

경제

9월 국내외 월간 경제분석

[경제] 정형기 hyunki.jeong@miraeasset.com

[9월 국내외 월간 경제분석]

한국



금리인상 후 수요감소로
물가 하락 기대
내수확대 지속여부 확인필요

- 한국 물가는 3분기 정점을 찍고 점진적으로 내려올 것으로 예상됨
- 연속 금리인상의 효과 가계의 세대 가리지 않고 나타날 것으로 예상 그러나 반도체 수출 호조로 내년도 성장률도 잠재치 상회 예상함
- 비금융기업의 유동성 보유 많은 상황이지만 설비투자도 빠르게 전환될지 불확실

미국



미국 아직 공급우위 유지
수요축소 진행중이지만
근원물가 하락속도 제한

- 미국은 수요약화가 가격을 끌어내렸지만 여전히 공급자 우위 상황으로 공급자의 가격 설정이 물가 올리는 요인
- 높은 물가, 금리 등으로 수요 축소 진행 중으로 부동산 중심 투자도 속도 조절 예상됨
- 현재 금리 수준은 약간 제약적인 수준으로 판단 기준금리를 움직일 유인은 낮음

중국



2분기 지표 예상 하회
고정투자 마이너스 성장
시 중국 경제는 어려운 상황

- 중국 2분기 지표 예상치 하회하면서 경제성장률 관련 우려 재개 특히 고정투자 마이너스 성장으로 디플레 상황에서 소비감소 우려
- 중국 정부는 재정지출 확대 이야기를 하고 있으나 중국 정부가 지출할 수 있는 여력이 크지 않아 소폭 반등 이상은 제한적일 가능성

일본



9월 금리인상 기대 상승
금리인상으로 환율 잡기 어려우며
향후 추가 재정악화 연결 가능성

- 일본 9월 금리인상 기대 상승했으나 근원 물가수준은 1.8%로 물가안정 측면에서 금리인상 이유 강하지 않음.
- 금리 인상을 하더라도 미국과 격차 유지되어 엔화 약세 지속 예상
- 기준금리 인상 시 신규발행 부채에 대해 정부가 지급해야 하는 비용이 커져 재정적자 축소 시도에 따른 경제적 비용 커져 재정에 대한 불확실성 증가

[9월 국내외 월간 경제분석]

호주



긴축효과로 물가하락 중
원자재 효과로 절상압력
금융시장 안정 예상

- 호주는 선제적 금리인상으로 물가 하락 중이며 하락 속도 둔화에도 앞으로 인상 회수 많지 않을 것
- 공급 충격 등으로 원자재 가격 상승은 호주 달러 강세 요인으로 금융시장 안정 예상됨

브라질



긴축효과 발동 중이나
여전히 물가 높은 상황
룰라와 플라비우 지지율
격차축소로 불확실성 증가

- 브라질은 기준금리 레벨이 너무 높아 올해 금리인하 기대가 존재했음. 하지만 물가가 목표 상단에서 움직일 것으로 기대되어 금리 인하 기대 감소
- 올해 대선을 앞두고 있어 정치적 불확실성도 높은 상황
- 브라질 채권발행구조 고정금리에서 변동금리 확대로 변화 투자자들이 브라질의 불확실성에 대한 리스크 지기 싫어하기 때문

I

—

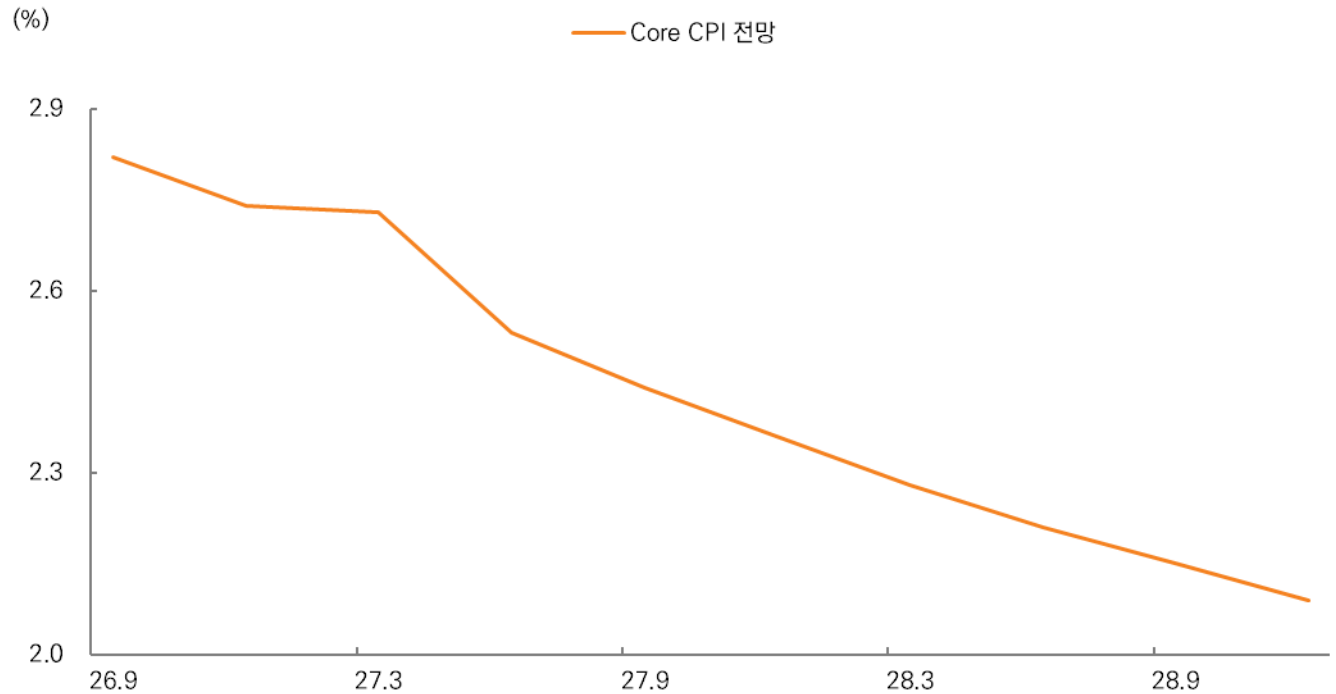
한국 경제 분석

물가는 느리지만 하향 안정화 지속 예상

향후 물가 경로는 목표 물가수준 회귀 예상

- 한국 물가 반도체기반 소득 증가의 영향으로 3분기까지는 추가 상승압박 받는 것으로 예상됨
- 한국 물가 경로에 대한 상방요인(총소득 증가, 식품공급에 대한 날씨 영향, 지정학적 불확실성 등)이 여전히 존재하지만 해당 요인들의 영향은 금리인상으로 상계되면서 줄어들 것으로 예상
- 내년 1분기에는 설연휴, 성과급 등 효과로 근원물가가 소폭 상승할 수 있으며 해당 요인 감안해도 추세적으로는 하락하는 것으로 예측

한국 근원 소비자물가 흐름 전망(월간 업데이트)



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주: 신뢰구간은 위 중간값 경로의 $\pm 0.5\text{p}\%$ 산출방법은 준구조모형을 통해 외부충격 없이 현재 추세가 지속될 경우

반도체가 견인하는 경제성장은 속도 둔화

반도체 수출 상승률이
감소하는 만큼 27년에
중요한 것은 국내수요

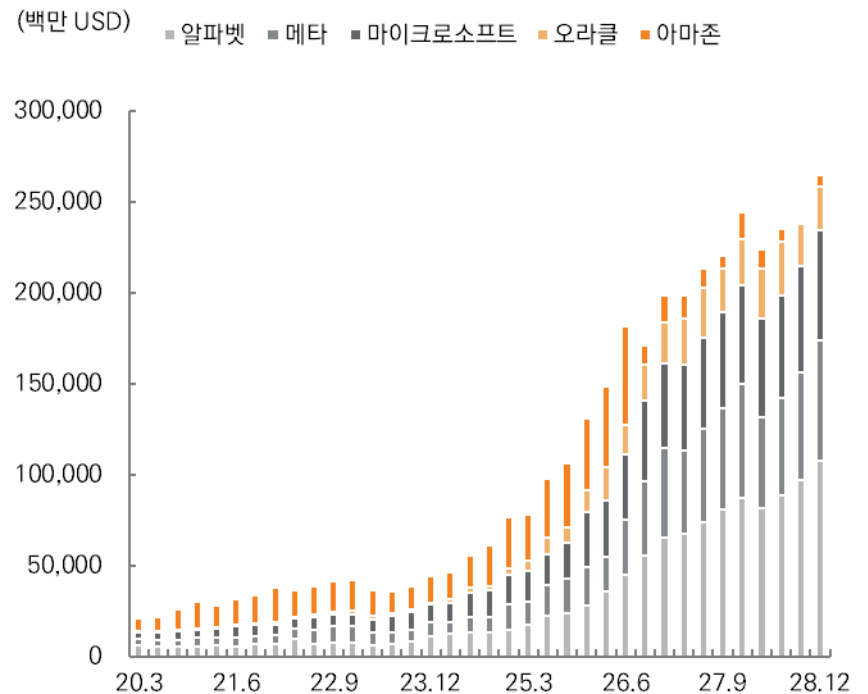
- 반도체 수출은 전년동기비 1,2분기 평균 약 170% 증가하면서 GDP 비중도 20%를 상회하는 중
- 8월 중간수출까지 집계된 결과만해도 3분기에도 분기 + 성장은 확정적일 것으로 예상됨
- 하지만 Hyper scaler들의 Capex 예상 고려할 때 수출 증가세는 둔화할 것으로 예상되며 27년 성장률에 반도체 뿐만 아니라 국내 수요도 중요함

반도체 수출 GDP 차지 비중



자료: 한국은행, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 2분기 명목 GDP 발표 전으로 추정치 바탕으로 계산

AI 관련 빅테크들의 Capex 지속은 반도체 수출 지속 시사



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

기업들의 설비투자자는 전고점까지 올라와 속도조절 가능

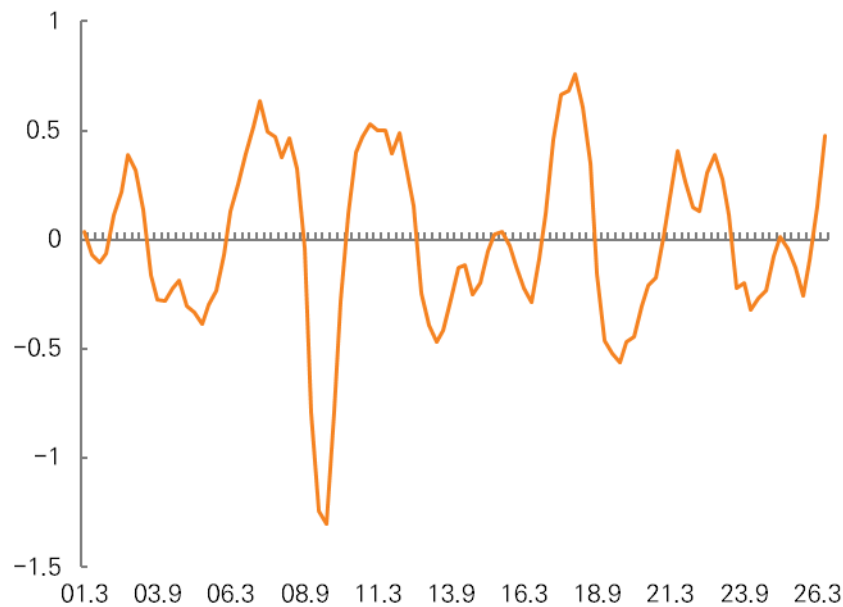
기업들의 설비투자 빠른 확대로 전고점 돌파 향후 추가 상승은 확인 필요

- 기업 설비투자 추세 25년 하반기부터 급반등하면서 코로나19 이후 설비투자 사이클 고점 돌파
- 경기 상 반도체 외 산업도 심리가 좋아서 설비투자 추가 확대할 가능성이 존재하지만 7~8월 지표 확인필요
- 고금리와 무역불확실성의 확대 노동경직성 등 요인들이 추가 설비투자를 미루는 요인이 될 수 있음
- 기업들의 심리를 측정(확대 대답기업/축소 대답기업)하는 확산지수는 확대 지속 다만 실제 제조업 생산이 21년처럼 크게 확산되지는 않는 것으로 나타남(6월 기준)

설비투자 사이클 현황

(지수, 0=중립)

— 설비투자 주글라 사이클

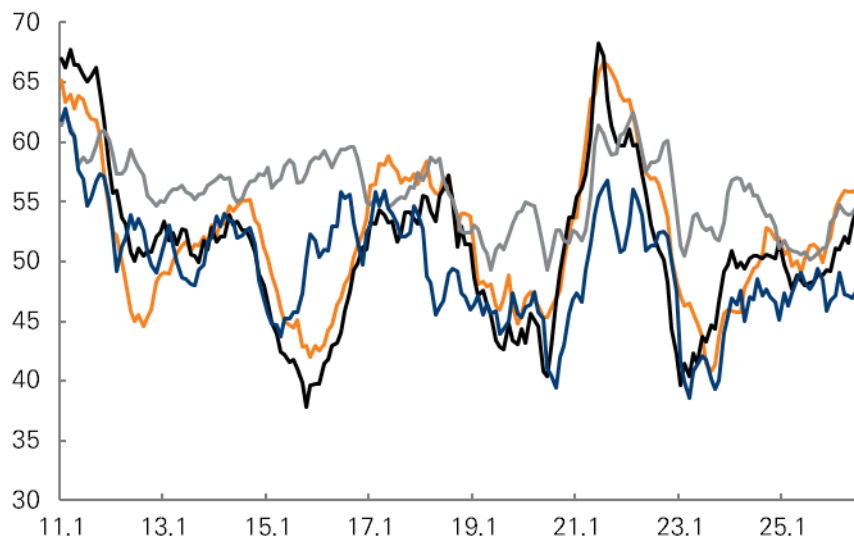


자료: 국가데이터처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

반도체 수출 온기가 타 산업 심리에도 긍정적 영향(실제 생산은 아직)

(지수, 기준=50)

— 수입경기 확산지수 — 수출경기확산지수
— 생산확산지수(서비스) — 생산확산지수(광공업)



자료: 국가데이터처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

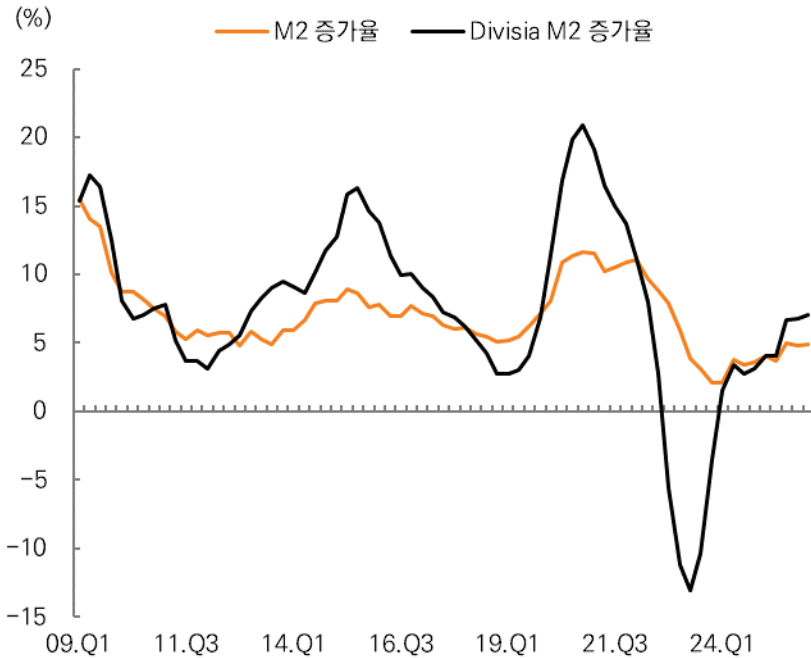
주: 지수 이동평균(MA12)했으며 7월 생산확산지수는 산업활동동향 발표 전으로 6월까지만 사용

국내 유동성 상황 전체적으로는 과거대비 크게 확대는 아니지만 풍부

신용이 아닌 기업 현금 중심 유동성 상황이라는 점이 과거와 차이

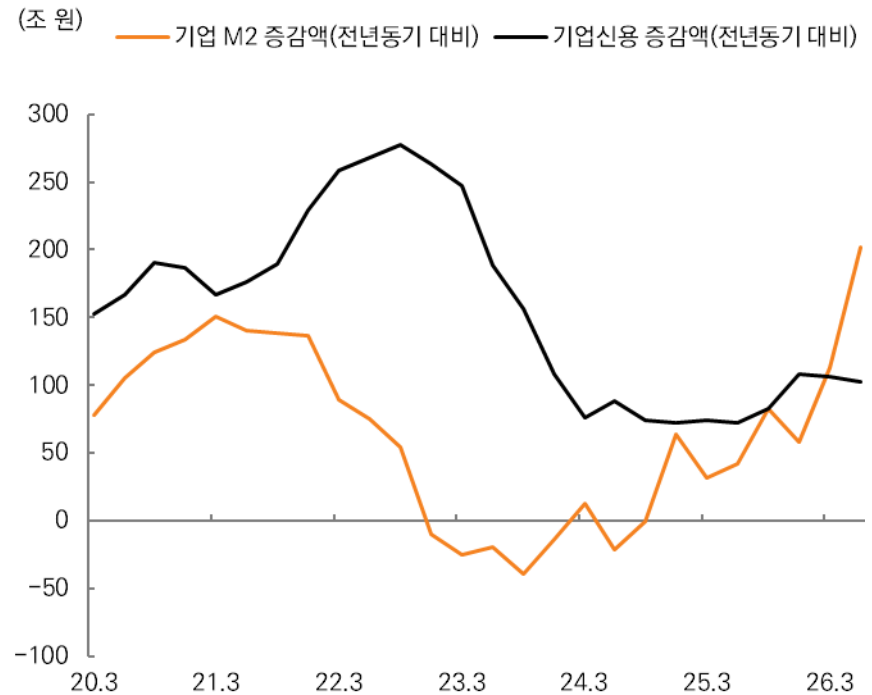
- 과거 한국 유동성 증가율에 비하면 현재의 유동성 증가율은 크지 않은 상황 다만 개별 주체 기준으로 봤을 때는 기업의 유동성 보유는 과거 대비 풍부한 상황
- 기업의 신용 증가 지표로 봤을 때도 신용 증가추세 보다 현금 자체의 보유가 가파르게 증가하고 있기 때문에 기업의 안전성 개선될 것으로 판단
- 기업이 보유한 유동성이 설비투자 지출 등으로 국내 시장에서 유통되면서 점진적으로 수요압박을 줄 가능성이 있지만 금리 인상에 따른 비용인상, 불확실성 등 고려 시 빠른 지출 확대 제한적 예상

현재 유동성 수준 과거대비 낮은 상황이나



자료: ECOS, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: Divisia M2는 한국은행 보고서 참고해서 자체 추정함

기업 현금 보유 규모는 크고 신용 증가규모는 안정적인 수준



자료: ECOS, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 기업신용 2분기 데이터는 발표 전으로 전체 신용 증감액, 2분기 사업보고서 등을 통해 추정

선제적 금리인상의 충격이 내년에 수요를 떨어뜨리는 충격으로 작용 예상

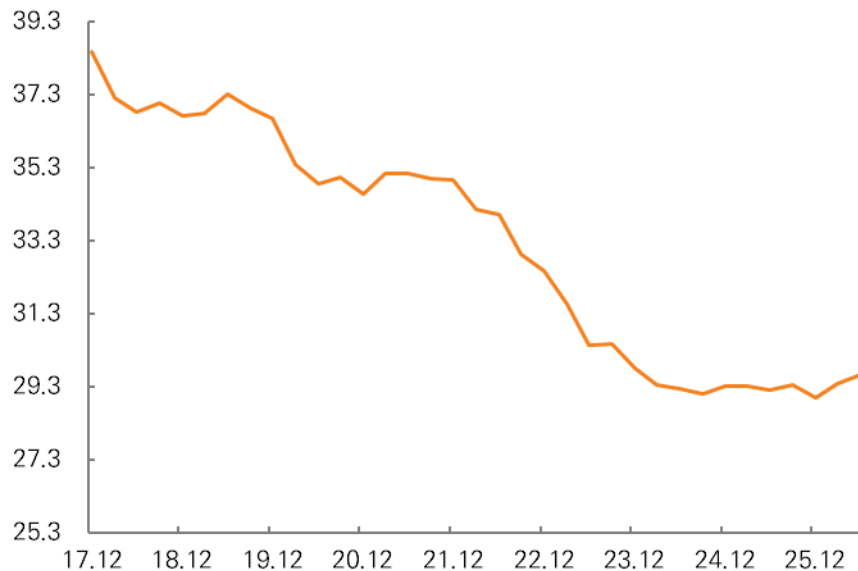
선제적 금리인상 수요감소 효과 크게 나타날 가능성 무게

- 유동성, 대출 등 현황 고려 시 선제적 금리인상이 향후 가계 위주로 수요 감소 압력을 크게 줄 수 있으며 내년도 수요 생각보다 약해질 가능성이 큼
- 금리인상의 충격을 수요가 완충하기 위해서는 강한 수요기반이 필요한데 주요소비층은 부동산 등의 부채가 많아 금리인상의 충격이 클 수 있고 청년층은 소득을 얻기 어려워 수요 감소 예상

청년고용이 경제에서 차지하는 비중 감소 중

(%)

— 취업자 중 청년비중

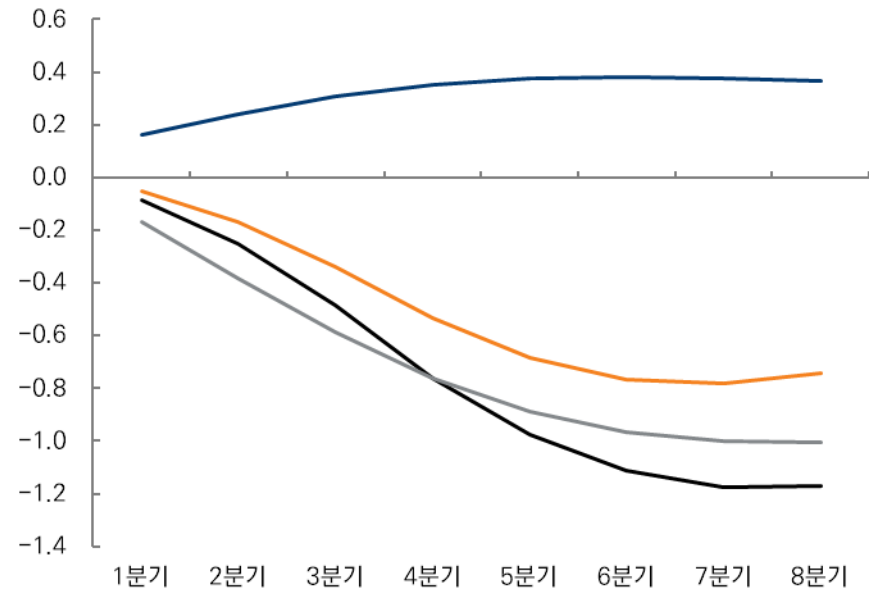


자료: 국가데이터처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

금리인상과 노동수요 감소 충격 중첩 시 누적 영향

(%p)

— 실질 GDP 영향 — 소비 영향 — 고용률 영향 — 실업률 영향



자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주: 근원소비자 물가 영향 Monetary policy lag 반영

9월 한국 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 0900 수출입·무역수지 발표 ★★★	2 0800 CPI·근원 CPI 발표 ★★★	3 0600 외환보유액 발표 ★	4 0800 국제수지·상품수지 발표 ★★★
7 1200 산업별 대출금 발표 ★★	8 0800 2분기 국민소득 잠정치 발표 ★★★ 미정 은행 가계대출 발표 ★	9 0800 고용지표 발표 ★★★ 1200 기업경영분석 발표 ★★	10	11 0900 10일 수출입 발표 ★★★
14	15 0600 수출입물가 발표 ★★★ 1200 통화량 발표 ★★	16	17 1200 지식서비스 무역통계 발표 ★★	18 0600 생산자물가 발표 ★★★
21 0900 20일 수출입 발표 ★★★ 1200 산업연관표 발표 ★★	22	23 0600 소비자심리지수 발표 ★★★	24	25
27	28	29 0600 기업경기실사지수 발표 ★	30 0800 산업활동동향 발표 ★★★ 1200 금융기관가중금리 발표 ★★	

II

—

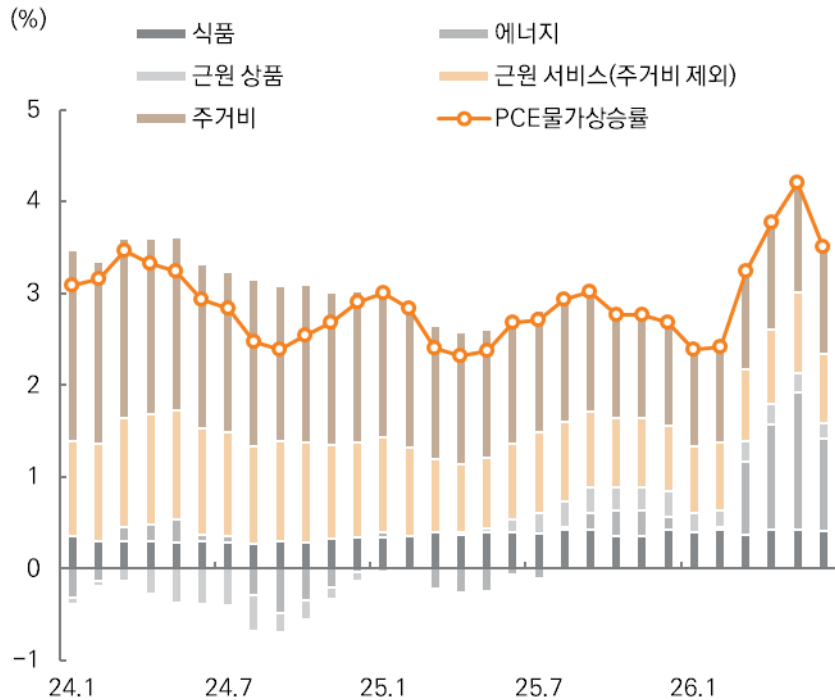
미국 경제 분석

미국 물가 현재는 디스인플레이션이 더 강하나 하단이 높을 수 있음

미국 물가는 수요약화와
함께 점차 하락할
전망이나 일부 섹터 공급
우위 압력 여전

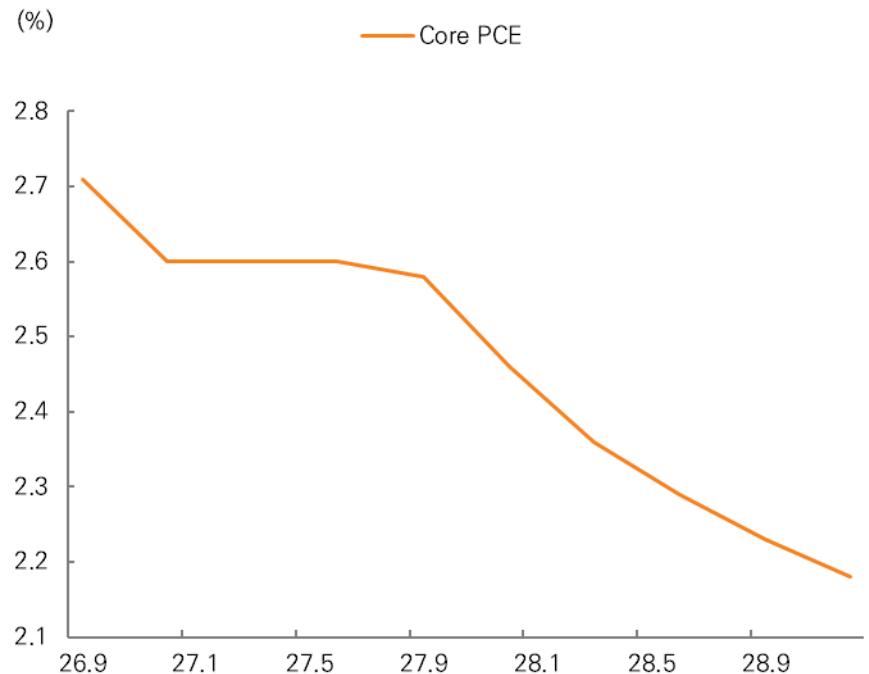
- 미국 물가는 수요감소에 따른 디스인플레이션 압력으로 하락할 것으로 예상됨(품목 기준 하락 6 : 중립 4)
- 코로나19 후와 달리 임금측면에서 들어오는 물가상승압력이 약하며 노동시장 고려 시 추가 약화 예상
- 연준이사들이 이야기한 기업들의 물가전가(Mark-up)은 2분기 주요 물가상승 원인이었으며 이미 반영됨
- 앞으로 물가에서 중요한 것은 의료비, 주거비를 포함한 서비스 물가가 얼마나 빠르게 하락하는지가 될 것
해당 분야에서는 공급우위의 압력이 여전한 상황

미국 물가 추가 디스인플레이션 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 6월 기준 7월(8.26 발표)은 전기대비 0.2%p 상승

향후 Core PCE 전망 경로(공급우위 섹터로 인해 하락속도 제한)



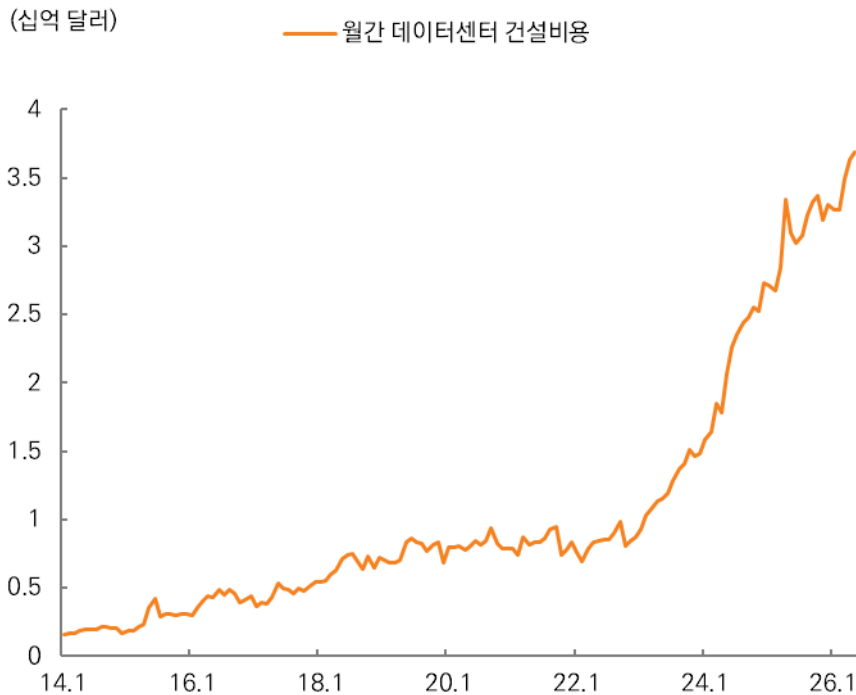
자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 헤드라인 PCE의 경우 27년 하반기~28년 상반기 목표치 도달 예상

AI의 자금조달과 투하는 비용이 매우 크나 점차 비용압박 완화 예상

전체적 비용압박 완화에 따라 전체적인 비용 하락 압력 발생 예상

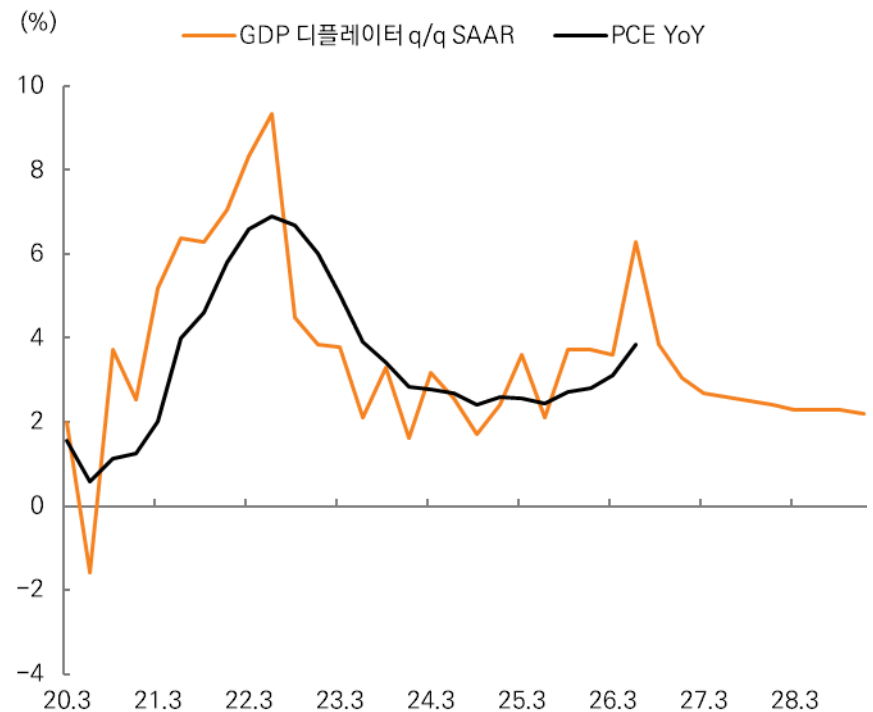
- 미국 데이터센터 건설비용 크게 증가 미국 내 민간 데이터센터 건설비용만 6월 한달만 43억 달러 사용
- 건설비용보다 더 영향이 클 수 있는 IT 비용(반도체 등)을 고려하면 더 큰 돈을 사용했으나 자금 조달 여건, 미국내 데이터센터에 대한 여론 등을 고려하면 지금처럼 공격적으로 데이터센터 확장 어려움
- 신규 데이터 센터 착공 속도가 늦어지면 비용이 앞으로 완화될 수 있기 때문에 Hyper Scaler 들의 비용부담 압박이 커지는 규모가 빠르게 증가하지 않을 수 있음

월별 데이터센터 건설비용(건설비용만 하드웨어 등 제외)



자료: Ourworldindata, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

물가지표 움직임과 GDP 디플레이터 움직임



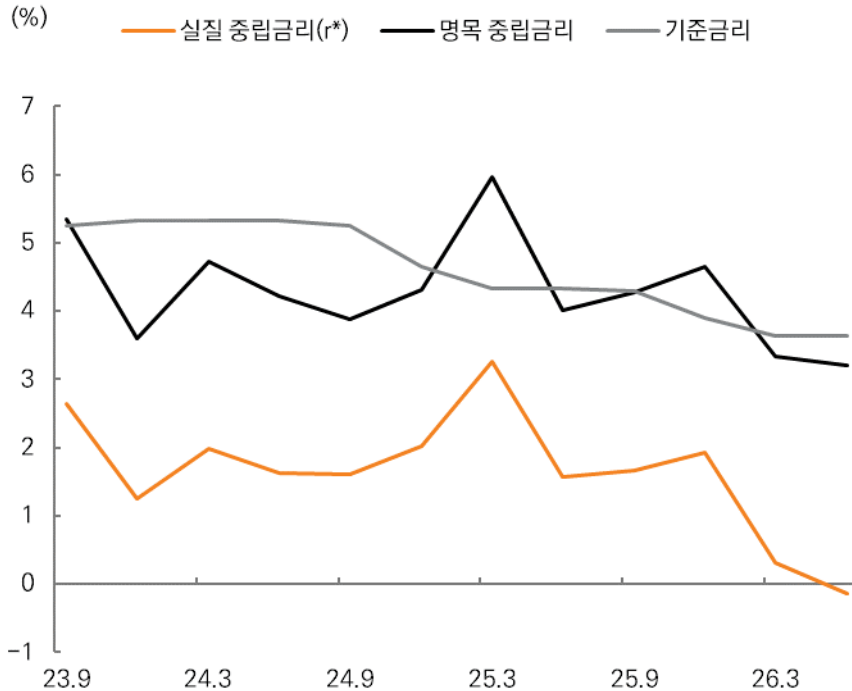
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: PCE는 분기 평균임

미국 연준이 현재 기준금리 수준을 유지하는 것이 충분히 긴축적

지금 통화정책 상황은
충분히 제약적으로
움직일 필요 없음

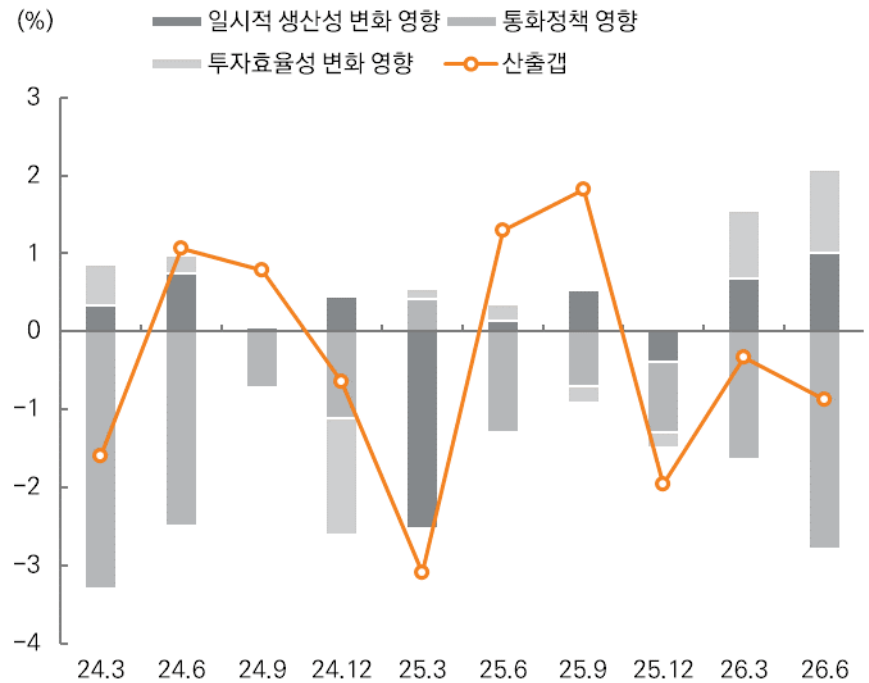
- 미국 모형을 통해 산출한 미국의 중립금리 수준은 현재 기준금리 수준보다 낮으며 이는 제약적인 금리 상황을 의미함. 국채금리 상승이 평소보다 큰 것은 회사채 기반 조달도 어려워 졌다는 것을 의미.
- 실제 영향 분석해보면 통화정책이 성장률을 낮추는 주요 요인일 수 있음을 나타내고 있으나 전쟁, AI투자 등 예외적인 경제상황으로 기준금리 조정은 어려운 상황
- 인상 시 경기 변동 증가를 유발할 수 있는 위험을 고려하면 지금 동결 유지만해도 충분히 긴축적인 상황

현재 기준금리는 명목중립금리 대비 높은 상황



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

통화정책이 성장률에 계속 하방압력을 주지만 생산성 향상 등이 상쇄



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주 : 금리결정이 미친 직접영향이 아닌 내리지 않아 확대되지 못한 영향까지 측정한 것으로 현재 금리의 영향을 과대 평가할 수 있음

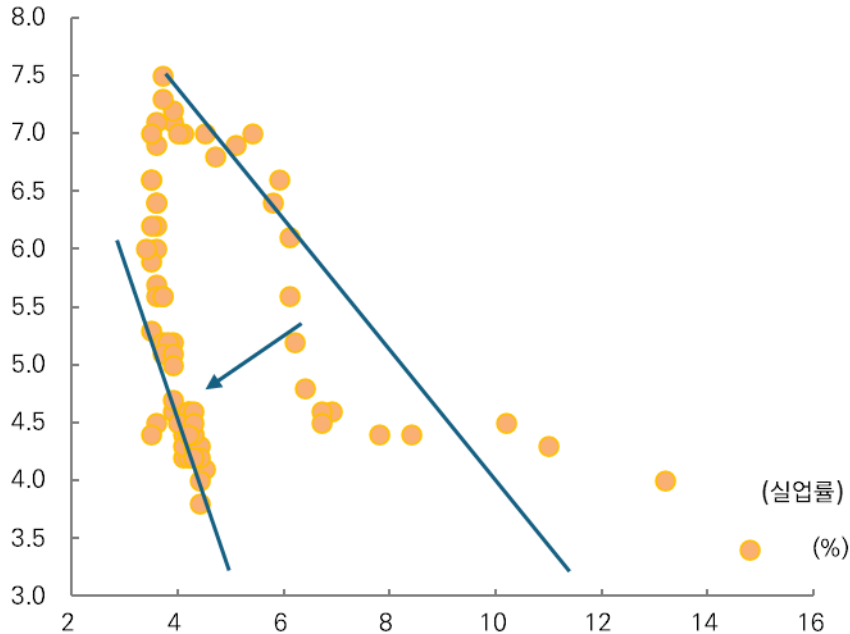
미국의 고용시장은 균제 상태이며 가계신용도 아직은 안정적인 수준

구인율이 늘어나도
실업률이 빠르게
하락하진 않을 것

- 미국 고용감소 등 노동시장의 문제가 실물 경기를 끌어내리는 요인 중에 하나이나 현재 위치에서 당분간 움직이지 않을 수 있음
- 고용을 늘리기 위한 정책이 실업률을 낮추는데 전보다 효과적이지 않을 수 있으며 여기에는 고용시장의 구조적 변화(AI로 인한 노동수요 감소 등)가 있을 수 있음
- 다만 고용이 늘어나지 않는 상황이 미국 경제를 어렵게 하고 있는 것은 아니며 가계 신용 연체율은 우려할 정도로 높지 않음

고용시장 새로운 베버리지 곡선 위치 진입

(%) (구인율)



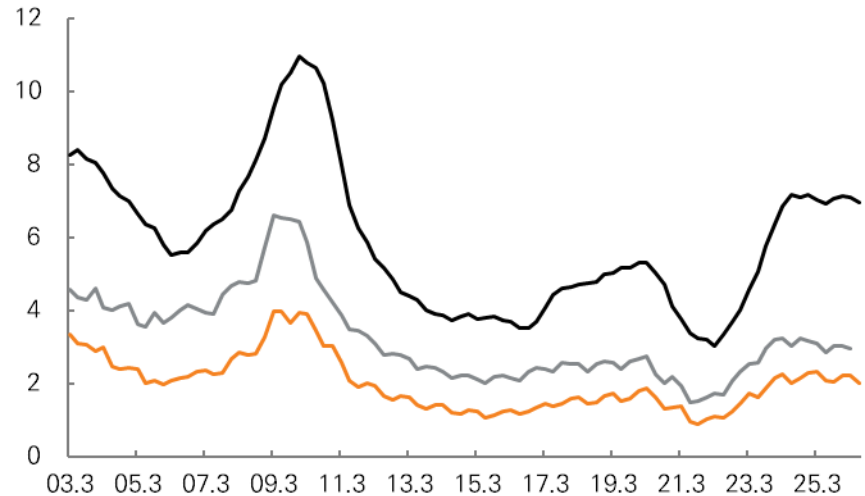
자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주: 20년 이후 베버리지 곡선 바깥에서 안으로 이동. 일자리가 늘어나도 실업률 줄어드는 정도 줄어듦 의미.

미국 신용카드 연체 증가율 정체 가계 신용 안정적

(%)

- 상각 대상 신용불량 제외 90일 이상 연체잔액비율
- 90일 이상 연체로 전환율
- 30일 이상 연체율



자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

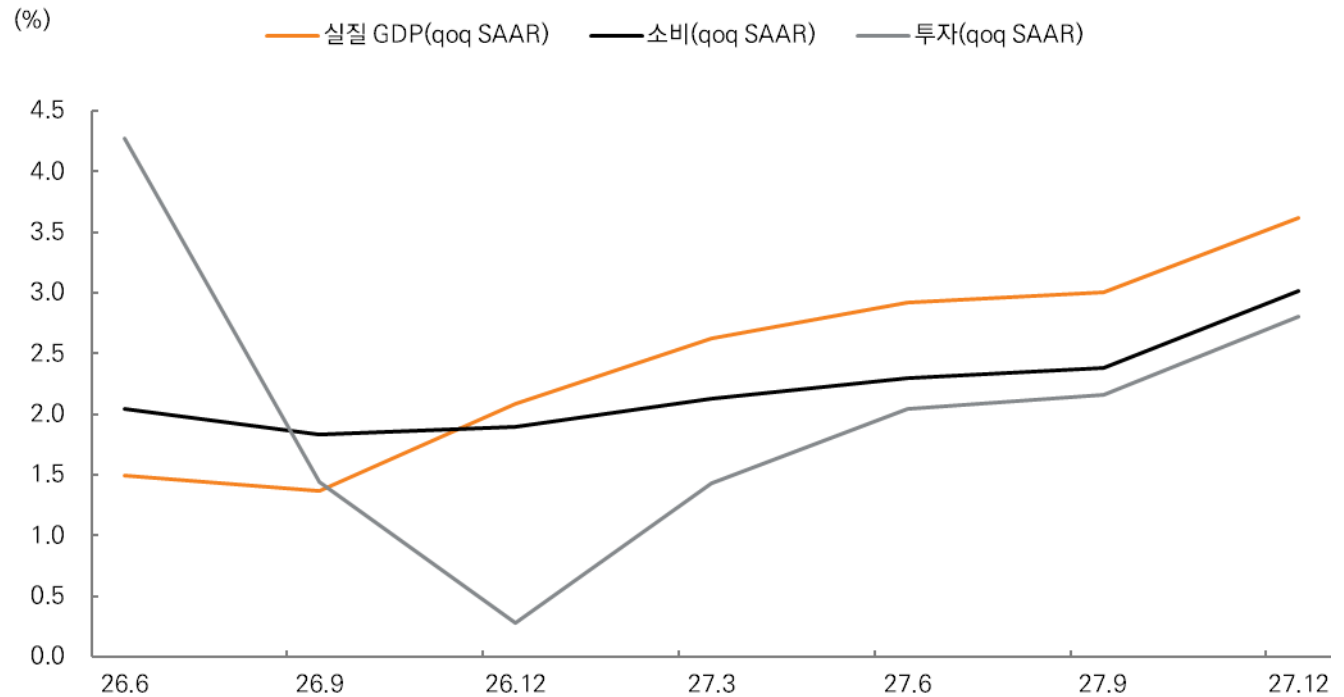
주: 연체잔액비율이 늘지 않는다는 것은 신규 신용불량자가 급증하지 않는 것을 의미

데이터 센터 위주 성장 지속

미국 성장률은 높은 금리
상황에도 불구하고 크게
하락하지 않을 것

- 미국 성장률에 대한 주요 기관 중간 전망치는 하반기 둔화를 가리키고 있지만 그 하단이 낮지 않음(대부분 1.5% 이상) 그 배경에는 소비가 약해도 안정적인 점 등 미국 경제의 안정성이 있음
- 모델 추정 시 현재의 금리 수준에서 전체적인 투자 모멘텀이 줄 것으로 나타남. AI 투자를 의미하는 것은 아니며 주로 주거투자 감소폭이 클 것으로 예상됨
- 투자 모멘텀 감소와 소비의 둔화에도 불구하고 2% 부근의 성장률이 유지될 것으로 예상되며 외부충격이 없으면 내년에 경제상황 개선 예상 그러나 다양한 무역분쟁 등 경제충격이 존재해 불확실성이 큰 상황

미국 경제성장률 전망 경로(월별로 경로 재추정, 26년 2분기는 실제치)



9월 미국 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 2245 S&P Global PMI 발표 ★★ 2300 JOLTS 발표 ★★ 미정 자동차 판매 발표 ★ 2300 ISM 제조업 PMI★★ 미정 건설지출 발표 ★	2 2000 모기지 신청 발표 ★ 2115 ADP 민간고용 발표 ★ 2300 공장,제조주문 보고서 발표 ★★	3 0300 연준 페이지북 발표 ★★ 1830 챌린저 감원 발표 ★ 2130 신규실업수당 발표 ★★ 2245 S&P Global PMI 발표 ★★ 2300 ISM 서비스업 발표 ★★ 2130 무역수지 발표 ★★	4 2130 고용보고서 발표 ★★★
7	8 1900 NFIB 중소기업심리지표 발표 ★	9 0000 NY Fed 기대인플레이 발표 ★★ 0400 신용지표 발표 ★ 2000 모기지 신청 발표 ★ 2115 ADP 주간고용 발표 ★	10 2130 신규실업수당 발표 ★★ 2300 도매재고·판매 발표 ★ 2130 PPI 발표 ★★★ 기존주택판매 ★★	11 2130 CPI·근원 CPI 발표 ★★★ 2300 미시간대 심리·기대인플레이 발표 ★★ 토 0100 가게 순자산 발표 ★ 토 0300 재정수지 발표 ★
14	15 2115 ADP 주간고용 발표 ★ 2130 EmpireSate 제조업지수 발표 ★	16 2000 모기지 신청 발표 ★ 2130 소매판매 발표 ★ 2300 주택시장·재고 발표 ★ 2130 수입, 수출물가지수 발표 ★★	17 0300 FOMC·SEP 발표 ★★★ 0500 TIC 자본유입 발표 ★ 2130 신규실업수당 발표 ★★ 2300 주택지표(착공,허가) 발표 ★	18 2215 산업생산·가동률 발표 ★★ 2300 선행지수 발표 ★
21 1930 연준 인사 연설 ★ 2130 시카고연은 경가지수 발표 ★	22 2115 ADP 주간고용 발표 ★ 2130 지역 연은 지수 발표 ★ 2300 지역 연은 지수 발표 ★	23 2000 모기지 신청 발표 ★ 2245 S&P Global PMI 발표 ★★	24 2130 신규실업수당 발표 ★★ 2300 주택지표 발표 ★ 미정 주택지표 발표 ★	25 0000 지역 연은 지수 발표 ★ 2130 내구재·핵심자본재 발표 ★★ 2300 미시간대 심리·기대인플레이 발표 ★★ 토 0000 지역 연은 지수 발표 ★
27	28	29 2200 주택가격 발표 ★ 2300 JOLTS 발표 ★★ 2300 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 ★★	30 2130 GDP, 기업이익 발표 ★ 2115 ADP 민간고용 발표 ★ 2130 소득·소비/PCE 발표 ★★ 2245 PMI 발표 ★★	

III

—

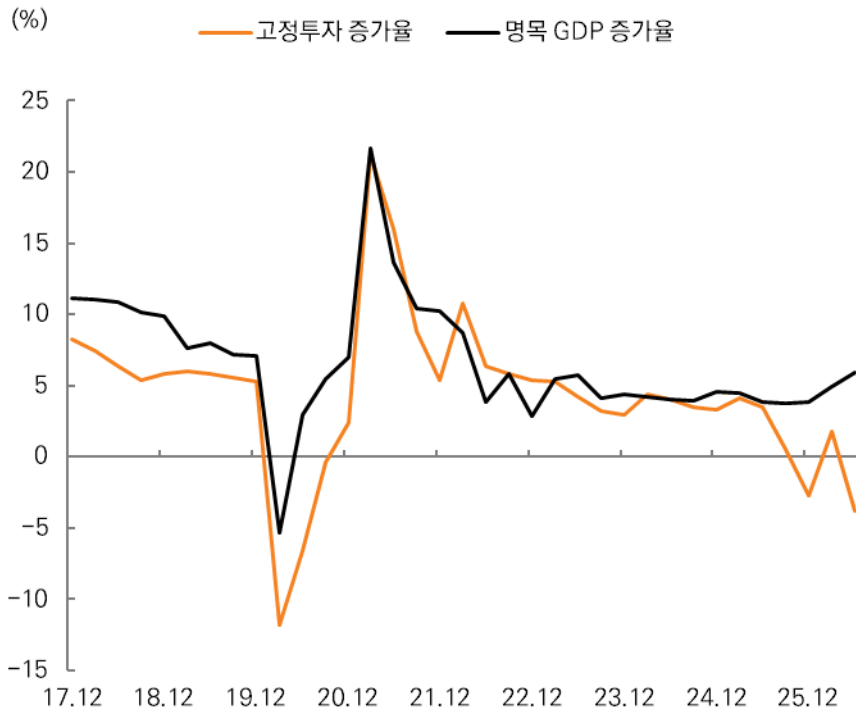
중국 경제 분석

2분기 지표 쇼크 중국의 고정투자 감소하는 중

중국 2분기 지표 예상치도 하회하며 중국 정부 재정정책 예고

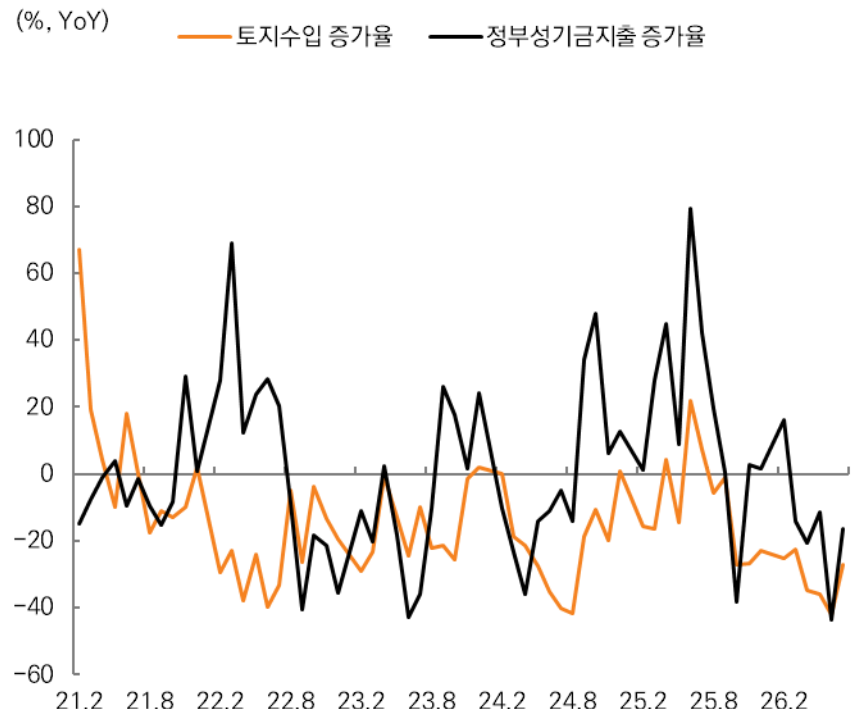
- 7월 30일 정치국회의에서 이미 중국은 적극적인 재정정책과 적절히 완화된 통화정책 기조를 유지하는 가운데, 이미 발표된 정책의 집행을 가속화하고 신규 정책 수단을 비축한다고 하고 있음.
- 다만 추가 재정집행을 할 것이라는 이야기는 아니고 기존 계획된 지출을 가속화하고 부족한 경우 지출할 것이라는 의미 따라서 큰 폭의 증가는 기대하기 어려움
- 경제가 안좋은 상황인데도 중국이 보수적인 시그널을 보내는 이유는 지방도 중앙도 지출여력이 크지 않기 때문. 원래 지방이 줄면 중앙에서 그만큼 더 지출해주었으나 올해는 중앙 지출도 감소

중국 고정투자 증가율 감소도 다시 전환



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

고정투자 감소 이유는 지방도 중앙도 지출여력이 크지 않기 때문



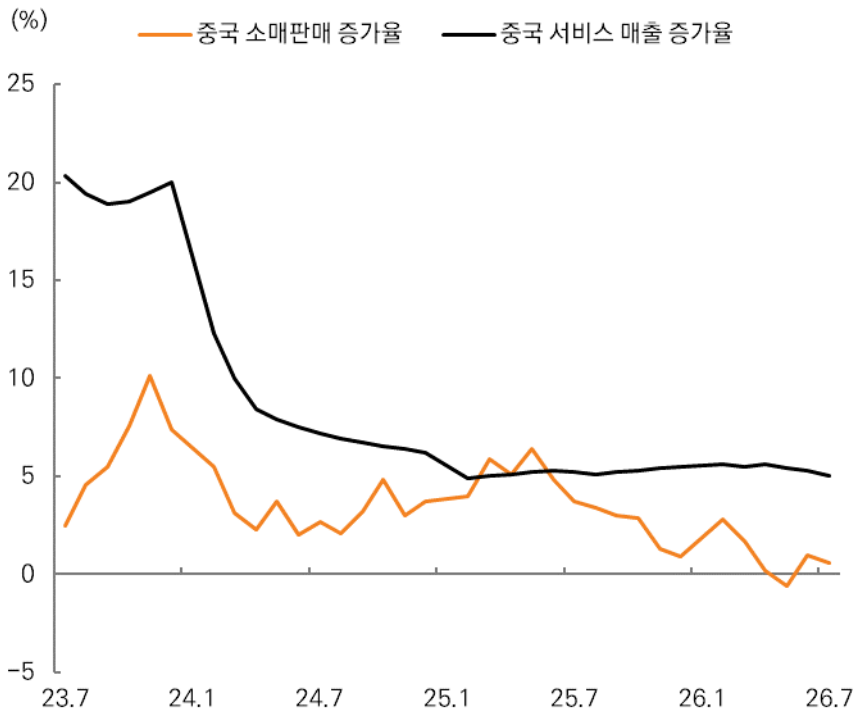
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

AI에 대한 소비목표로 지원하더라도 전체 성장률 끌어올리는 수준은 아님

서비스 소비가 빠르게
성장하고는 있으나
소비성향자체가 안높음

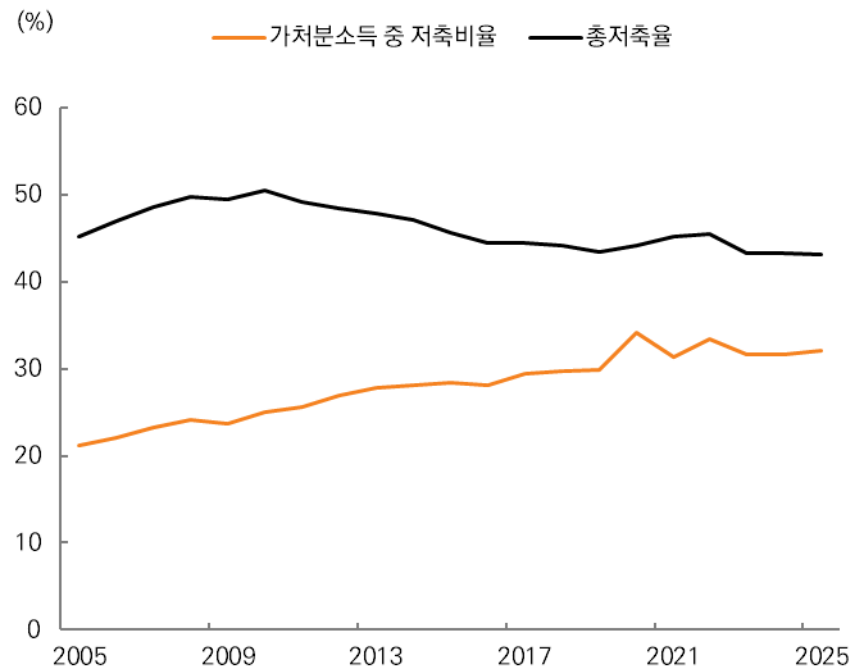
- 중국 정부는 AI 관련 서비스 소비 확대를 목표로 잡고 있으며 이에 따라 일부 기업의 실적 개선에는 도움 되겠지만 중국의 높은 저축률 고려 시 효과 제한적 예상됨
- 가계의 가처분소득 중 저축비율(가계순저축률)로 했을 때는 총저축율 대비 낮지만 보통 10%~20% 수준으로 중국의 수치는 다른 나라들보다 높음

중국 내구재 소비 vs 서비스 소비



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

중국의 높은 저축율 고려 시 효과 제한적 예상



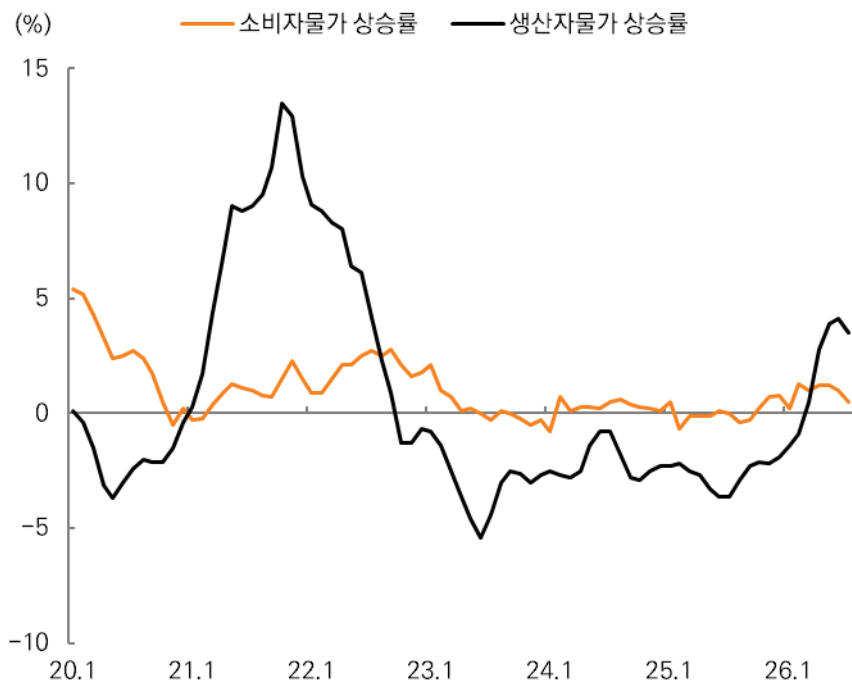
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 가처분소득 중 저축비율은 자체시산

통화정책을 통한 당장은 소비진작도 어려운 상황

중국의 여러 정부 목표가 겹쳐 적극적으로 움직이기 힘든 상황

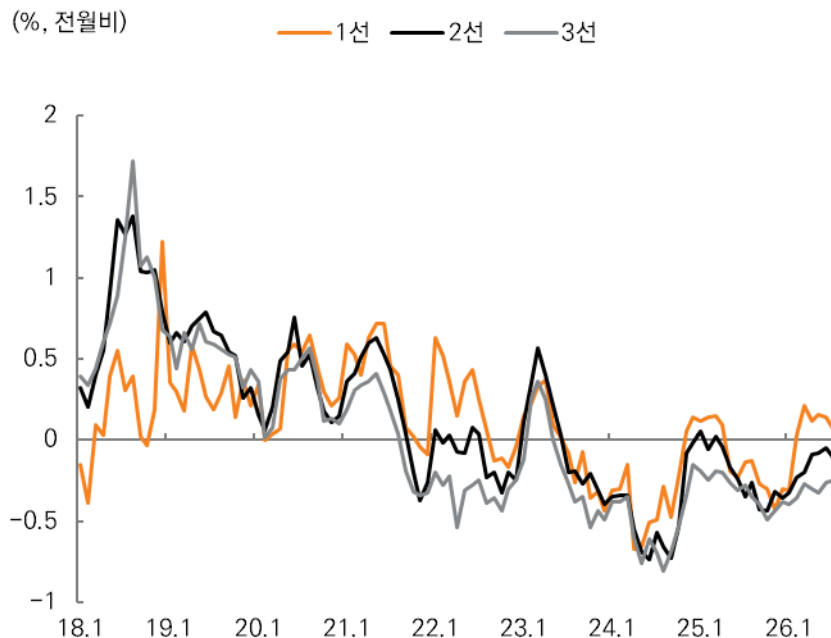
- 일반적이라면 디플레이션 발생하기 전에 적극적인 통화정책을 통해서 수요를 유지하나 중국의 경우 부동산 구조조정도 달성해야 하기 때문에 이를 사용하기 어려움
- 1선도시의 주택가격이 상승으로 반전한 점은 부동산시장 정상화가 점진적으로 이루어지고 있음을 의미함
- 얼마나 걸릴지는 모르지만 부동산 구조조정이 끝난 다음에는 통화정책을 통한 소비진작이 가능할 것으로 생각됨

생산자물가 뛰어도 중국 경제는 물가하락 지속



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주택가격 문제 조정되면서 1선 도시 중심으로 정상화 중



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

하반기 소폭 반등 예상되지만 경기 약한 상황은 지속

하반기 재정정책 효과 고려 시 상반기보다는 나을 것

- 중국 경제 상황은 경기 둔 수요 둔 크게 반등하기는 어려운 상황이나 약세 요인들을 정부가 재정정책으로 어떻게 만회하는지가 중요
- 상반기에 신용수요도 약한 점이 소비를 추가로 끌어내렸기 때문에 하반기 정부의 수요 진작 정책으로 소폭 반등은 가능함

중국 제조업 경기 최근의 반등 유지 못하고 하락 전환

(지수)

— 공식 제조업 PMI — 공식 비제조업 PMI
— 레이팅독 제조업 PMI — 레이팅독 비제조업 PMI

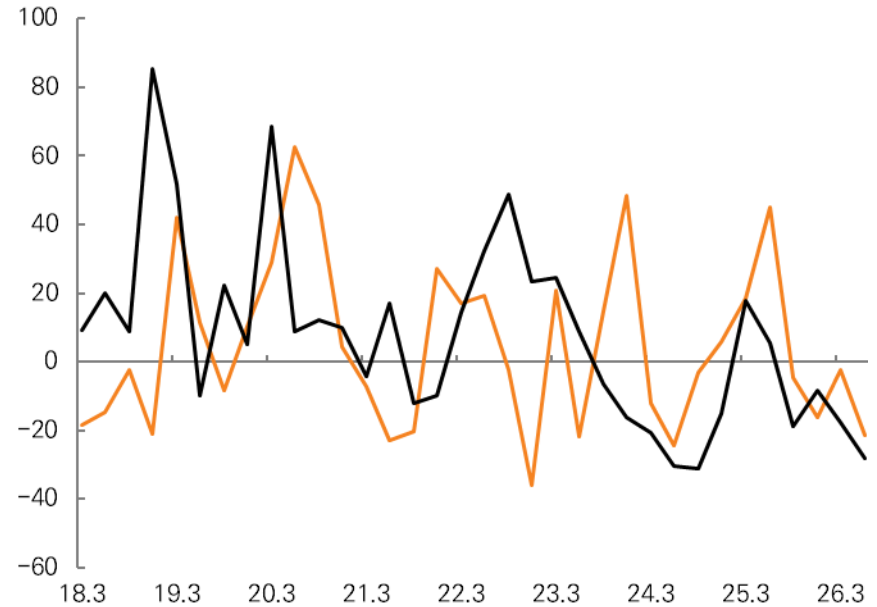


자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

금리가 낮은 수준임에도 신용수요는 감소하는 중

(%)

— 사회용자총액 — 신규신용 증가



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

9월 중국 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 1045 RatingDog 제조업 PMI 발표 ★★	2	3 1045 RatingDog 서비스업 PMI 발표 ★★	4
7 미정 외환보유액 발표 ★	8 미정 수출입·무역수지 발표 ★★★	9 1030 CPI·PPI 발표 ★★ 미정 사회용자·대출·통화량 발표 ★★	10	11 미정 FDI 발표 ★
14	15 1030 주택가격 발표 ★★ 1100 소매판매·산생·FAI 발표 ★★★ 미정 대고객 외환결제 발표 ★	16	17 1000 SWIFT 위안화결제 발표 ★	18
21 1000 LPR 금리 발표 ★★	22	23	24	25
27	28 1030 공업기업 이익 발표 ★	29 미정 경상수지 발표 ★★	30 1030 PMI 발표 ★★ 1045 RatingDog 제조업 PMI 발표 ★★	

IV

—

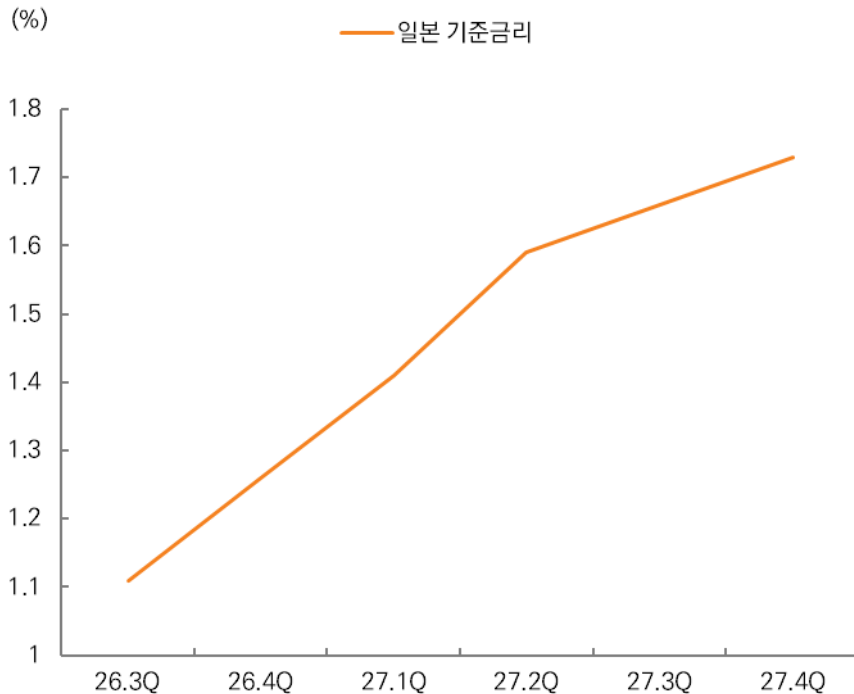
일본 경제 분석

일본의 9월 금리인상 기대에도 불구하고 엔화 약세 지속

일본 기준금리에 대한 기대치 상승 그러나 환율은 개입 효과 되돌림

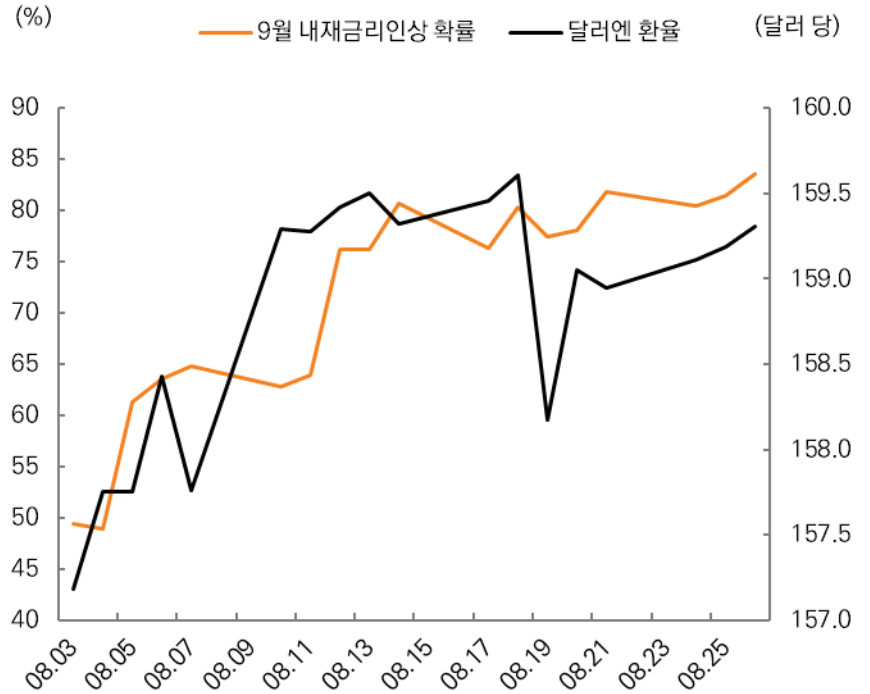
- 일본은 9월 내재 기준금리 인상확률이 약 85%까지 상승하면서 금리 인상 가능성에 무게
- 하지만 달러엔 환율은 미일 금리차 확대 등 이유로 계속 상승하고 있음
- 일본의 환율 모멘텀 상 단기에 되돌리기는 쉽지 않을 것으로 보이며 이는 엔화와 동조성을 보이곤 하는 원화에도 영향을 미칠 수 밖에 없는 요인

일본 기준금리 컨센서스



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

일본 금리인상 확률과 같이 올라가는 환율



자료: BOJ, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

24년 4월과 비교 시 이번 개입의 효과는 제한적

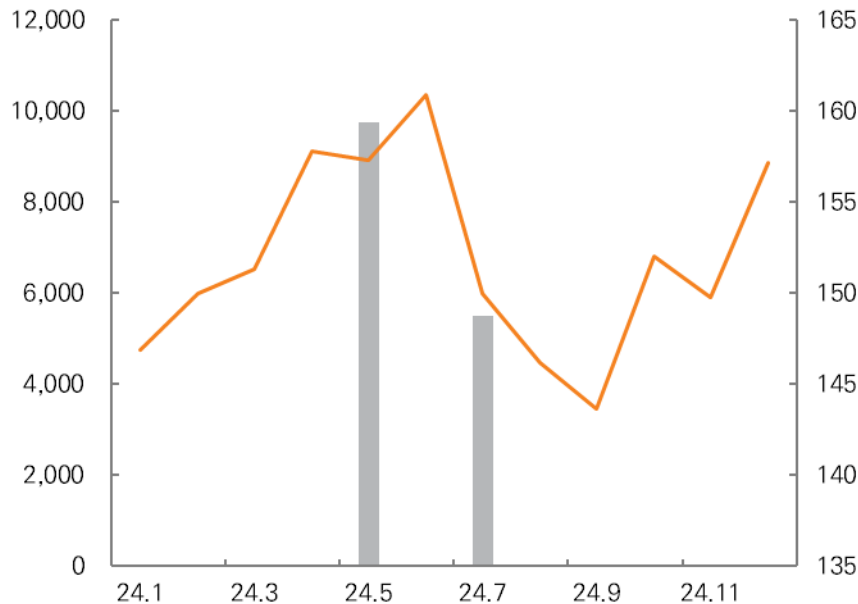
올해는 엔화의 방향성이
바뀌기 쉽지 않으며 약세
지속될 것으로 예상

- 24년 당시 일본의 개입은 큰 효과를 얻어 하반기 동안 그 효과가 지속되었으나 26년 개입은 효과 지속이 더 짧음
- 그 배경에는 BOJ의 약한 대응 등이 있는데 일본의 경제상황이 시급하게 금리를 인상해야 한다고 보기 어렵기 때문

24년은 대규모 개입 이후 환율 크게 하락

(십억 엔) (달러 당)

외환시장 개입액(L) 달러엔 환율(R)

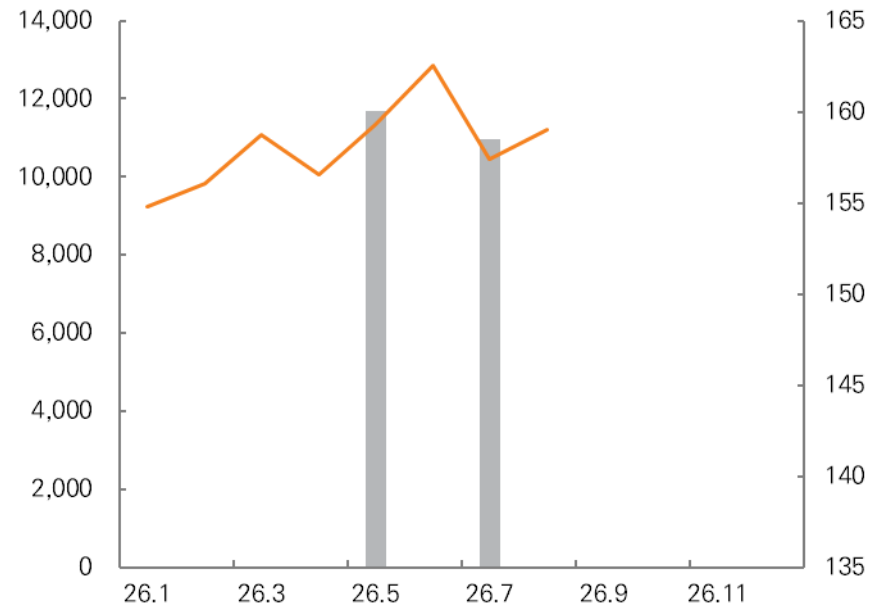


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

26년 개입은 환율 크게 하락시키지 못함

(십억 엔) (달러 당)

외환시장 개입액(L) 달러엔 환율(R)



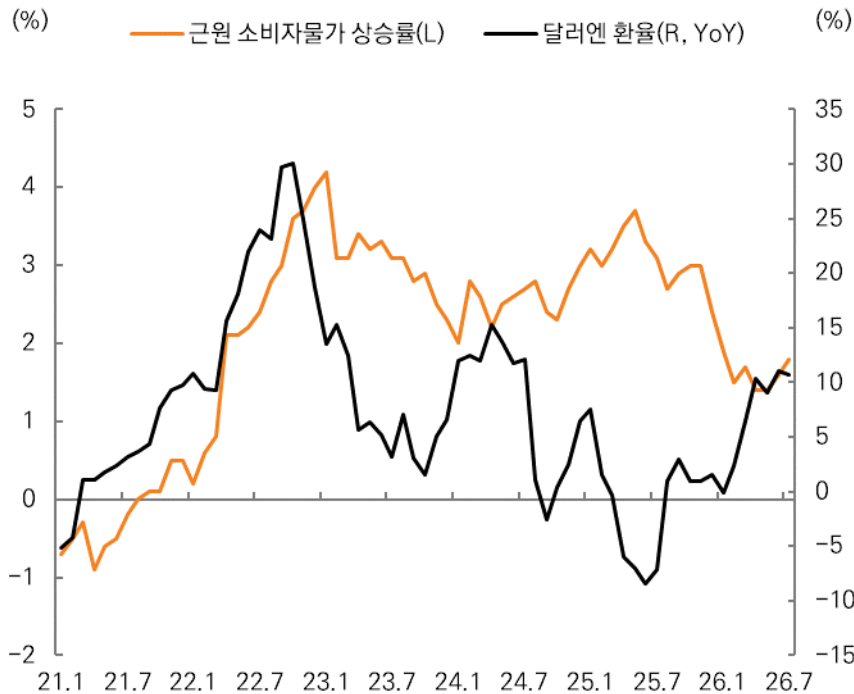
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

일본이 놓인 트릴레마 상황

일본의 물가는 안정되어
있으며 수출확대에도
경기 확대 제한적

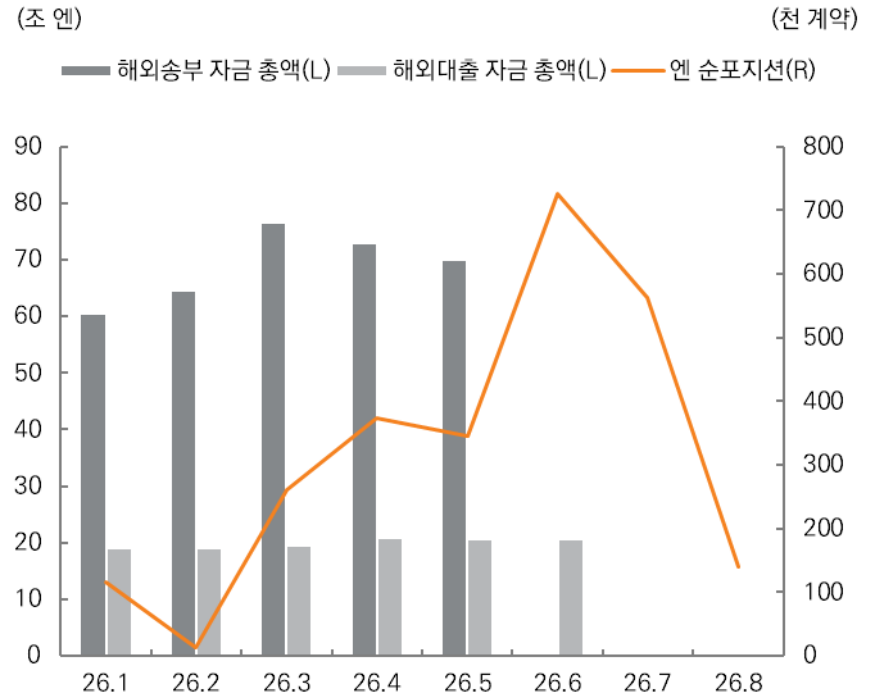
- 일본의 경우 임금상승, 환율상승, 원유가격 상승 등 여러 상승 충격에도 불구하고 아직도 물가가 2%를 하회하고 있는 상황으로 금리 인상의 필요성이 제한적인 상황
- 일본도 한국과 같이 반도체 특수를 누리면서 1분기는 좋았으나 2분기 둔화가 발생하고 있음. 일본도 고용 임금 기업 심리는 강하나 한국만큼 큰 경기 확산으로 나타나고 있지는 않음
- 일본은 해외자본이동이 자유로운 상황에서 변동환율제 실행하기 위해 금리 결정이 자유롭지 못할 수 있는 일종의 트릴레마(Trilemma) 상황에 놓인 것으로 생각됨

일본 근원 물가 아직 2% 하회 중 환율 상승 가능성 고려해도 약함



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

8월 개입 이후 엔 순포지션 많이 줄었지만 달러엔 환율 상승 중



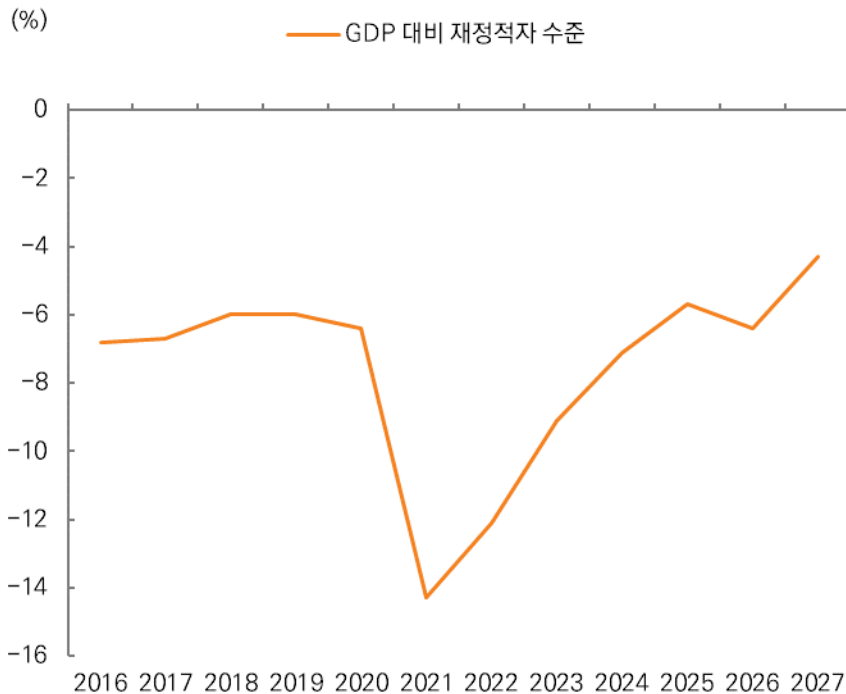
자료: 한국은행, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

일본은 앞으로 채권 발행량, 정부의 재정정책 주목할 필요

경기 하방을 각오하고 금리 인상을 하기도 어려운 일본 상황

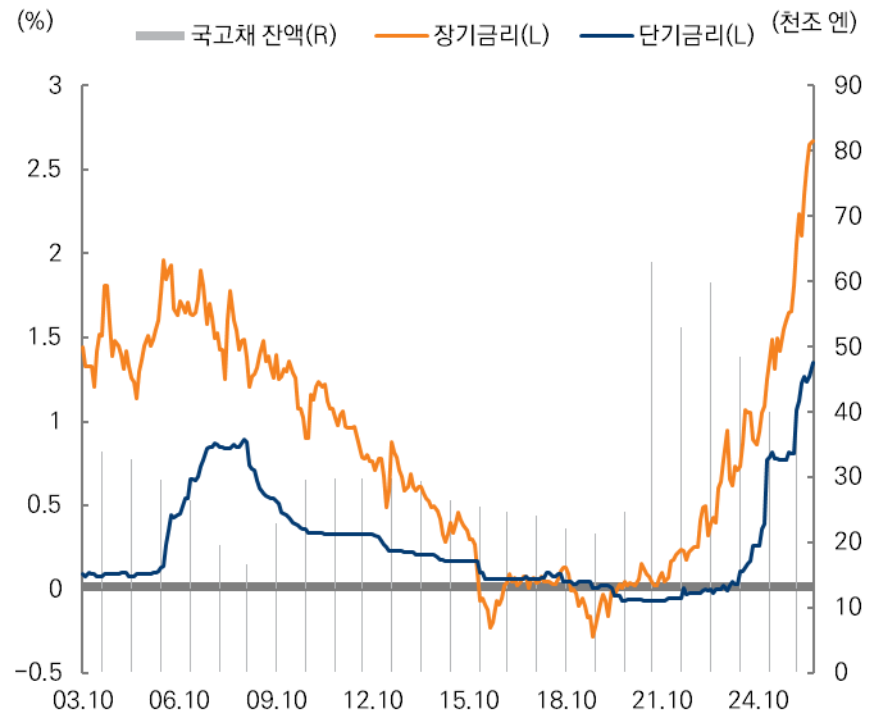
- 일본은 부채규모가 너무 커 환율의 지속적 상승을 금리 인상으로 적극 대응하기도 힘든 상황
- 신규발행 부채에 대해 지급하는 이자가 늘어나면 만기 중 일부만 다시 발행해도 지급이자 크게 늘어날 수 있음
- 일본 정부는 재정적자를 줄여나갈 것을 이야기하고 있으나 예상치 못한 충격(예: 대미투자 요구)이 왔을 때 추가 국채가 발행되면서 정부부채 부담을 키울 수 있는 점 우려

27년 재정적자 축소가 기대되지만 금리 인상으로 확대 시 문제



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

일본 국채 금리의 가파른 상승 추가발행 시 금리에 대한 부담 상승



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

9월 일본 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 0850 법인기업통계 발표 ★ 0930 PMI 발표 ★★ 1400 소비심리 발표 ★★	2 0850 통화량/본원통화 발표 ★★	3 0850 대내외 증권투자 발표 ★ 0930 PMI 발표 ★★	4 0830 가계지출 발표 ★★
7 1400 경기동행·선행 발표 ★ 미정 도쿄 오피스 공실률 발표 ★	8 0830 임금지표 발표 ★ 0850 GDP 발표 ★★ 1400 에코워치 조사 발표 ★ 미정 공작기계수주 발표 ★	9 0850 통화량/본원통화 발표 ★★	10 0850 대내외 증권투자 발표 ★ 미정 공작기계수주 발표 ★	11 0850 PPI 발표 ★★
14 1330 산업생산·가동률 발표 ★★	15 1330 3차산업활동 발표 ★	16 0850 무역수지·수출입 발표 ★★ 미정 백화점매출 발표 ★	17 0850 대내외 증권투자 발표 ★ 1400 도쿄 신규분양주택 발표 ★	18 0830 전국 CPI 발표 ★★ 미정 BOJ 금리결정 발표 ★★
21	22	23	24 0930 PMI 발표 ★★	25
27	28 0850 PPI 발표 ★★	29 1400 경기동행·선행 발표 ★	30 0850 산업생산·가동률 발표 ★★ 1400 주택지표 발표 ★	

V

—

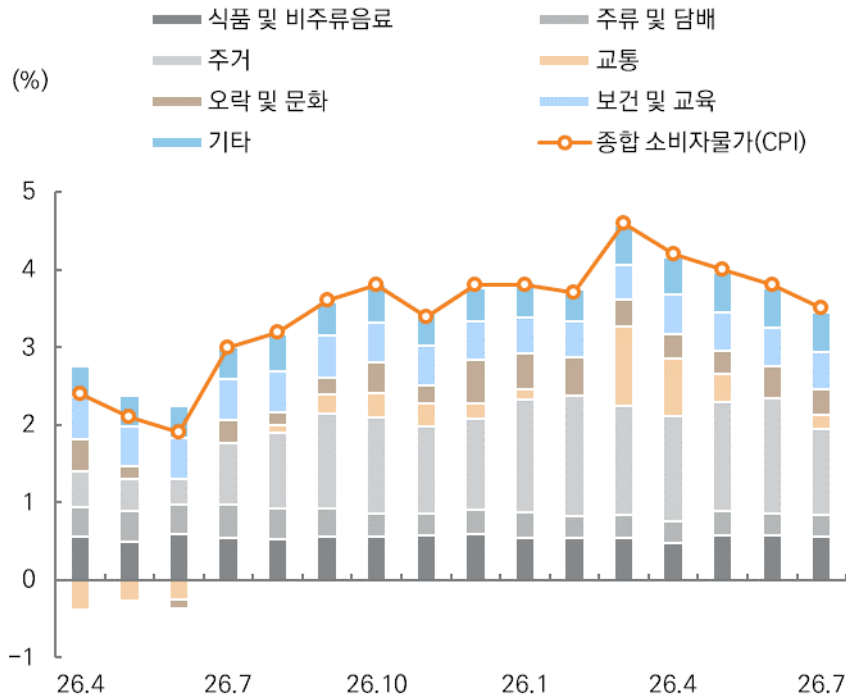
호주 경제 분석

선제적 금리인상으로 물가 안정 되는 중

호주의 선제적 금리인상은 긍정적 효과를 냄

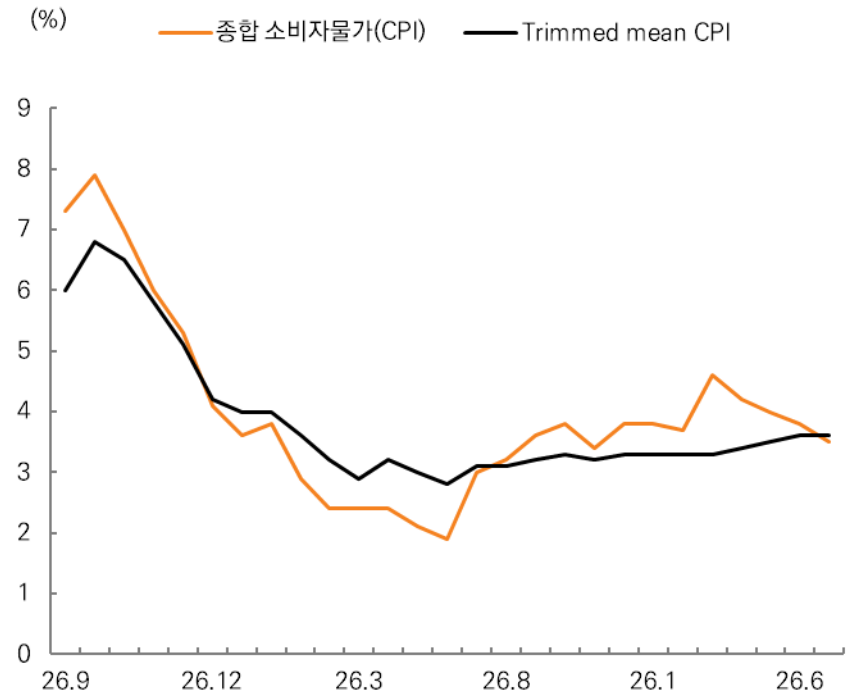
- 호주는 7월 물가가 덜 안정되고 Trimmed Mean 물가지표는 상승하면서 물가 하락 속도 둔화에 대한 우려가 존재하나 전체적인 추세는 하향 지속 중
- 이는 호주가 올해 금리를 가장 빨리 올리면서 다른 나라보다 비용을 먼저 지불했기 때문이며 물가와 금리도 가장 먼저 안정화될 수 있음을 의미함
- 호주는 3차례 금리 인상에도 가계가 버텨주면서 큰 경기하방 없이 연착륙을 하고 있는 것으로 판단됨

호주의 인플레이션 주 원인은 주거비



자료: ABS, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

호주에서 중요한 물가지표인 Trimmed Mean 은 상승



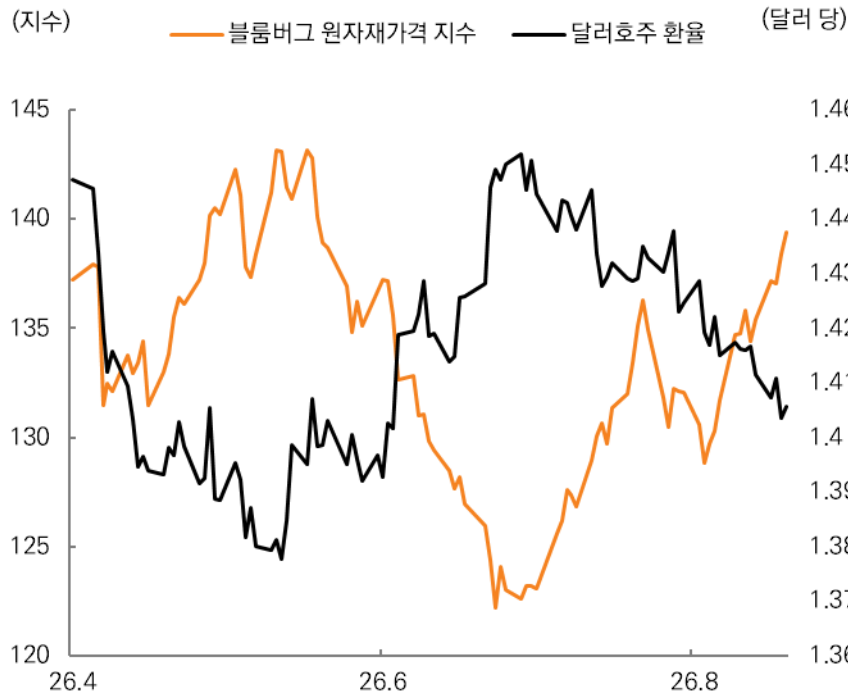
자료: ABS, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

원자재 강세로 미국과 금리차 축소에도 호주 환율 절상

환율에 대한 호주와 미국의 금리차 축소 영향을 원자재가 상쇄

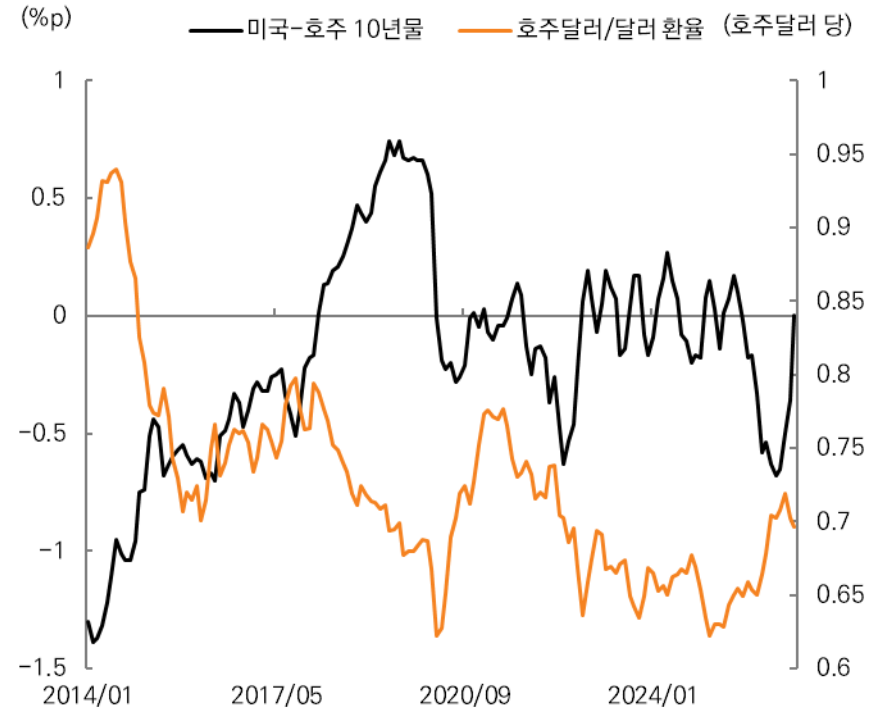
- 호주는 국내 금융시장에서 미국만큼 압박이 없어 미국과 호주의 금리차 축소되고 있는 흐름임
- 금리차 축소에도 불구하고 호주의 환율은 안정적으로 오히려 절상되고 있는데 그 원인은 원자재
- 원자재가 단순히 통화가치 뿐만 아니라 예상치 못한 경기상방으로 작용해 금리인상 가능성도 올리면서 호주달러 환율 절상 폭이 금리차 축소로 인한 절하 폭 보다 큰 상황
- 호주 채권시장은 약 1회 정도 더 금리 인상 가능성을 예상하지만 금리인상 영향도 환율 효과로 만회 가능한 상황

원자재 가격이 상승하면 호주의 환가치는 상방압력



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미국과 장기금리 격차 축소에도 호주 환율 안정적

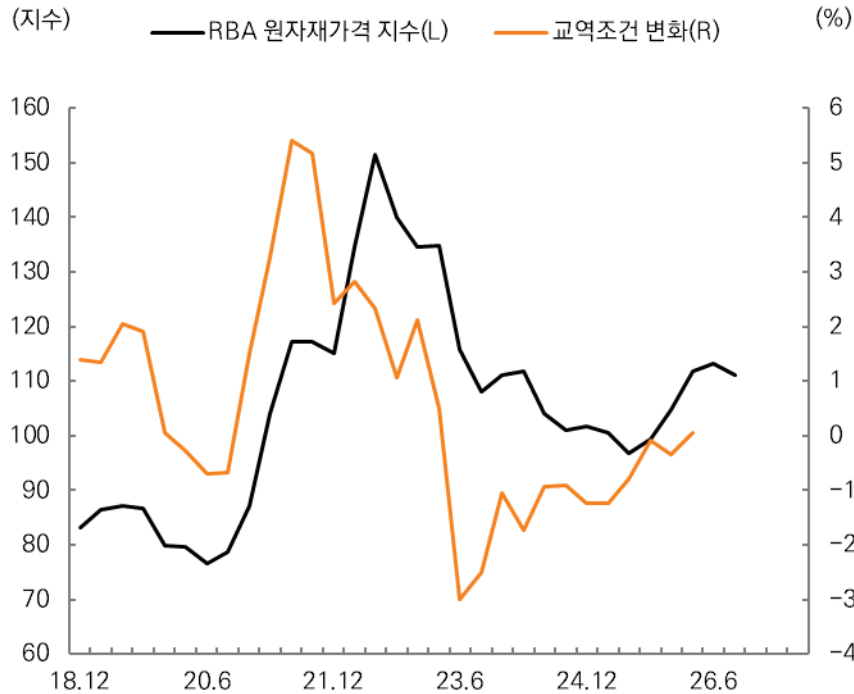


호주 재정 안정적이며 정부의 재정적자 축소 노력 긍정적

호주의 물가 안정에 따라 금융시장도 안정되고 있음

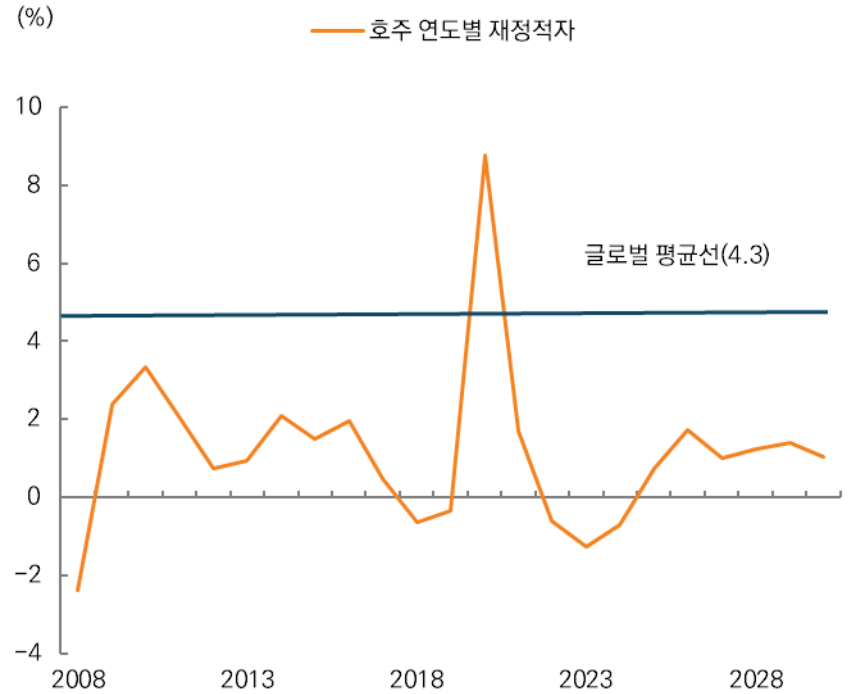
- 호주는 다른 나라들과 달리 재정으로 인해 추가적인 문제가 생길 가능성도 제한적임
- 지금 당장 지출자체도 다른 나라들 보다 적은 상황(GDP대비 재정적자 비율 2%미만)이며 원자재 가격 상승으로 교역조건이 개선되면서 재정도 향상되는 중
- 이 와중에 정부도 재정적자를 추가적으로 축소(흑자 전환 시도)하려는 계획을 가지고 있어 국채 발행이 급격하게 늘어날 유인도 크지 않음

원자재 가격 상승 시 호주의 교역조건이 개선되어 경기확장 영향



자료: RBA, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: RBA 원자재가격지수는 7월까지지만 반영(8월 추가 상승)

호주 재정적자 수준은 글로벌 평균대비 낮지만 앞으로 더 줄일 예정



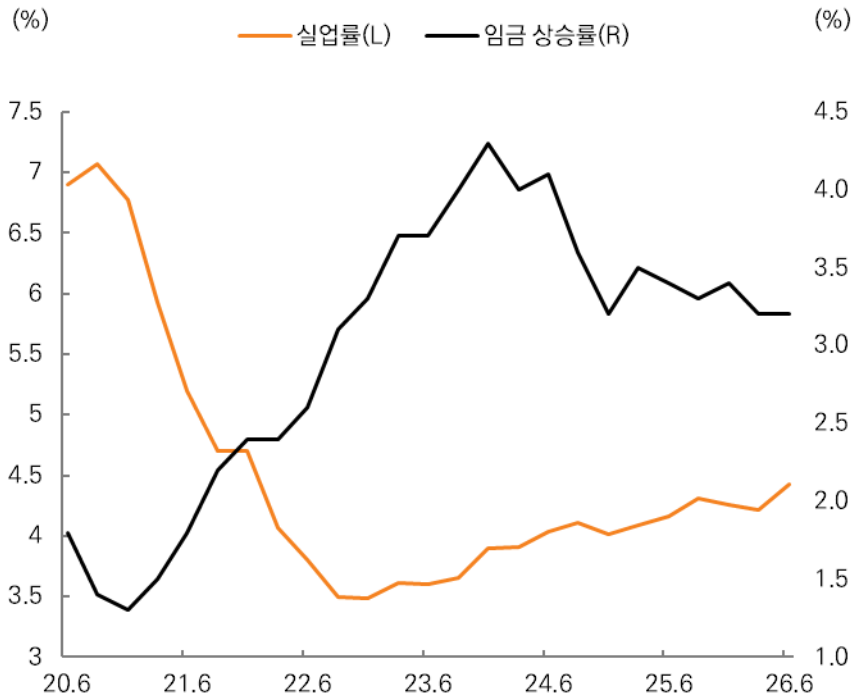
자료: CEIC, IMF, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 글로벌 평균선은 2008~2025년 IMF 주요국 평균

호주 금리 인상 가능성도 크지 않음

호주의 금리인상 가능성 제한적

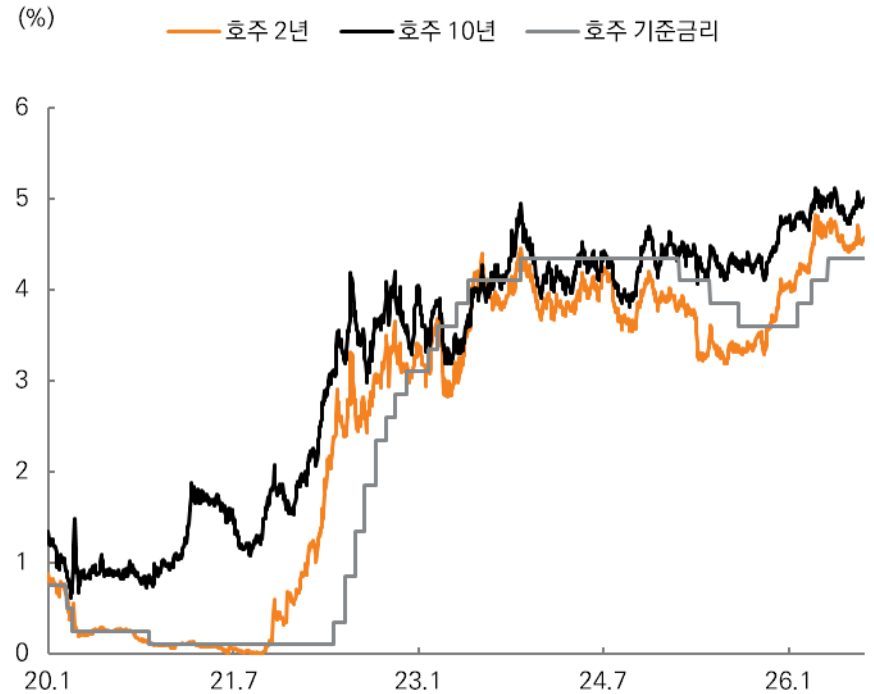
- 현재 호주의 금리인상 가능성이 커졌다고 판단하는 이유는 물가하락 속도가 예상만큼 빠르지 않다는 점이지만 경기에서는 둔화신호가 나타나고 있어 중앙은행이 금리를 빠르게 올리기 어려움
- 호주는 노동공급에 제약이 존재하여 임금인상속도를 제약하는 것이 중요한데 임금 인상속도가 하락하고 있으며 실업률은 상승하고 있음
- 1회 인상한다고 하더라도 기준금리 향후 방향이 하락이면 충분히 자본차익을 얻을 수 있으며 10년의 경우 5%에 육박해 쿠폰도 좋은 상황

호주 실업률 상승, 임금 안정은 물가 안정 시그널



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

호주의 장기금리 수준은 단기금리에 비해 매력적인 상황



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

9월 호주 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 0800 PMI 발표 ★★ 1030 GDP 발표 ★★★	2 1030 GDP 발표 ★★★	3 0800 PMI 발표 ★★ 1030 무역수지 발표 ★★	4
7 1030 구인광고 발표 ★ 1530 외환보유액 발표 ★	8 0930 웨스트팩 소비자심리 발표 ★ 1030 NAB 기업경기 발표 ★	9	10 1000 기대인플레이 발표 ★★	11
14	15	16 0930 선행지수 발표 ★	17	18
21	22	23 0800 PMI 발표 ★★	24 1030 고용지표 발표 ★★★	25
27	28	29 1030 가계지출 발표 ★★ 1330 RBA 금리결정 발표 ★★★	30 1030 CPI 발표 ★★★	

VI

—

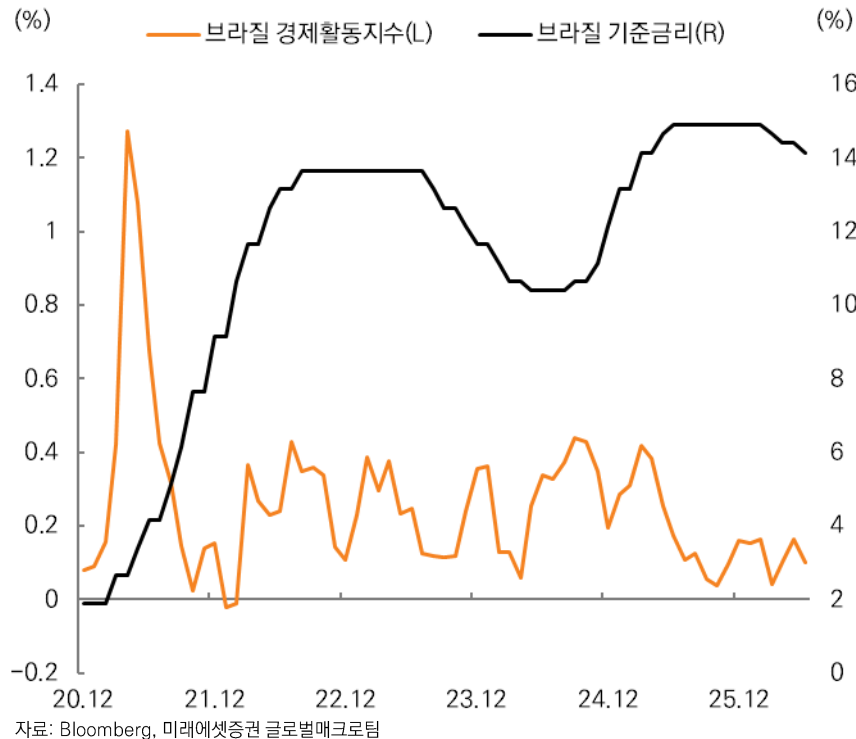
브라질 경제 분석

호주와 마찬가지로 고금리 상황이 경제에 영향을 주는 중

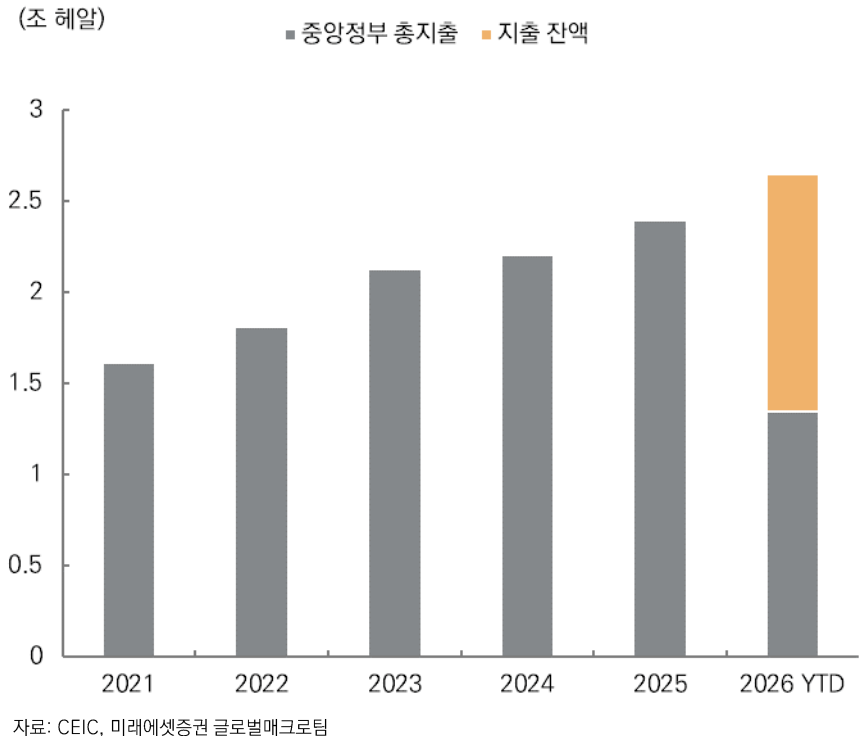
브라질 경제활동 지수 하향추세 뚜렷하나 재정지출이 하방 방어

- 브라질은 정부의 재정지출 규모가 워낙 커서 금리를 크게 높여서 방어하고 있는 상황 14%에 달하는 고금리 상황에도 지출 증가 속도가 빨라 경제활동이 둔화되고 꺾이진 않음
- 올해도 상반기 지출된 금액은 평소대비 더 컸으나 하반기에 예정된 금액이 여전히 큰 상황으로 재정지출이 계속 물가 등 경기둔화를 막을 수 있음

고금리를 통해 브라질 경제활동 추가 조절



올해 평소대비 재정지출 확대 더 늘어난 점은 경기 하방 방어

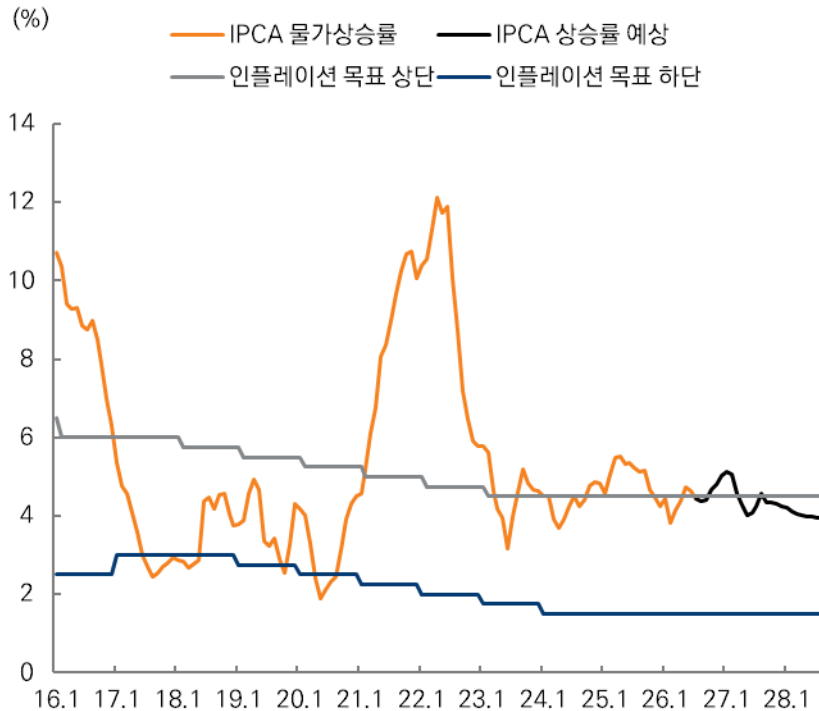


연초 대비 하락한 기준금리 인하 기대

올해 연초에는 브라질
기준금리 인하에 대한
기대가 컸으나 현재는
줄어듦

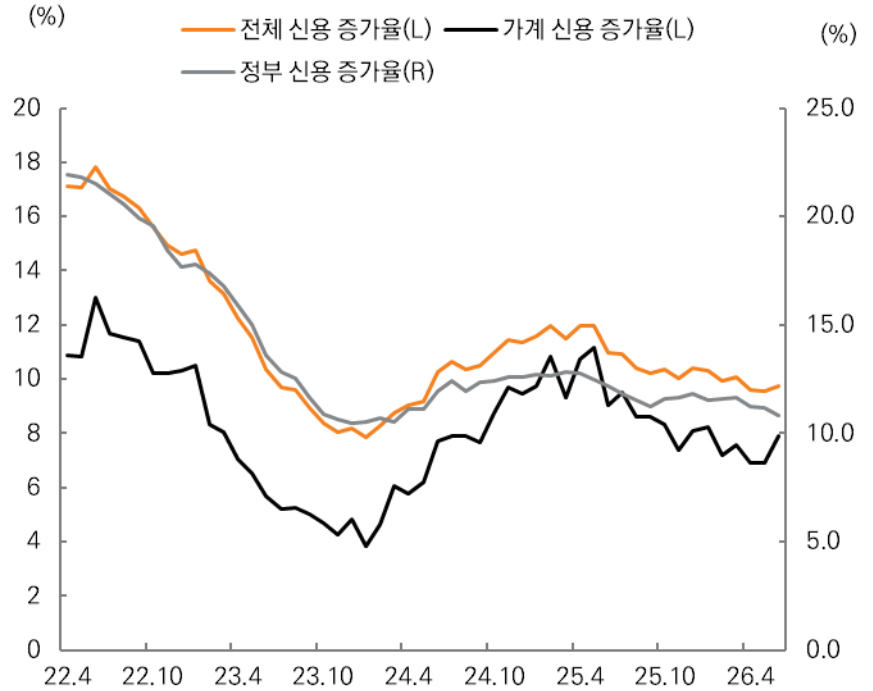
- 현재 물가수준과 향후 물가 상승률 예상으로 봤을 때 BCB의 목표 상단에 위치하여 빠르게 금리를 인하하기는 어려운 상황
- 금리인하 시 가계신용도 빠르게 증가할 수 있기 때문에 BCB는 보수적인 태도를 취할 것으로 생각
- 연초에는 브라질 기준금리의 빠른 인하 예상이 지배적이었지만 예상치 못한 전쟁, 높은 물가 지속 등으로 향후 1회 정도(25bp) 추가 인하기대 가능

인플레이션 기대는 BCB 인플레이션 목표 범위 위에서 움직이는 중



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

워낙 큰 정부 부채 증가에 가려서 그렇지 가계신용 증가도 만만치 않음



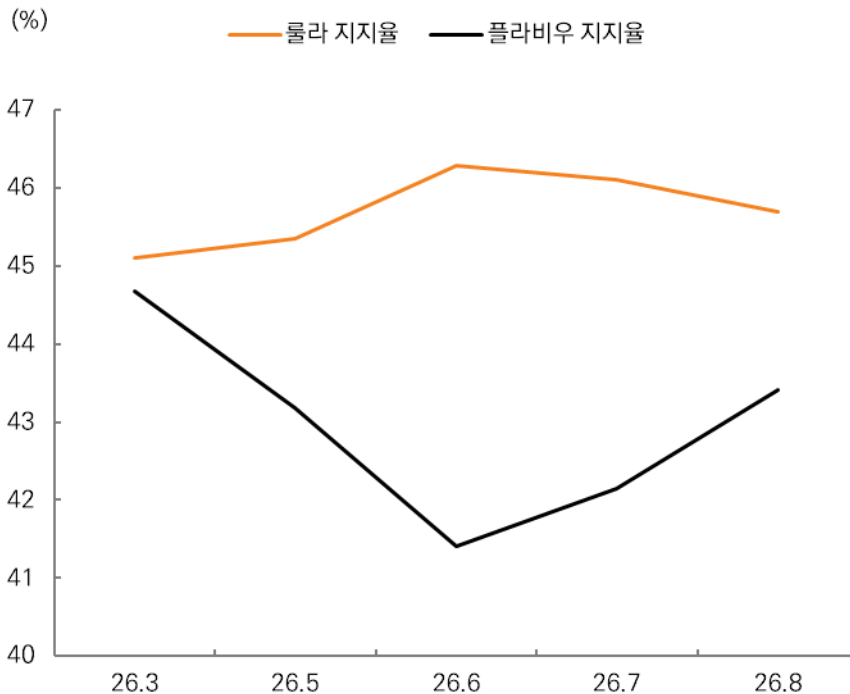
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

정치적 불확실성 등 리스크 높아

브라질 듀레이션 위험 회피로 재무부가 발행비율까지 조정 중

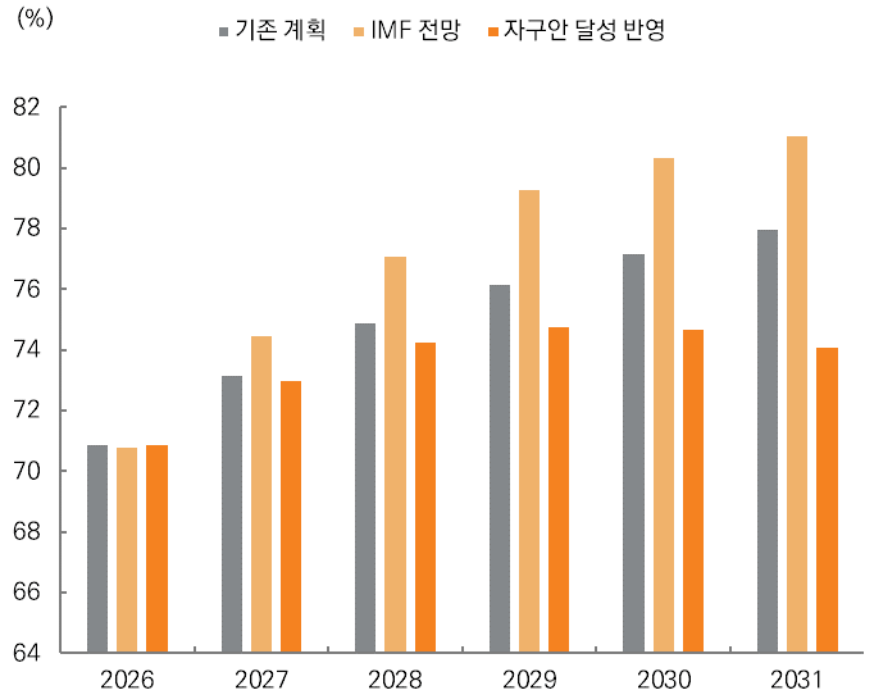
- 하반기 브라질은 대선에 따른 리스크 확대 예상되며 이에 따라 정부부채의 향방이 결정될 수 있음
- 브라질 채권의 90%가 국내 채권으로 디폴트 리스크가 있다고 보기는 어려우나 금리의 변동성과 환율 변동성이 증가할 수 있는 구간으로 판단됨
- 브라질 투자자들이 물가 등 리스크로 브라질 듀레이션을 확대하지 않고 싶어하며 이에 브라질 재무부도 변동금리 채권 발행을 늘리는 중

롤라와 플라비우의 격차 축소 정치적 불확실성



자료: 브라질 여론조사기관 종합, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

브라질 정부부채 경로의 불확실성



자료: 브라질 재무부, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

9월 브라질 경제 주요 일정

월	화	수	목	금
	1 2000 물가 지표 발표 ★ 2100 GDP 발표 ★★★ 2200 PMI 발표 ★★ 미정 자동차 생산·판매 발표 ★	2 1700 물가 지표 발표 ★ 2100 산업생산 발표 ★★	3 2200 PMI 발표 ★★	4 토 0300 수출입·무역수지 발표 ★★★
7	8 2000 물가 지표 발표 ★ 2025 BCB 주간 서베이 발표 ★ 미정 자동차 생산·판매 발표 ★	9 0300 주간 무역수지 발표 ★★	10 1700 물가 지표 발표 ★ 2100 서비스활동 발표 ★	11 2100 IPCA 물가 발표 ★★
14 2025 BCB 주간 서베이 발표 ★	15 0300 주간 무역수지 발표 ★★ 2100 소매판매 발표 ★	16 2000 물가 지표 발표 ★ 2100 경제활동지수 발표 ★	17 0630 BCB Selic 금리결정 발표 ★★★ 1700 물가 지표 발표 ★	18
21 2025 BCB 주간 서베이 발표 ★	22 0300 주간 무역수지 발표 ★★ 2000 BCB 의사록 발표 ★	23 2000 물가 지표 발표 ★	24 2000 BCB 통화정책보고서 발표 ★	25 1700 물가 지표 발표 ★ 2000 건설비용지수 발표 ★ 2100 IPCA 물가 발표 ★★
27 2025 BCB 주간 서베이 발표 ★ 2030 경상수지·FDI 발표 ★★ 미정 재정·부채 발표 ★	28 0300 주간 무역수지 발표 ★★ 2000 물가 지표 발표 ★ 2030 개인대출 연체율 발표 ★ 2100 실업률 발표 ★★ 미정 재정·부채 발표 ★	29 2030 GDP 발표 ★★★	30	

VII

—

국가별 주요 포인트 요약

국가별 주요 포인트 요약

한국

금리 인상 후 수요감소로 물가 하락 기대

- 물가는 3분기 정점 이후 하향 안정화 예상됨 국내 수요가 예상만큼 강하지 않을 수 있는 점 주목
- 기준금리 인상 효과는 강할 것으로 예상되며 물가안정 속도 빠를 것

미국

근원물가 하락 속도 둔화 예상되며 금리를 움직일 필요 없음

- 물가가 시장의 하락 기대만큼 빠르게 빠지지 않고 높은 수준에서 횡보할 가능성 존재. 공급자 우위 상황 지속도 물가하락 어렵게 하는 부분
- 현재 금리 수준은 긴축적으로 판단. 추가 긴축 필요성 낮은 상황

호주

금리 인상 1회 이상 가능성 낮으며 원자재 덕에 환율도 안정

- 호주의 물가는 하락하고 있는 상황. 속도에 대한 논쟁이 존재하지만 경제 둔화하고 있어 향후 동결 또는 최대 1회 정도 인상 예상됨
- 기준금리 인상해도 원자재 덕에 통화 가치가 상승해 채권 가치도 보존 가능

중국

2분기 지표 쇼크 단순히 GDP 밴드 하단인 것보다 심각

- 중국의 고정 투자 마이너스 전환은 투자 뿐만 아니라 소비에도 연관되어 GDP에 미치는 영향 큼. 과거와 달리 이런 상황에도 중국 정부는 토지수입 하락, 기금 고갈 등으로 재정 투입 여력이 제한되어 경기의 큰 상승은 제한적인 것으로 예상

일본

9월 금리 인상 지배적이나 엔화 약세 지속 예상

- OIS 기준 9월 BOJ 인상확률 85%. 7월 근원 CPI 자체는 1.8로 안정적이거나 금리 인상할 것으로 예상되는 이유는 엔화 약세. 금리 인상 시 금리 높아지면서 신규부채에 대해 정부지급이자 증가 재정적자 지속 우려

브라질

높은 금리의 쿠폰이 매력적이나 불확실성이 높은 상황

- 브라질은 기준금리가 높아도 재정지출이 계속 지속되면서 경기가 버티는 상황. 선거 앞두고 정부도 재정건전화 방안을 내놓고 있으나 룰라 재선 시 달성에 대한 신뢰도 낮음. 두 후보의 격차가 크지 않아 불확실성이 큼

Compliance

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 자료는 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담은 조사분석자료가 아니며, 미래에셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 단 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.