

# 경제학월(月)론

## 계속 커지는 정부

Economist 이하연 hayeon.lee@daishin.com



# 계속 커지는 정부

- 8월 말 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장이 미 고용 약화를 인정하면서 미 연준 금리 인하 재개에 대한 시장 기대 확대. 중앙은행의 통화완화 정책은 시중 유동성 확대로 이어져 금융시장에 전반적으로 우호적으로 작용
- 하지만 금리 인하 재개 전에 확인해야 할 지표가 다수, 경계를 높이는 요인으로 작용. 특히 주식시장은 경제지표를 통해 미국이 경기 침체나 스테그플레이션이 아닌 골디락스 국면에 있다는 확인이 필요. 하지만 관세발 물가 부담은 현실화되고, 일시적으로 개선됐던 소비가 다시 둔화될 위험 상존. 고용지표가 급격히 악화될 가능성이 크지 않지만 BLS 고용 통계 신뢰 훼손에 따른 불확실성도 여전
- 연준 금리 인하 재개 이후에는 장기물 중심으로 시중금리 하향 안정 여부 확인이 필요. 이전과 달리 재정정책의 중요도가 높아지면서 정부 부채 규모도 함께 확대, 장기 금리 하락이 제한. 재정건전성 악화 위험에 금리 인하로 인한 물가 자극 위험까지 더해져 장기 금리 반등 위험도 잔존
- 기다리던 연준 금리 인하 재개 가능성을 제외하면, 9월 매크로 환경은 전반적으로 불확실성이 확대된 것으로 판단. 물론 장기적 관점에서 미국의 정책 여력은 충분. 미국은 관세 영향은 크지 않으면서 투자 감세 등의 효과가 기대되는 섹터에 관심을 가질 필요. 비미국은 금리 부담이 크지 않고 경기 부양 여력이 남아있는 국가들의 양호한 성과 기대

## 글로벌 매크로 이슈

### 재정정책 의존도 확대에 높아지는 시장 금리

- 미국을 중심으로 주요 선진국 장기 금리 상승 압력 확대. 10년물 이상 초장기물 금리는 더욱 부담. 8월 미국 고용보고서 부진, 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장의 9월 금리 인하 시사 등에도 최근 장기물 금리 상승, 장단기 금리차도 확대. 1) 재정정책 확대 및 정부 재정건전성 악화, 2) 중앙은행 독립성 훼손 우려 등이 금리 상승 압력으로 작용. 수급 측면에서 연기금 개혁 등도 장기물 금리 상승 요인으로 작용
- 미 정부에 가려져 있지만, 주요 선진국의 재정 악화에 대한 우려 확대. 영국, 프랑스 등은 '재정 확대에 고 금리 부담, 성장 둔화' 악순환 지속, IMF 구제금융 가능성까지 언급. 재정 긴축이 필요하나 예산안 의회 통과에 난항을 겪으며 정치 불확실성까지 고조. 글로벌화 시기와 달리, 교역량 축소로 높아진 물가 부담은 통화정책 여력을 낮추고, 자국 산업 보호를 위해 재정정책 의존도는 확대. 이는 장기적 관점에서 시장 금리 하락 폭을 제한하는 요인으로 작용
- 한편, 트럼프 정부의 연준 독립성 훼손 우려도 장기 금리 상승 압력으로 작용. 트럼프 대통령은 리사 쿡 연준이사의 부동산 담보 대출 사기 의혹에 해임 통보. 이에 쿡 이사는 적법 절차 위반을 지적하며 소송 제기. 쿡 이사의 9월 FOMC회의 참여 여부와 상관없이 9월 금리 인하는 가능할 것으로 판단. 이후 소송 결과에 따라 연준 내 파월 연준의장 입지 약화 가능성. 파월 연준의장에 이어 연준이사에 대한 트럼프 대통령의 해임 시도로 미국 중앙은행의 독립성 훼손 우려 확대. 중앙은행 독립성 훼손은 통화정책 효과를 제한할 수 있어 장기 금리에 부담. 과도한 완화정책이 중장기적으로 물가 상승 압력을 높일 수 있다는 점을 시장이 경계
- 물론 트럼프 대통령의 연준 장악이 현실화될 경우, 내년 QE 재개 가능성을 배제하기 어려운 상황, 금리 상단을 제한하는 요인으로 작용. 최근 베센트 장관의 주택 비상사태 선포 발언 등을 감안할 때 금리 부담을 낮추기 위한 정부 노력이 더욱 강화될 것으로 예상
- 아직 주식시장에서 장기 금리에 대한 경계가 크지 않은 편이나, 최근 주가 밸류 부담 확대, 투자심리 위축 등을 감안할 때 장기 금리 상승이 주가 조정의 빌미가 될 수 있음

### 주요국 10년물 금리, 금융위기 이전 수준(QE가 없던 시절)까지 상승



자료: BLS, 대신증권 Research Center

# 미국

## 관세 말고 감세

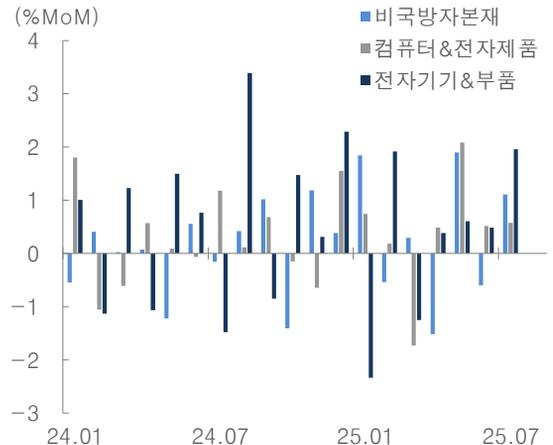
- [경기] 관세, 이민 단속, 투자 감세 등 재정 정책 영향이 산업별 차별화
  - 미국 8월 주요 제조업 경기지표는 혼조세. 산업별로 정부 정책 영향이 차별화. 관세 부담 현실화에도 일부 산업은 투자 감세에 기업 잉여현금흐름 개선에 기여, 투자 수요 촉진. 감가상각비, 연구개발비 비용 처리가 가능해지면서 AI 중심으로 투자 확대 흐름 지속
  - 시장 예상을 상회하며 견조한 증가세를 나타내던 소비는 당분간 둔화 예상. 상호관세 발효를 앞두고 주요 리테일 기업 가격 할인 등으로 유입됐던 선수요 마무리. 소비심리지수도 하락. 다만 9월 전기차 세제혜택 종료까지 자동차 수요는 비교적 양호할 가능성
- [물가] 8월 주요 물가지표 상승세 확대 예상. 다만 식품 및 에너지 가격 안정이 상승 속도 조절 요인
  - 지난 7월 CPI를 선행하는 PPI, 수입물가 상승 폭이 확대되면서 물가 우려가 고조. 8월 후반에는 인도 상호관세 50%, 800달러 미만 소액 소포 관세 등이 시작되면서 수입기업 뿐만 아니라 개인의 체감 물가 부담이 확대될 전망
  - 특히 미리 쌓았던 재고 소진, 교역국의 수출물가 반등 등으로 기업 비용 부담 현실화. 다만 소비수요가 강하지 않은 상황에서 기업의 관세 전가도 쉽지 않을 가능성. CPI 상승 폭이 시장 예상을 하회할 경우, 통화완화 측면에서는 긍정적이거나, 기업 마진 축소 및 노동 수요 약화 가능성 경계할 필요
- [고용] 9월 초 확인할 8월 고용지표 정체 지속 전망, 연준 금리 인하가 가능한 수준 예상
  - 8월에도 노동공급 감소 및 정책 불확실성이 기업 해고를 제한, 실업률 상승도 제한 되겠으나 전반적으로 노동수요가 강하다고 판단하기 어려운 환경
  - 고용 연간 벤치마크 수정(9일)에서 비농업 신규고용 하향 조정이 예상되며 조정 폭이 예상보다 클 경우, 시장에서 경기 침체 우려를 반영할 가능성

미국 제조업 경기: 상반된 경기 지표



자료: S&P Global, ISM, 대신증권 Research Center

자본재 주문: 투자 감세에 AI 수요, 투자 증가로



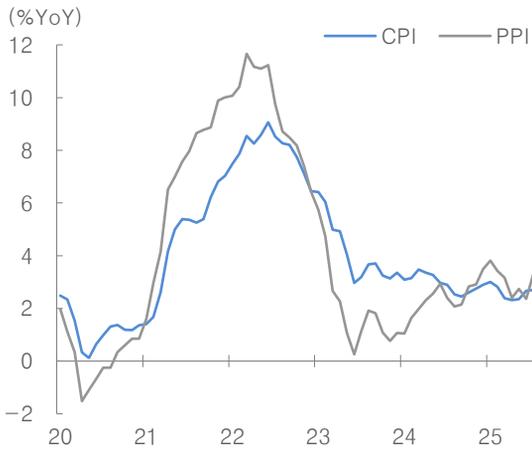
자료: CB, 대신증권 Research Center

# 미국

## 다시 중요해진 고용지표

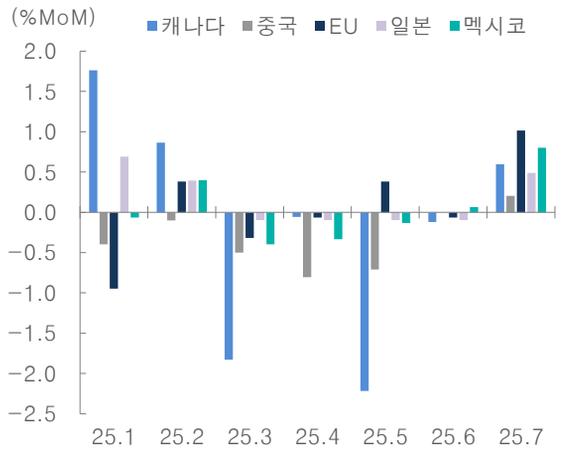
- [통화정책] 9월 FOMC회의에서는 금리 인하 여부보다 경기 판단, 추후 정책 방향이 중요. 중장기적으로는 미 정부의 연준 독립성 위협에 따른 통화정책 신뢰 약화 우려 경계 필요
- [재정정책] 미 항소 법원의 관세 위법 판결에 관세 정책 불확실성 확대. 특히 품목별 관세 부담
- FOMC회의 전까지 발표될 경제지표가 많아 시장 경계 지속 예상. 고용지표가 크게 부진하지 않다면, 연준 금리인하가 위험신호에 긍정적으로 작용하겠지만, 미국채 장기물 금리 하락 폭은 제한될 가능성
  - AI 버블 우려는 일시적일 가능성, 실적시즌 지나면서 오히려 밸류 부담이 낮아진 우량성장주 중심 비중 확대 기회

### CPI 선행하는 PPI 상승 부담



자료: BLS, 대신증권 Research Center

### 미국 수입 물가 반등



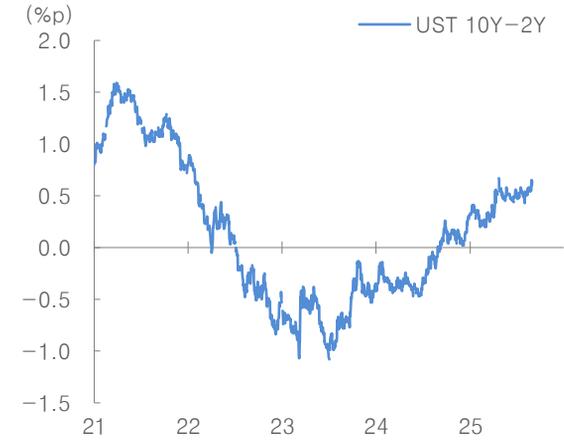
자료: BLS, 대신증권 Research Center

### 실업을 안정에 기여한 노동 공급 감소



자료: BLS, 대신증권 Research Center

### 미국채 장단기 금리차 확대 지속



자료: FRED, 대신증권 Research Center

## 장기 금리에서 확인되는 재정 여력 부족

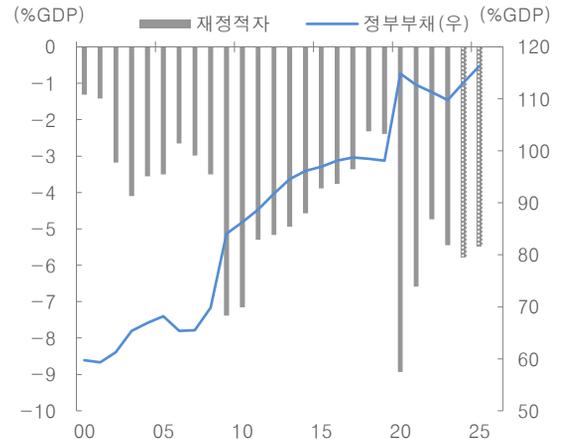
- [경기] 지난 8월 유로존 제조업 PMI가 22년 6월 이후 최고 수준을 기록, 3년여 만에 기준선 상회하며 경기 확장 국면 진입 시사. 다만 경기 지표 개선은 선행지표보다 후행지표가 견인. 생산 및 고용 부문이 개선되며 PMI 상승을 이끌었으나 선행지표인 주문 부문은 수출 중심으로 다소 부진. 유로존 내 국가별로 차별화가 예상되나 전반적으로 경기 확장 지속에 의구심
- [물가] 유로존 8월 물가 상승세는 전월보다 소폭 확대, 주로 기저효과에 기인. 에너지 가격 안정 및 유로화 강세가 물가 안정에 기여
- [통화정책] 지난 통화정책회의에서 ECB는 당분간 금리 동결 시사. 기저효과로 물가 지표 부담이 있는데다 미국의 금리 동결 지속이 ECB 통화 완화에 부담으로 작용. 연준의 금리 인하 재개, 겨울철 에너지 가격 안정 확인시 ECB 금리 인하 재개 가능
- [재정정책] 최근 유로존 뿐만 아니라 영국 또한 재정 적자 부담이 고조, 유럽 주요국 채권 장기 금리 상승 압력으로 작용. 성장 속도는 더디고, 정부 재정 지출을 줄이기에도 쉽지 않은 환경. 게다가 미 정부의 국방비 지출 압박이 추가 재정적자 부담으로 작용
  - 프랑스, 예산안 관련 여야 대립 심화로 정부 신임투표 실시 예정(8일), 장기물 금리 상승 자극
  - 한편, 부족한 세수기반을 감안해 국방비 지원을 위한 은행 규제 완화 가능성. 규제 완화로 대출 및 투자 확대, 협력 강화 등 기대. 은행 수익기반 확대에 긍정적이거나 방위산업 경기 악화 시 부실채권으로 이어질 수 있다는 점은 위험 요인
- 유로존은 당분간 통화/재정 정책 공백에 따른 성장 모멘텀 약화 우려. 연말 ECB 역시 금리 인하 재개가 예상되나 장기물 금리 부담 경계 필요. 주요국 정부 재정 축소에 난항을 겪으면서 정치 불확실성 고조, 주식시장에도 부담으로 작용할 가능성

유로존 PMI, 22년 6월 이후 처음 기준선 상회



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

프랑스 정부 재정 악화 우려



자료: IMF, 대신증권 Research Center

# 일본

## 대외 불안에도 정부 주도 내수 회복 기대

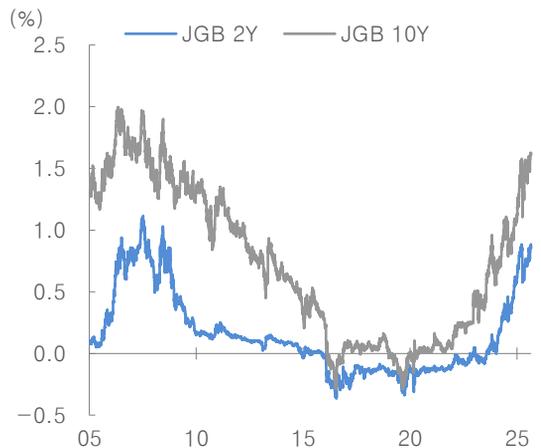
- [경기] 일본 역시 8월 헤드라인 PMI는 양호했으나 세부지표에서 선행지표가 다소 부진. 특히 수출 주문 부진이 지속. 일본 수출은 3개월 연속 감소세 지속. 그나마 내수 중심 경기 회복 기조가 유효
- [물가] 정부의 쌀 가격 진정 노력으로 식품 물가 안정. 이시바 총리는 최근 쌀 증산으로 정책 기조 전환 공식화. 수입물가 안정도 긍정적
- [통화정책] 최근 일본은행은 임금 인상, 물가 목표 달성 기대 등을 근거로 금리 인상 지지 의견. 금융시장도 10월 금리 인상 기대 반영. 물론 수출부문 관세 영향 현실화, 연준의 금리 인하 재개 가능성, 장기물 금리 상승 부담 등을 감안하면, 금리 인상 속도 조절은 불가피. 쌀 가격 안정에 따른 물가 부담 완화도 금리 인상 속도 조절 요인
- [재정정책] 이시바 총리의 지지율이 반등하며 정치 불확실성이 완화되고 있는 가운데, 세제 개편 등으로 내수 부양 강화 시도
  - 최근 일본 정부는 설비투자 감세 추진. 일본 기업의 디지털 전환 등에 따른 설비투자의 구조적 수요 증가에도 미국의 관세 위협 등 대외 불확실성 확대가 일본 내 투자에 걸림돌로 작용
  - 자동차 구입 시 부과되는 환경세도 폐지 가능성 부각. 대미 수출 부진에 대응하기 위한 일본 내 구매력 확충 요인. 일본은 미국과 자동차 관세 15%에 합의했으나 아직 시행되지 않고 있는 상황
- 정책 불확실성 완화에 따른 주식시장 저가 매수 유입. 미/일 통화정책 기조에 따라 매수 재개 여부 결정
  - 일본 주식시장은 지난 8월 대내외 불확실성이 완화되며 주요지수가 사상 최고 기록을 경신. 추가 지수 상승을 위해서는 자동차 관세 협상 결과 반영, 미/일 통화완화 기조 확인 등이 필요
  - 일본 역시 감세 등 정부 주도 경기 부양 강화에 따른 장기물 금리 불안. 최근 JGB 10년물 입찰 금리는 2008년 7월 이후 최고 수준 기록. 그나마 초장기물 발행량 조정이 금리 상승 폭 제한

**일본 수출 감소세 지속**



자료: 일본 재무성, BoJ, 대신증권 Research Center

**일본 채권 금리 상승 부담**



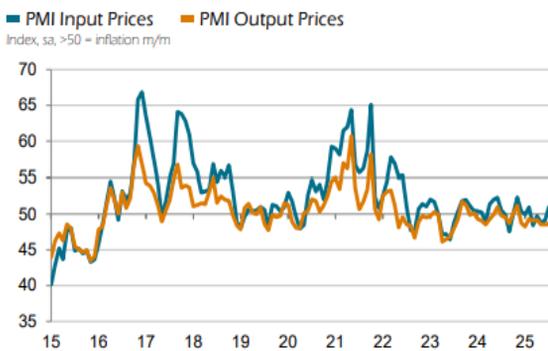
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

# 중국

## 자산가격 상승, 내수 회복으로 이어질까?

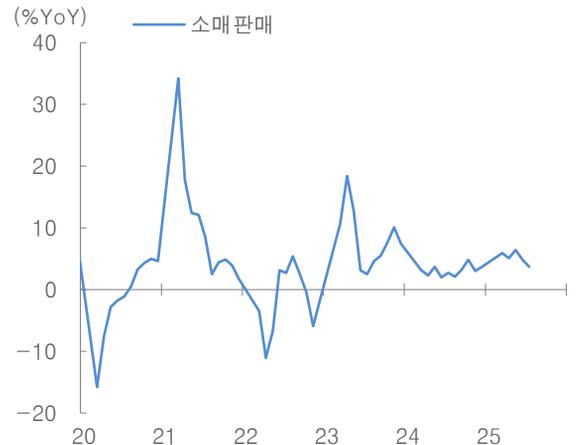
- [경기] 8월 주요 제조업 경기 지표 개선. 과잉공급 해소를 위한 정부의 저가 생산 근절 정책에 대한 경계가 신규주문 회복 및 재고 수요 확대, 투입비용 증가 견인. 다만 여전한 내수 부진으로 경기 확장 지속에 대한 신뢰는 강하지 않은 것으로 판단. 수출지표가 비교적 견조하나, 대외부문 역시 미국의 관세 정책, 소비 둔화 가능성 등에 따라 급변할 가능성 경계
  - 8월에도 소매판매 증가세가 둔화. 다만 최근 중국 주가 상승이 지속되고 있으며, 내국인의 주식 투자 수요도 회복되고 있어 시차를 두고 부의효과가 소비 회복에 기여할 가능성
- [물가] 8월 CPI는 전년대비 상승세가 둔화됐으나, 전월비는 반등(0.4%) 전환. PPI 역시 하락세가 지속되고 있으나 낙폭은 제한, 전월과 같은 -3.6% 기록. 중국 제조업 경기 개선 여부 가늠하기 위해 PPI 하락세 탈출 확인 필요
- [통화정책] 중국 통화정책 관망세가 지속. 다만 연준의 금리인하 재개로 중국 또한 통화정책 확대에 나설 가능성. 정책 당국의 유동성 공급 효과가 최근 주식시장에서 확인되고 있다는 점도 긍정적
- [재정정책] 내수 촉진 뿐만 아니라 과잉공급에 따른 디플레이션 탈피 위한 정책 구체화
  - 7월 정치국회의 이후 정부의 내수부양책 지속. 서비스 부문 대출 이자 감면, 육아보조금에 티베트 고원에 세계 수력발전 댐 건설 시작(10년간 1.2조위안 투입 계획)
  - 대외적으로는 브릭스 주도로 미국의 관세 위협에 대응하기 위한 신흥국 결집 촉구
- 중국의 희토류 무기화로 미국의 중국 관세 압박이 제한. 게다가 실적 발표를 거치면서 중국의 AI기술 및 첨단제조업에 대한 긍정적 시각이 확대되고 있다는 점이 중국 증시에 우호적으로 작용. 기술주에 이어 경기민감주 비중이 큰 본토 증시 역시 자금 유입이 확대. 단, 버블 형성 위험에는 경계 필요

### 중국, 제조업 경기 개선 이끈 가격 지표 상승



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

### 중국 소비 둔화 지속

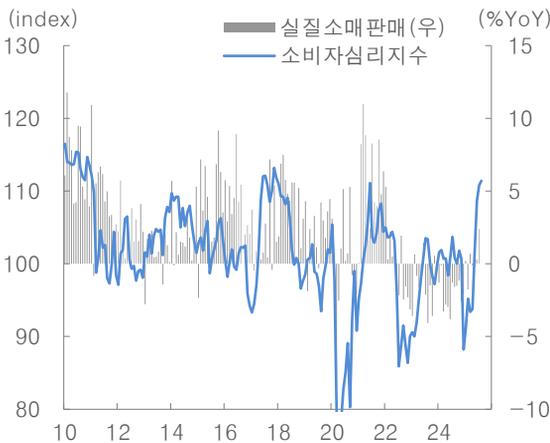


자료: 중국 국가통계국, 대신증권 Research Center

한국도 재정 지출 확대에 동참

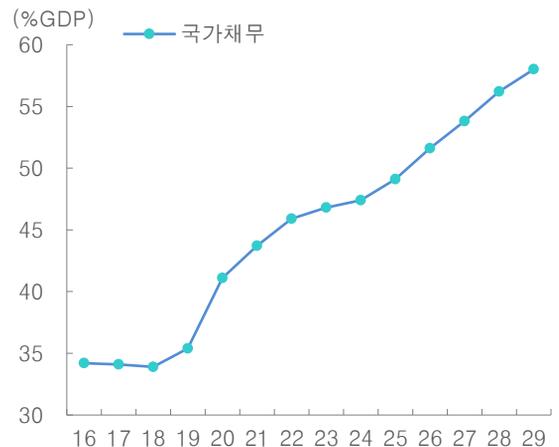
- [경기] 8월 수출 증가세 둔화, 3분기 내수 중심 성장 기대 유효
  - 8월 수출은 전월보다 증가세가 둔화, 1.3% 증가. 미국 상호관세 발효를 앞두고 증가했던 수출 수요가 마무리, 대미 수출 큰 폭으로 감소. 자동차는 9월 전기차 세제혜택 종료 앞두고 수출 수요 유지
  - 한편, 소비지표는 양호. 7월 소매판매가 2년 5개월만에 최대 폭으로 증가(전월비 기준, 2.5%)한 가운데 8월에도 소비자심리지수 상승세 지속. 정치 불확실성에 지연됐던 설비투자 수요도 회복
- [물가] 8월 국내 소비자물가는 1.7% 상승해 시장 예상 큰 폭 하회. 통신요금 할인에 따른 일시적 물가 하락 압력 확대에 기인, 9월 2%대 회복 예상. 이상 기후 등으로 농축산물 가격 상승은 부담
- [통화정책] 물가 하향 안정에도 부동산 시장 과열 경계에 한은은 기준금리 동결. 정부 추경 효과 반영해 올해 경제성장률은 0.1%p 상향 조정, 0.9% 전망. 한은의 금리 인하 기조가 마무리됐다고 보기는 어려우며, 부동산 가격 경계, 미국과의 금리차 부담 등이 금리 인하 속도 조절 요인으로 작용. 여전히 대외 불확실성에 따른 성장 둔화 우려가 남아있어, 재정정책과 공조 차원의 금리 인하 가능할 전망
- [재정정책] 26년 예산안 발표. 재정 지출 규모를 큰 폭 확대, 역대 최대 규모의 재정적자 우려. 전반적으로 시장 예상 수준이나 발행 부담 여전. 세수 관련 불확실성을 감안할 때 현재 예상보다 재정 적자 규모가 확대될 가능성도 여전
- 국내 주식 및 채권 모두 대내외 정책 불확실성 경계 필요. 주요 선진국 중심으로 재정 적자 우려에 장기 물 금리 부담이 지속되고 있는 가운데, 미국 주가 역시 정책 불확실성, AI 버블 우려 등으로 상승 탄력이 제한된 모습. 전반적인 투자 심리 악화가 국내 금융시장에도 영향. 대내적으로도 신정부 주가 부양 정책에 대한 의구심이 확대되며 부담 요인으로 작용

국내 소매판매 증가세 확대



자료: 통계청, 한국은행, 대신증권 Research Center

2026년 예산안, 국가 채무 빠른 증가 우려



자료: 기재부, 대신증권 Research Center

## Compliance Notice

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