증가하기 보다는 취업자 증가세가 완만하게 둔화되는 흐름이 이어질 것으로 예상
- 노동시장 수요우위가 축소되면서 임금상승 압력도 점차 둔화될 가능성

월별 비농가 취업자 증감과 전년대비 증가율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 구인배율과 실업률



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

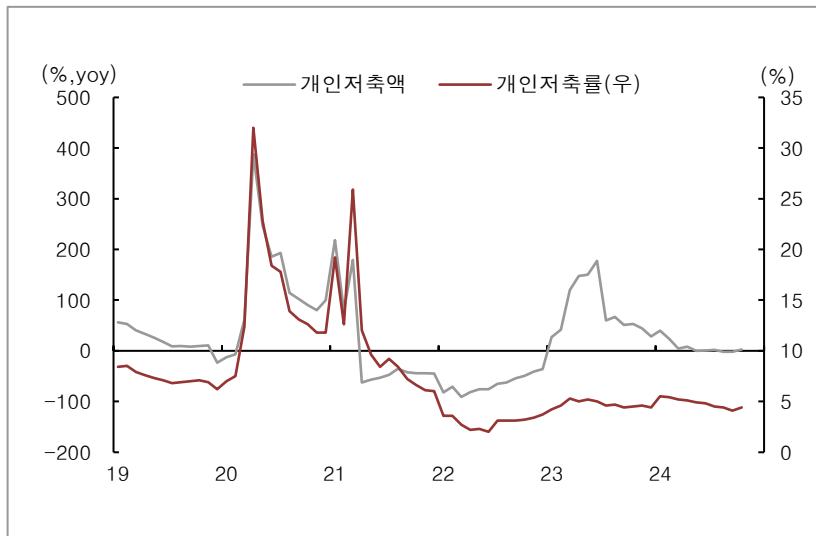
4. 경기 전망의 변화 ① 미국 경제 전망 Update

더 많이 쓰기에 점차 팍팍해질 지갑

소비 주도 성장을 유지해 온 저축이 줄고 빚은 늘고

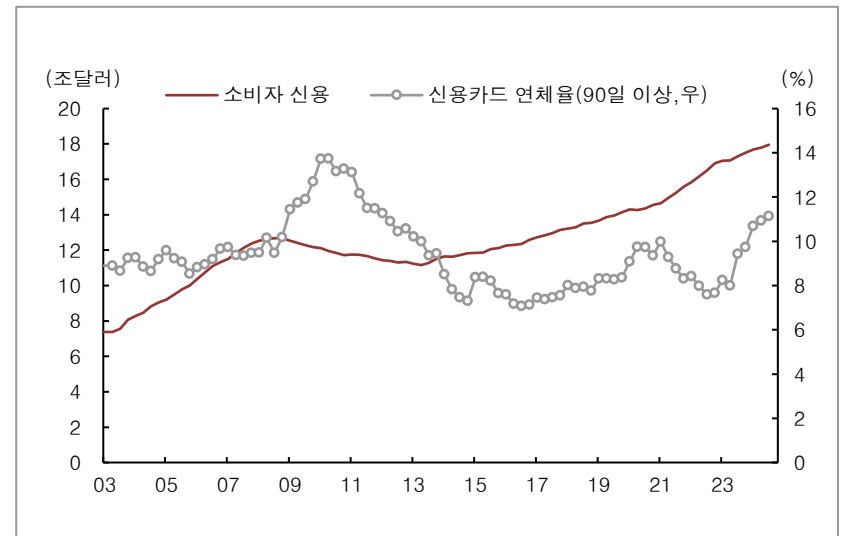
- 초과저축의 소진 과정을 거치면서 저축 감소와 저축률 하락 속도가 빨라지고 소비자신용과 연체가 증가
 - 가처분소득 대비 저축률은 4%대 초반으로 하락, 신용카드 연체율은 11%대로 상승
- 고용/소득 증가에 둔화에 따른 소비심리 약화와 더불어 향후 점진적 소비 증가 추세 둔화로 이어질 가능성
 - 실질 가처분소득(이전소득 제외) 중 99% 소비지출 중
 - 중기적으로 고용둔화 충격 시 소득/소비의 총량 증가에 즉각적인 영향이 나타날 가능성이 높아졌음을 의미

개인저축률 하락과 저축액 감소



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

소비자신용과 신용카드 연체율



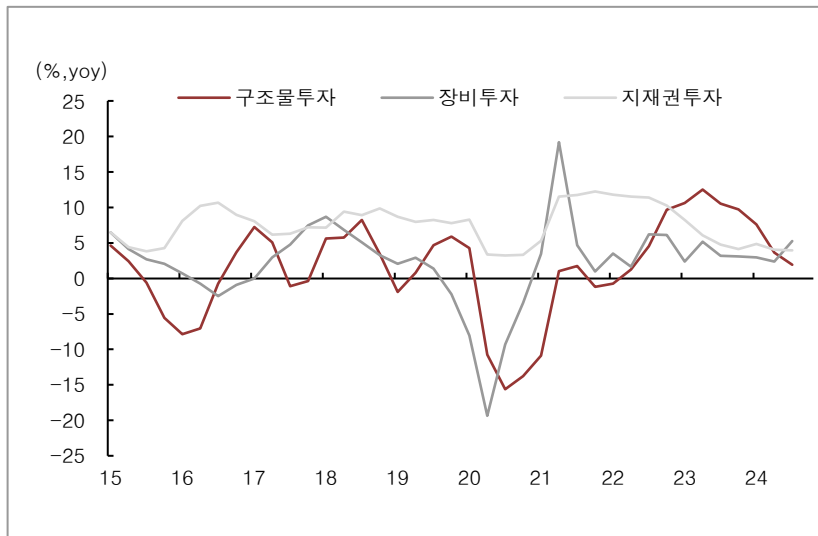
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

기업투자 견조하나 주택투자 부진은 지속

기업투자를 이끌었던 구조물 투자 둔화, 주택투자는 부침을 반복

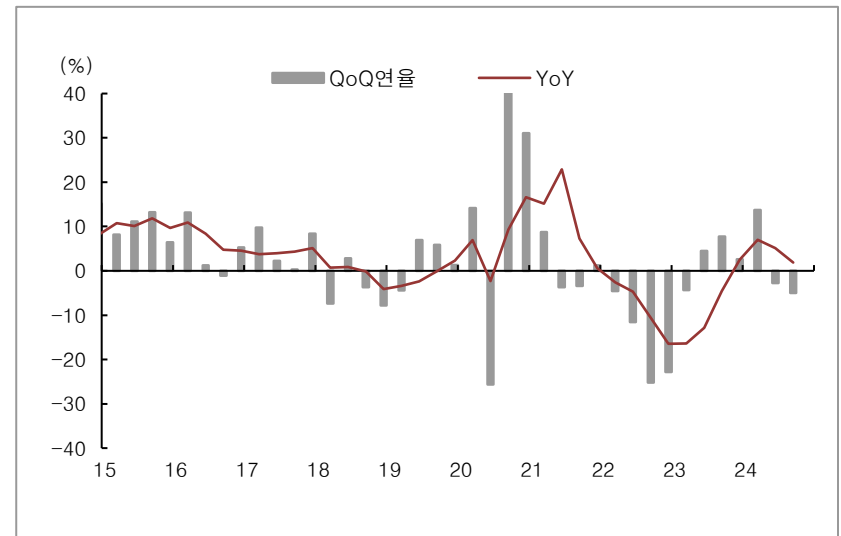
- 전체 기업투자 증가세는 비교적 양호한 가운데 구조물투자에서 장비 및 지재권 투자로 옮겨가는 순환적인 모습
 - 장비투자 및 지재권 투자는 각각 구조물 투자의 2배 규모이나 향후 정책, 경기상황을 반영하여 유동적인 성격
- 주택투자는 턴 어라운드 회복이 기대되고 있으나 금리인하 이후 주택금융여건 개선이 선행되어야 본격화될 전망
 - 주택 공급부족, 가격상승에도 불구하고 고금리에 따른 수요제약이 아직은 주택투자 본격 회복의 걸림돌
 - 금리인하 이후에도 시장금리 및 모기지 금리는 금리인하 시점보다 높은 수준을 유지

기업투자 동향: 구조투자, 장비투자, 지재권투자



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주택투자 동향



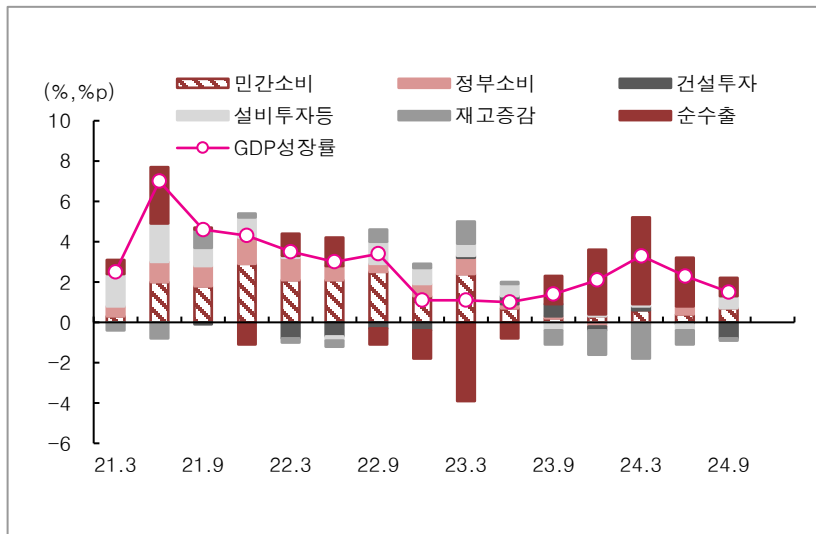
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

한국 GDP성장률, 24년 2.1% → 25년 1.8% 예상

순수출의 성장기여 축소, 내수회복 지연으로 부진한 성장흐름이 이어지는 모습

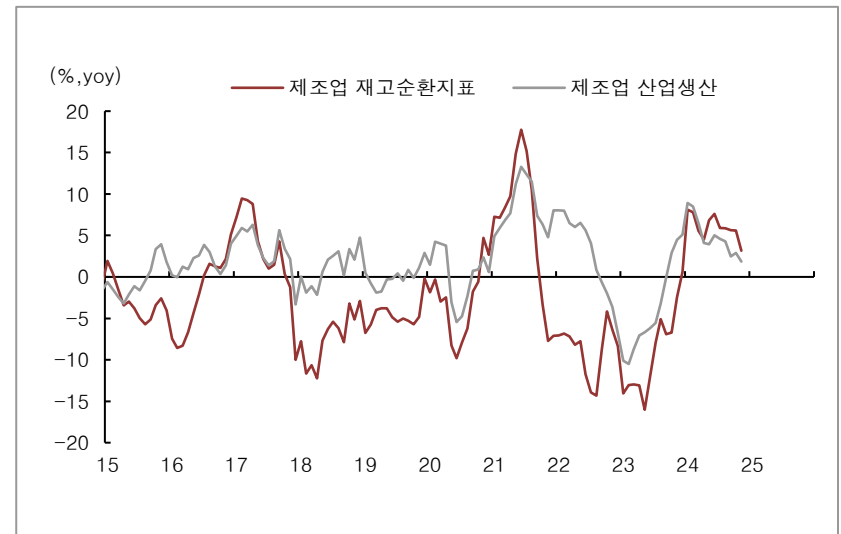
- 국내 GDP성장률은 24년 2.1%(3Q 1.5% → 4Q 1.2%)에서 '25년 1.8%로 낮아질 전망, 추가 하향조정 여지
 - 총소비(민간소비, 정부소비)의 성장기여가 완만하게 개선되나 고정투자는 성장에 기여하지 못하는 상황
 - 순수출의 성장기여도(전년대비)는 1분기 4.3%p → 2분기 2.4%p → 3분기 0.9%p로 둔화
- 수출둔화, 내수회복 지연으로 25년 수요측 성장동력이 약화될 전망
 - 24년 4Q ~ 25년 상반기 중 불확실성 확산에 따른 부정적 경제영향이 집중될 것으로 예상

GDP성장률과 수요부문별 기여도



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

제조업 재고순환지표와 생산증가율



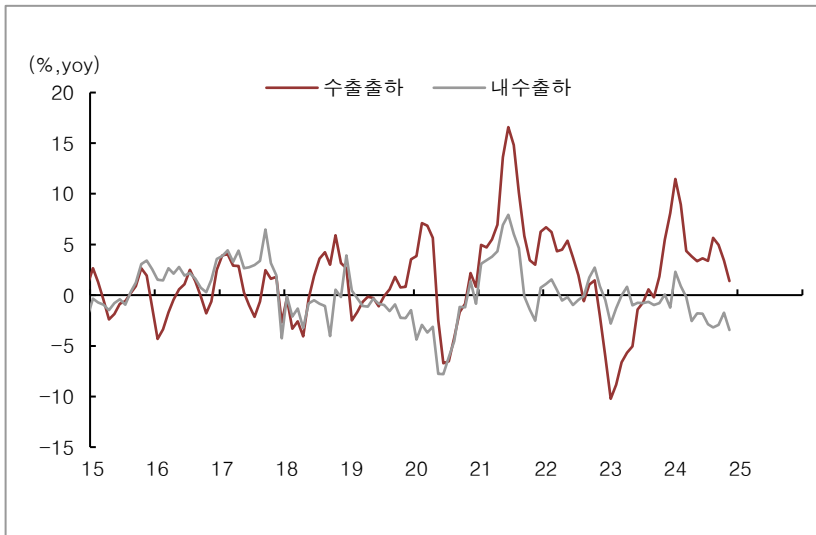
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

내수·수출의 균형은 성장의 하향평준화를 의미

수출 증가세는 빠르게 둔화되고, 내수회복은 완만하고 지연될 가능성

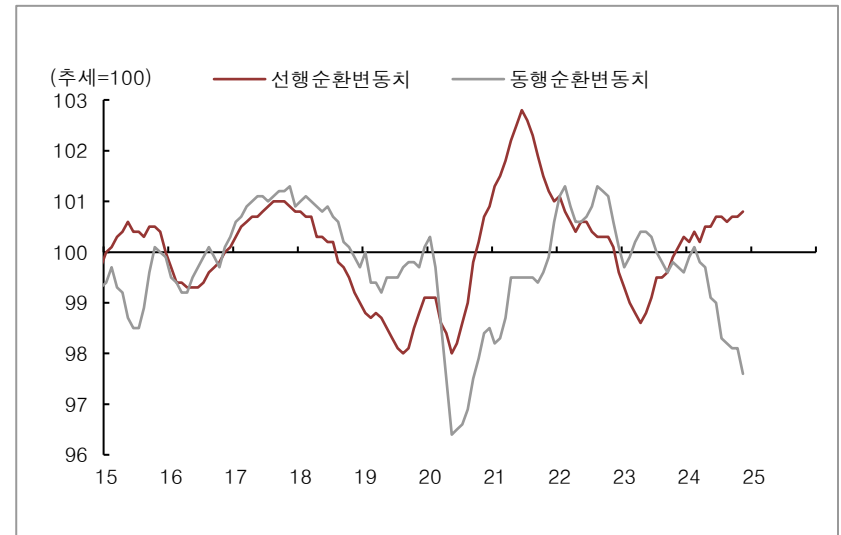
- 수출과 내수성장의 차별화가 완화되는 가운데 건조한 균형 성장보다는 성장률이 낮아지는 결과
 - 23년 4분기부터 회복된 수출의 역기저효과, 반도체 사이클 하향 가능성 등 수출의 성장기여 낮아질 가능성이 우세한 반면 내수회복 전망은 불투명한 상황
- 24년 중 수출 민감도가 높은 경기선행지수는 오름세, 내수 민감도 높은 경기동행지수는 하락하는 엇갈린 행보 지속

수출출하와 내수출하 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

경기선행지수와 동행지수



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

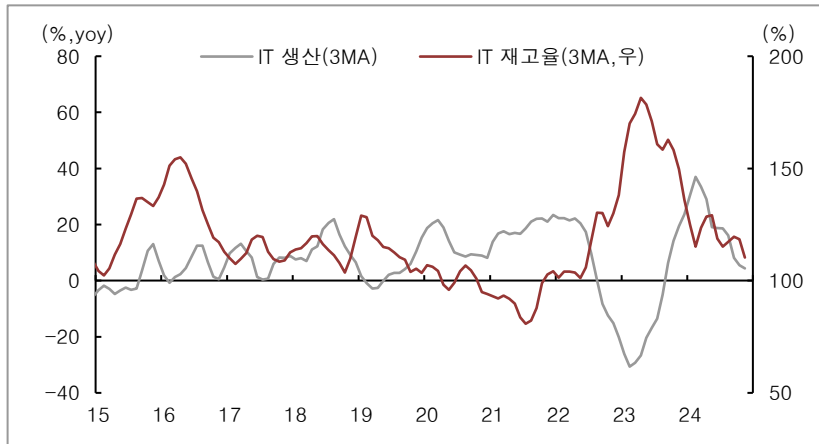
수출과 생산을 견인해온 반도체 경기의 빠른 감속

- 반도체 수출 중심의 성장동력은 작동 중이나 분기별로 증가율이 반감하면서 제조업 생산 기여율도 하락추세
 - 생산(yoy): 1Q 45% → 2Q 22% → 3Q 9% → 10~11월 14%
 - 수출출하: 1Q 53% → 2Q 21% → 3Q 13% → 10~11월 15%
- 반도체 등 IT섹터 재고율이 역사적으로 낮은 수준. 향후 대규모 수요(수출)증가가 전제되지 않으면, 재고조정 모멘텀이 확장적으로 나타날 가능성이 낮음
 - Non IT섹터는 재고율 높고 내·외 수요가 정체

반도체 수출출하와 생산증가율

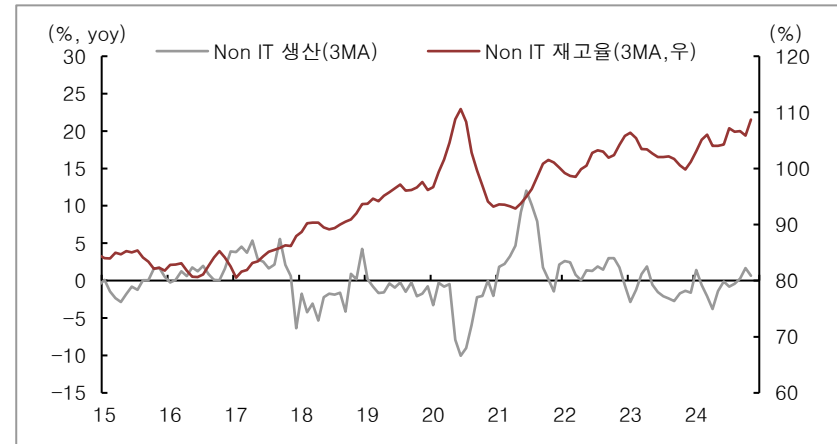


IT 생산 증가율과 재고율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

Non IT 생산증가율과 재고율



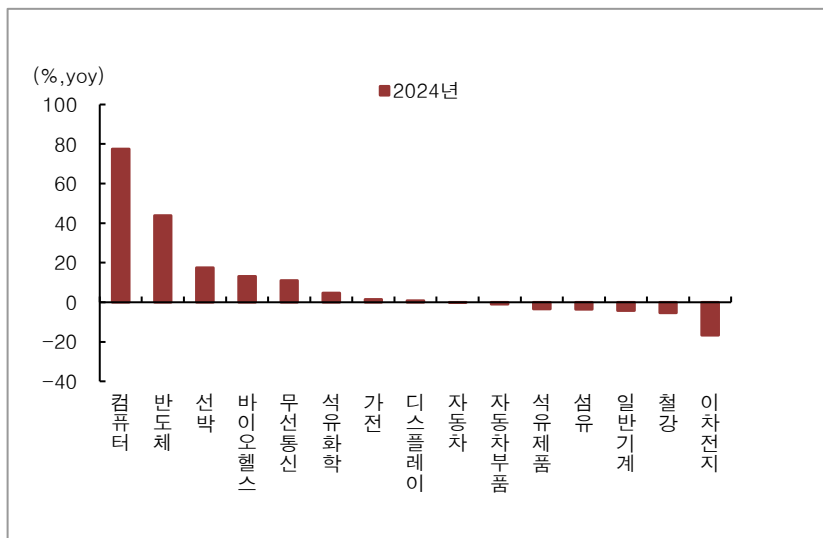
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

수출 전망 악화, 순수출은 제한적인 성장에 그칠 전망

일부 품목에 수출집중 현상 지속, 전 품목의 수출증가에 둔화가 뚜렷

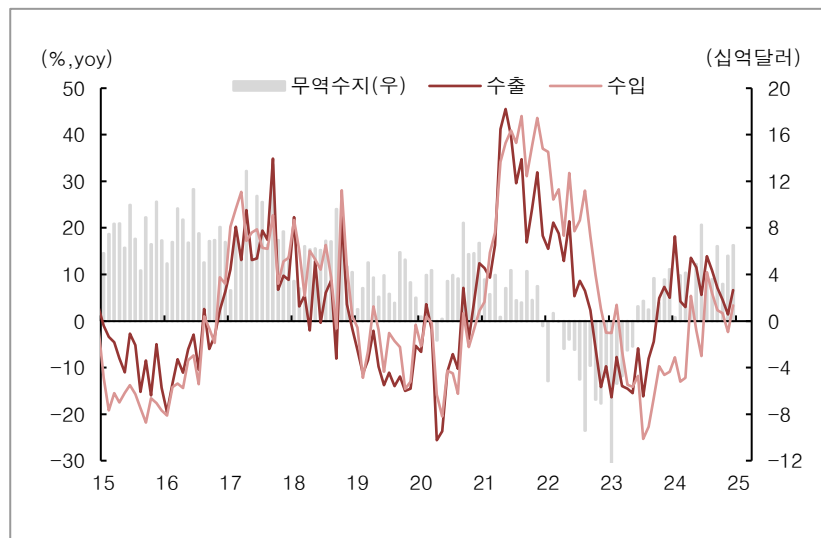
- 반도체 등 IT 이외 선박, 바이오 등에 증가세가 편중된 가운데 자동차, 화학 등 여타 전통 품목은 부진을 지속
 - 전체 수출대비 IT, 선박, 바이오 수출비중: 23년중 27.7% → 24년중 33.9% (24.9월 45.3% → 24.12월 37.8%, 4Q 들어 선박, 바이오 부진)
- 수출증가율은 24년 8.2% → 25년 1.5%로 둔화, 수입증가율은 -1.6% → 1.5%로 낮은 회복세 예상
 - 수출증가율 24.3Q 10.5% → 4Q 4.2%로 예상보다 빠른 수출 둔화가 현실화
 - 25년 미국 관세인상 등 교역환경 악화 반영하여 수출입 증가율 각각 5%선에서 1%대로 대폭 하향 전망

2024년 중 주요 품목별 수출증가율 비교



자료: 산업통상자원부, 한국증권 리서치센터

수출입 증가율과 무역수지



자료: 산업통상자원부, 한국증권 리서치센터

급격한 심리 악화에 따른 경제활동 위축 우려

- 계엄령 발동/탄핵에 따른 국정공백 등 불안정한 정치상황
영향으로 소비자와 기업의 경제심리가 급격히 위축
- 고물가, 고환율, 내수부진, 대외여건의 불확실성에 따라 침
체되어 있는 소비 및 투자심리 악화가 가중
- 기간과 정도는 유동적이겠으나 전 분야에 걸쳐 기본적인
경제활동의 동반 위축은 불가피할 전망

경제심리지수(ESI)



소비자심리지수(CCSI)



자료: 한국은행, 통계청, 홍콩증권 리서치센터

기업심리지수(CBSI) 전망



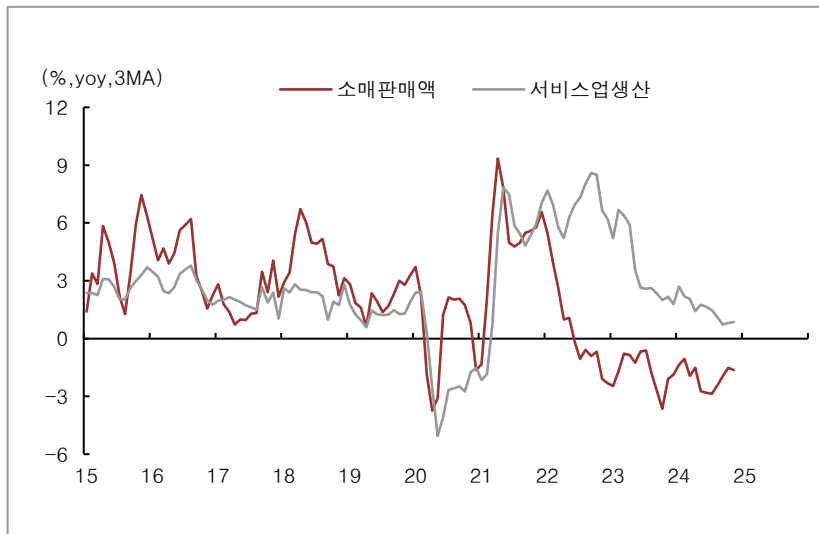
자료: 한국은행, 통계청, 홍콩증권 리서치센터

민간소비는 완만하고 크기가 제한적인 회복세

누적된 물가상승과 낮은 소득 증가로 소비 회복은 느리게 나타날 듯

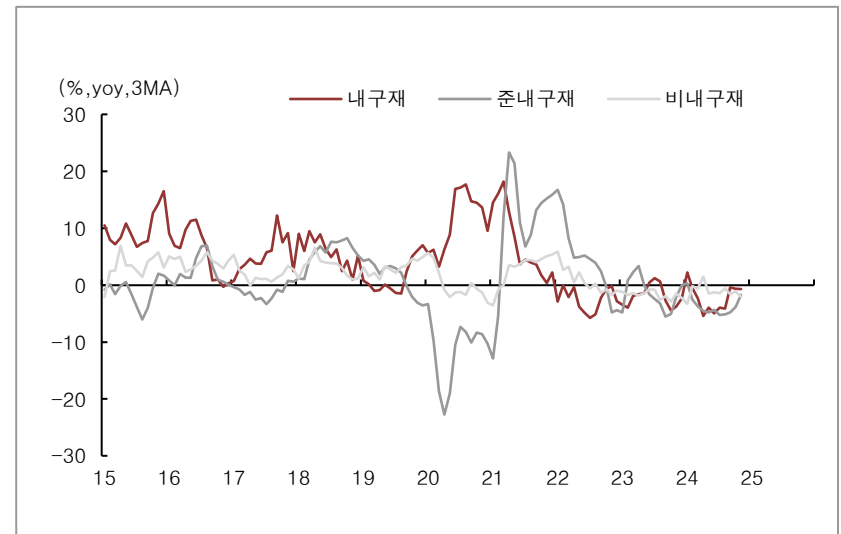
- 소매판매(불변가격)가 11분기 연속 전년대비 감소하는 등 상품 중심으로 소비위축이 장기화, 서비스업 업황도 둔화세
- 실질소득의 낮은 증가세와 누적된 인플레이션 영향으로 전반적인 소비여력에 대한 제약이 큰 상황
 - 물가오름세 둔화로 실질기준 소득 및 소비 개선 가능성 높아졌으나 누적된 물가상승이 소비심리, 소비여력을 제약할 것
 - 경기민감도 높은 내구재, 준내구재 소비 부진, 개별소비세 한시 인하 효과는 미지수
- 현저한 명목소득 증가, 물가 안정 등으로 소비심리가 회복되기까지 소비 회복은 매우 완만하고 제한적인 수준에 그칠 전망

소매판매액과 서비스업생산 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

재별 소매판매 증가율



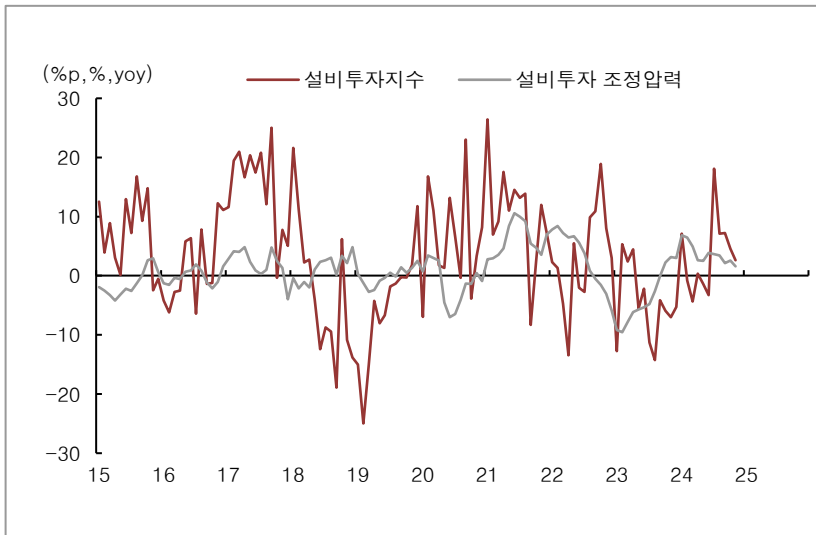
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

설비투자는 제한된 업종에서 차별적으로

수요(수출)회복 – 생산증가에 따른 투자유인이 일부 업종에 국한

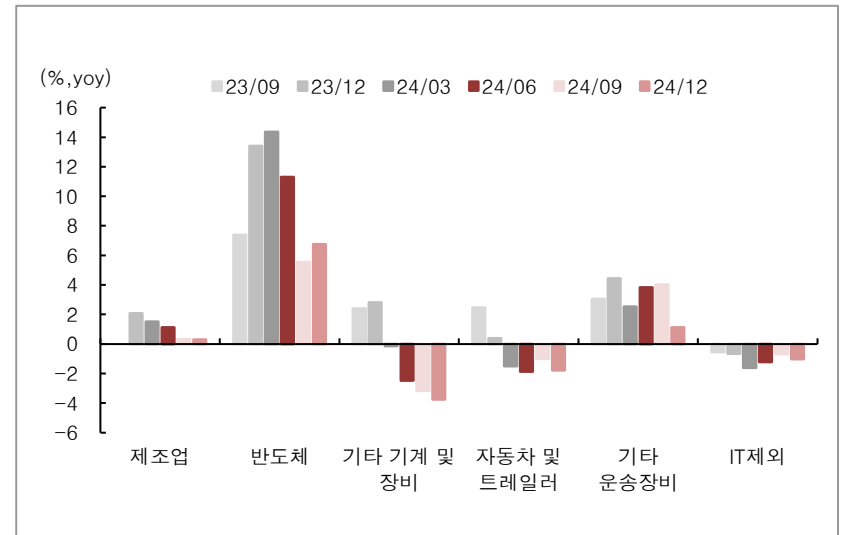
- 생산능력(capa) 대비 생산회복에 따른 투자수요는 업황 회복을 보인 반도체, 선박 등 일부 산업에 한정
- IT를 제외한 대부분의 업종에서 생산능력은 전년동기대비 마이너스 성장
- 생산능력이 정체된 상황에서도 가동률 하락 등으로 투자확대를 기대하기 어려운 여건이 25년 중에도 이어질 전망

설비투자 조정압력 추이와 설비투자 증가율



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

주요 업종별 생산능력 증가율 비교



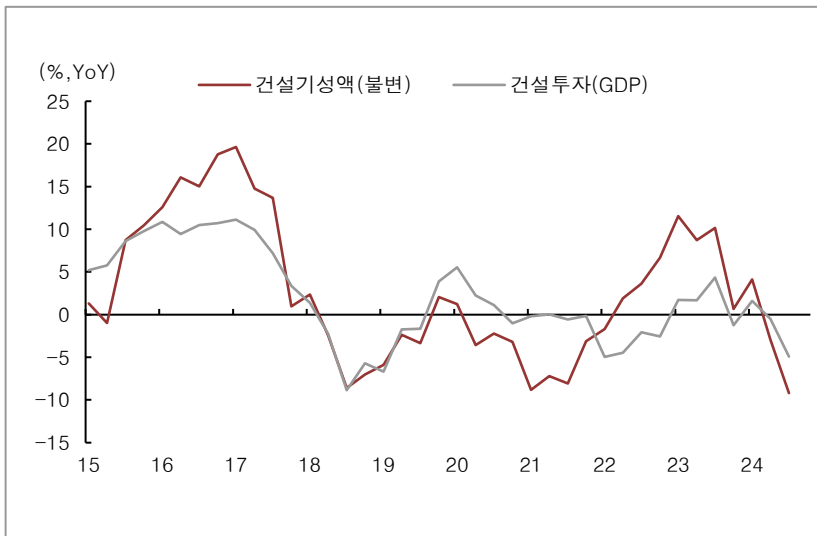
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

건설경기 침체는 길어지고, 깊어지고

PF위축, 미분양, 건축비 상승 등 영향으로 건설투자는 전년대비 감소세 지속

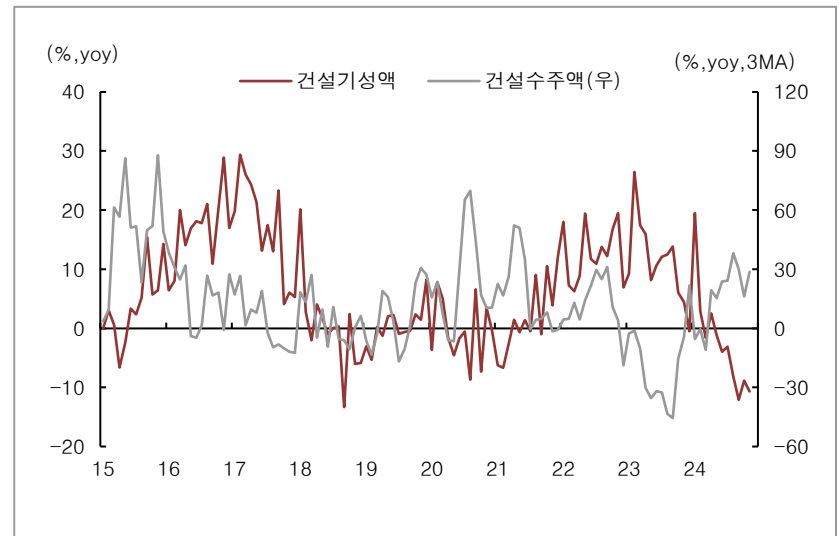
- PF부실 등 조달, 분양 차질로 인한 공사 중단, 건설비용 상승 등으로 건설기성액 증가세가 급격히 둔화
 - 24.3Q 현재 건설투자(GDP)는 2분기 연속 전기비/ 전년대비 감소, 건설기성 감소폭 확대 (24.3Q -9.6% → 10~11월 -11.9%)
- 선행지표인 건설수주주액(경상)이 공공부문 발주, 주택건축 등에서 일부 증가하는 모습이나 전체적으로는 부진한 상태
- 부동산 PF 연착륙 대책 등으로 건설경기 침체의 영향이 이어지고 있는 가운데, 수도권을 제외한 지역의 주택수요는 회복세가 부진하여 지방 미분양 등 수급불균형 상황이 장기화

건설투자(GDP)와 건설기성 증가율



자료: 한국은행, 통계청, 흥국증권 리서치센터

건설수주액과 건설기성액(경상금액)



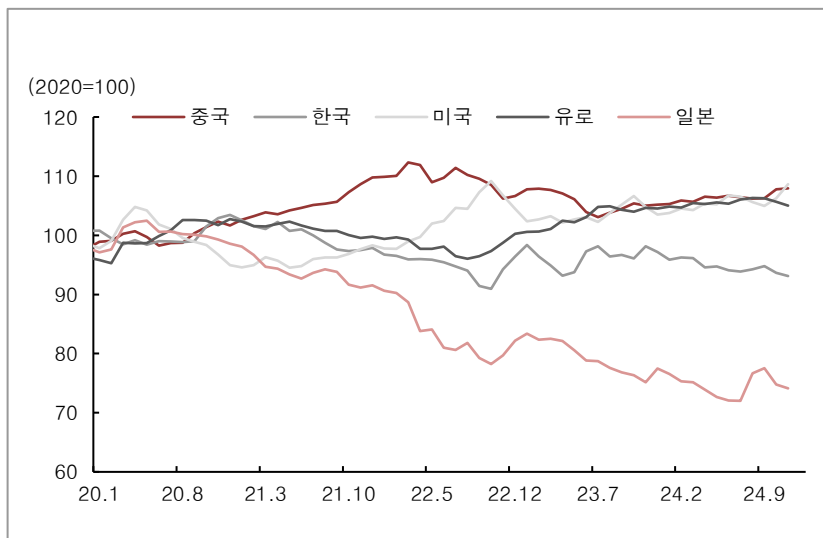
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

원화는 순환적 저평가인가, 구조적 약세인가?

팬데믹 이후 원화의 실효환율이 뚜렷한 하락세

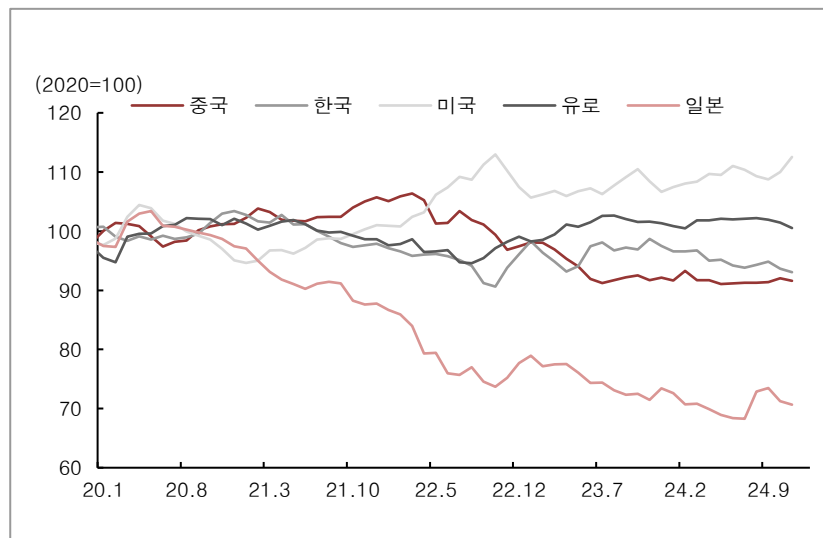
- 주요국 중 명목실효환율이 2020년 수준을 하회하는 국가는 일본과 한국
 - 물가상승에 따른 구매력변동을 반영한 실질실효환율을 기준으로 하면, 일본, 중국, 한국 등 아시아 통화가 2020년 수준을 하회
- 반면, 미국 달러는 24.11월 현재 108.6pt으로 2022.10월(Broad Index기준 109.2pt) 이후 최고치
- 원화는 구조적인 약세가 진행 중일 가능성도 점검해 볼 필요
 - 해외투자증가 추세에도 불구하고 경상수지 흑자 지속 등 달러수급여건과 국가신용위험은 비교적 안정세

주요국 통화의 명목실효환율



주: Broad Index 기준
자료: BIS, 홍콩증권 리서치센터

주요국 통화의 실질실효환율



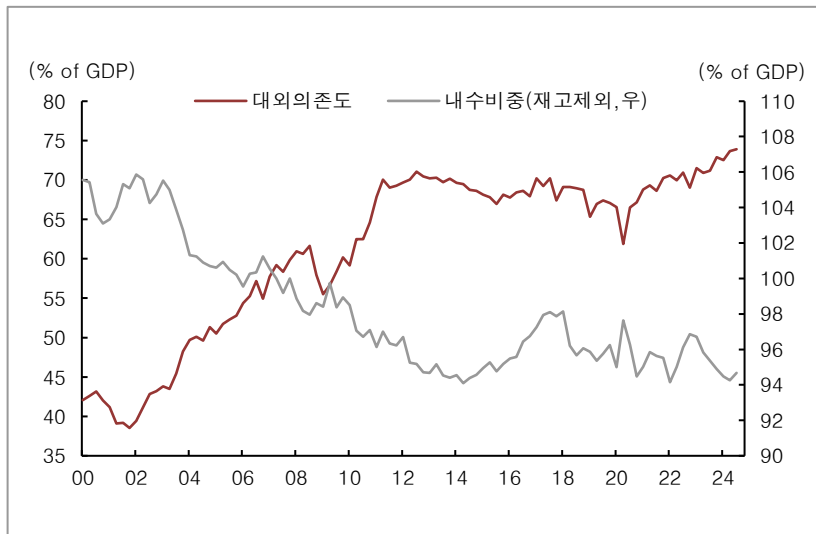
주: Broad Index 기준
자료: BIS, 홍콩증권 리서치센터

2020년 이후 우리 경제의 구조 변화

더 높아진 대외의존도, 저조한 내수 성장세 ⇒ 역동성 약화, 불안정성 증대

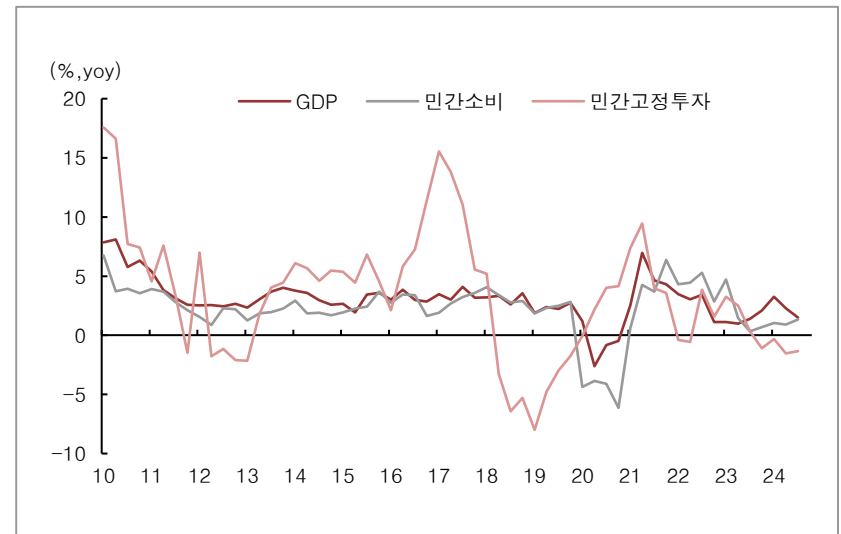
- 한국 경제는 경기침체를 거치면서 대외의존도(총수출+총수입 비중)가 이전보다 확대되는 경향, 팬데믹 이후 70% 상회
 - 글로벌 분업 확산, 수출주도형 성장전략의 결과이며 과거 우리 경제의 강한 복원력으로 작용
- 지나치게 높은 대외의존도는 무역갈등 등 교역여건의 불확실성이 증대되는 상황에서 대외환경 변화에 취약해질 가능성
- 2020년대 이후 국내 수요, 특히 민간의 소비와 투자 증가율이 평균적으로 GDP성장률을 하회
 - 대외 취약성이 높아지고 낮은 내수성장이 장기화될 경우 잠재성장률 하락과 더불어 경제 안정성이 약화될 우려

한국 경제의 대외의존도와 내수비중



주: 대외의존도 = (총수출+총수입)/GDPx100
자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

GDP, 민간소비와 민간고정투자 증가율



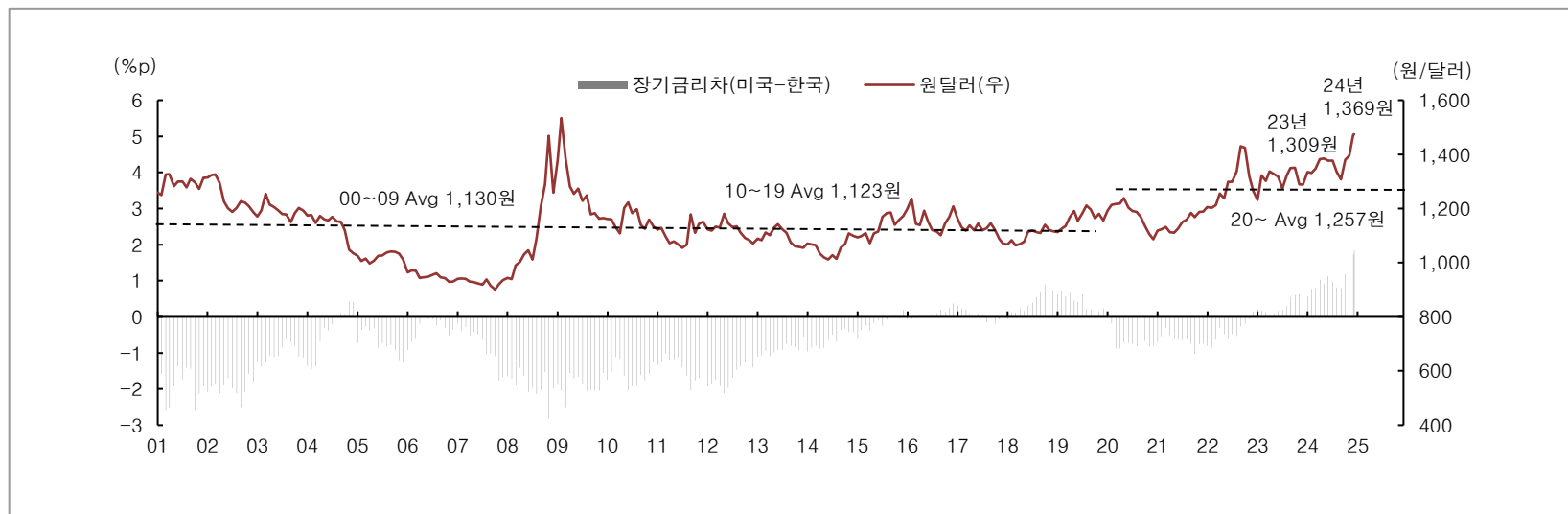
자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

장기 흐름을 보면 원달러는 레벨 업?

원화의 위상 변화: 고성장/EM통화 → 고수익/비기축·DM통화 → 저수익/비기축·DM통화

- 2000년 이후 글로벌 금융위기 등 환율 급변동에도 불구하고 원달러 환율은 평균 1,152원
 - 2000~2019년 장기평균 1,126원 → 2020년 이후 평균 1,257원 (22년 1,292원 → 23년 1,305원 → 24년 1,364원)
- 비기축 통화로서 달러화 가치 변화에 연동 + 성장둔화, 금리하락에 따라 원화 가치 하락 → 저금리/저성장 + 불확실성
 - 펀더멘탈 측면 기저환율 1,300~1,350원으로 상승, 금리차 확대(경기차/정책차) +100원 내외, 불확실성 및 오버슈팅 +50원 내외
 - 1Q 정치불안 해소+금리차 확대 1,450~1,500원 → 2Q 금리차 유지 1,400~1,450원 → 하반기 불안요인 완화 1,300원대 후반

원달러 환율과 미국-한국 장기금리차(10년물) 장기 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2025년 기준금리, 장기금리 및 환율 전망

경제여건과 정책강도에 따라 한국과 미국의 금리/환율은 대비되는 흐름 예상

- 미국경제: 펀더멘털(호경기 및 고물가 연장) + 통화정책(금리인하 감속) + 정치요인(트럼프2.0)
= 금리상승(점진적 하락), 달러 강세(강세 지속 후 조정)
- 한국경제: 펀더멘털(경기부진, 낮은 수준에서 물가반등)+통화정책(금리인하 가속) + 정치요인(탄핵정국)
= 금리하락(상반기 하락 후 반등), 원화 약세(약세 지속 후 반등)
- 대내외 불확실성 완화(priced-in), 하반기 경제안정, 완만한 내수개선, 외국인 투자유입(WGBI편입 등) 등을 전제

분기별 금리 및 환율 전망

	23 연간	24E 연간	25E 연간	2023				2024				2025E			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
연방기금금리(% ,상단/기말)	5.50	4.50	3.75	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
한은기준금리(% ,기말)	3.50	3.00	2.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.25	2.25	2.25
기준금리차(bp)	200	150	150	150	175	200	200	200	200	150	150	175	200	175	150
미 국채 10년(% ,기간평균)	3.98	4.21	4.24	3.75	3.59	4.15	4.45	4.15	4.45	3.95	4.28	4.50	4.30	4.15	4.00
국고채 10년(% ,기간평균)	3.64	3.22	2.63	3.44	3.45	3.83	3.85	3.39	3.48	3.07	2.95	2.75	2.60	2.55	2.60
장기금리차(bp)	34	99	161	31	15	32	59	76	97	88	133	175	170	160	140
원/달러(원 ,기간평균)	1,306	1,364	1,411	1,276	1,315	1,313	1,321	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,420	1,395	1,380
원/달러(원 ,기말)	1,291	1,473	1,370	1,302	1,318	1,348	1,291	1,347	1,377	1,308	1,473	1,430	1,405	1,390	1,370

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터 전망

Macro View(I) – 주요국 성장률 전망

2024~2025년 국내 GDP성장률 전망을 각각 2.1%, 1.8%로 하향

- 예상을 크게 하회한 24.3Q 실적과 4Q 산업활동동향을 반영하여 2024년 GDP성장률 전망을 2.1%로 하향
- 수출의 성장기여 축소, 경제심리 위축과 내수 회복 지연에 따라 25년 특히, 상반기 성장 둔화 예상(추가 하향 조정 가능성)

2024~2025년 미국 GDP성장률 전망은 2.8%, 2.0%로 상향

- '24년중에는 기존 예상을 상회하는 성장세 이어지나 점진적 고용둔화, 소비-투자 성장동력 약화 예상

		23	24E	25E	2023				2024E				2025E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
경제성장률	국내총생산(YoY,%)	1.4	2.1	1.8	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3	2.3	1.5	1.4	1.2	1.6	2.0	2.2
	최종소비	1.6	1.3	1.6	4.5	1.3	0.5	0.3	0.6	1.3	1.7	1.4	1.3	1.6	1.7	1.8
	민간소비	1.8	1.1	1.5	4.7	1.4	0.3	0.7	1.0	0.9	1.3	1.2	1.0	1.4	1.6	1.8
	총고정자본형성	1.4	-0.5	0.6	2.7	2.8	0.8	-0.3	0.9	-0.9	-0.7	-1.1	-0.3	-0.2	1.5	1.4
	건설투자	1.5	-2.0	-0.7	1.7	1.7	4.3	-1.2	1.6	-0.5	-4.9	-4.0	-3.5	-2.2	2.0	1.0
	설비투자	1.1	1.4	1.5	4.7	3.8	-3.9	-0.2	-1.0	-2.5	6.3	2.0	1.8	2.3	0.5	1.5
	총수출	3.6	6.9	2.4	-1.1	0.9	3.2	11.4	9.1	9.0	6.5	2.8	2.0	2.2	2.6	2.8
	총수입	3.5	2.2	2.1	7.1	3.4	-0.2	3.9	-0.4	3.1	4.3	1.9	2.0	2.5	1.8	2.0
주요국 성장률	미국(QoQ,연율,%)	2.9	2.8	2.0	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	2.8	2.3	1.8	1.5	1.6	1.6
	일본(QoQ,연율,%)	1.7	0.0	1.3	5.0	2.6	-4.0	0.4	-2.4	2.2	0.9	4.2	-1.0	2.0	0.6	2.0
	유로존(QoQ,%)	1.0	0.8	1.3	0.5	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4
	중국(YoY,%)	5.2	4.8	4.4	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	4.6	4.2	4.4	4.3	4.5

주: 음영부분이 전망치(2025.01.06 현재)
자료: Bloomberg, 한국증권 리서치센터 전망

Macro View(II) – 대외거래, 물가, 금융시장

'25년 대외거래 및 환율, 금리 전망 수정

– 수출입 증가율 대폭 하향, 최근 환율 및 금리변동을 반영하여 전망치 조정

		23	24	25E	2023				2024				2025E			
		연간	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
대외거래	수출(통관기준, 억달러)	6,322	6,838	6,940	1,512	1,558	1,571	1,681	1,634	1,715	1,737	1,752	1,680	1,748	1,754	1,759
	증감률(yoy,%)	-7.4	8.2	1.5	-12.8	-12.0	-9.7	5.7	8.1	10.1	10.5	4.2	2.8	1.9	1.0	0.4
	수입(통관기준, 억달러)	6,425	6,320	6,418	1,740	1,593	1,507	1,586	1,550	1,570	1,600	1,600	1,581	1,592	1,629	1,616
	증감률(yoy,%)	-12.1	-1.6	1.5	-2.2	-13.2	-21.6	-10.7	-11.1	-1.4	6.2	0.9	2.0	1.4	1.8	1.0
	무역수지(억달러)	-104	517	522	-228	-35	64	96	84	145	136	152	98	156	125	143
	경상수지(억달러)	355	881	770	-60	71	156	187	168	212	266	235	160	200	230	180
물가	소비자물가(YoY, %)	3.6	2.3	1.8	4.6	3.3	3.2	3.4	3.0	2.7	2.1	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
금리	연방기금금리(% ,상단/기말)	5.50	4.50	3.75	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
	한은기준금리(% ,기말)	3.50	3.00	2.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.25	2.25	2.25
	국고채(3년,%,기간평균)	3.57	3.11	2.40	3.46	3.38	3.73	3.71	3.31	3.38	2.97	2.78	2.45	2.35	2.40	2.40
	회사채(AA-,%,기간평균)	4.39	3.68	3.06	4.36	4.19	4.51	4.49	4.00	3.86	3.47	3.38	3.15	3.00	3.05	3.05
환율	원/달러(원, 기간평균)	1,306	1,364	1,411	1,276	1,315	1,313	1,321	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,420	1,395	1,380
	원/달러(원, 기말)	1,291	1,473	1,370	1,302	1,318	1,348	1,291	1,347	1,377	1,308	1,473	1,430	1,405	1,390	1,370
	엔/달러(엔, 기간평균)	140.6	151.4	151.8	132.3	137.4	144.6	147.7	148.4	155.8	149.2	152.4	155.0	153.0	150.0	149.0
	달러/유로(달러, 기간평균)	1.08	1.08	1.05	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08	1.10	1.07	1.03	1.05	1.04	1.06
	위안/달러(위안, 기간평균)	7.10	7.20	7.35	6.80	7.00	7.20	7.20	7.19	7.24	7.17	7.19	7.35	7.40	7.35	7.30
유가	국제유가(WTI, \$/bl, 평균)	77.6	75.7	69.5	76.1	73.7	82.0	78.5	76.9	80.7	75.3	70.0	70.0	70.0	69.0	69.0

주: 음영부분이 전망치(2025.01.06 현재)
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터 전망



Heungkuk
Securities

Thank you

<http://www.heungkuksec.co.kr>

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소

(본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)

□ 전화번호

영업부 대표 02)6742-3600

□ 팩스

영업부 대표 02)6742-3629