

# 미국의 꽃놀이 패



2025.02.26

김준영 경제

02-709-2652  
elvis.kim@ds-sec.co.kr

김현지 연구원

02-709-2663  
guswl4461@ds-sec.co.kr

# Executive Summary



- 트럼프의 관세 정책은 미국에 주도권이 있다고 판단된다. 앞으로도 트럼프의 관세 압박은 계속될 것이다. 미국보다 관세율이 높은 유럽과 인도, 대미국 무역수지 흑자폭이 큰 중국, 부가가치세가 높은 유럽이 주요 타겟이 될 것으로 보인다. 한국은 상호 관세, VAT 이슈에서 한 발 떨어져 있어 상대적으로 피해를 덜 입을 가능성이 크다.
- 미국 경기는 사이클상 둔화로 접어드는 국면으로 보인다. 다만 유가 상방 압력이 크지 않아 스태그플레이션 우려는 기우에 가깝다. 매파적인 연준의 스탠스, 글로벌 경기 둔화 우려, 관세 불확실성은 2018~19년 흐름과 유사한 측면이 있다. 인플레이션보다는 성장에 초점을 뒀다 할 시점이라고 판단된다.
- 미국 채권금리는 하방이 더 크게 열려있다고 판단된다. QT 중단과 은행 규제 완화는 채권금리 하방 압력을 키우는 요인이다.

# Con- tents

## 미국의 꽃놀이 패 04

관세의 주도권은 미국에  
한국은 관세 정책의 영향이 적음

## 경제 현황 및 전망 14

둔화에 대한 우려  
물가와 고용 현황

## 통화정책 및 금리 전망 24

상반기 인하에는 인색할 것  
채권 강세 환경이 만들어지는 중

## Macro Appendix 31

경제 지표 일정

## 미국의 꽃놀이 패

### 관세의 주도권은 미국에

#### 관세 스케줄은 나왔다

##### 빠른 정책 이행

취임 초반 최근 정권 중에서 가장 많은 행정명령에 서명하며 2기 행정부의 존재감을 과시하는 트럼프다. 무역수지 적자폭을 줄이고 자국 제조업의 경쟁력 강화, 관세 세 수 확충 등의 배경이 있다. 임기 초반부터 적극적인 정책 드라이브가 확인되고 있다.

중국산 제품에 대한 10% 추가 관세는 이미 부과되었다. 협상의 여지가 남아있으나 현재 상황에서 예정되어 있는 관세 스케줄은 3월 4일에 시작될 캐나다와 멕시코에 대한 25% 관세이다. 철강과 알루미늄 제품에 대한 25% 관세는 3월 12일부터 적용 될 예정이다.

##### 현재 관세 스케줄은 4월 초까지

상호 관세에 대한 협상 테드라인은 4월 1일로 예정되어 있다. 인도는 미국과 정상회담을 빠르게 진행했으나 여전히 관세에 대해서는 미지수다. 인도의 적극적인 미국산 제품에 대한 관세 인하가 없다면 미국은 언제든 관세로 압박할 것으로 보인다. 4월 2일에는 반도체와 자동차, 의약품 등에 대한 관세가 공식 발표될 예정이다. 관세가 현실화되기 전 협상 내용이 서서히 쏟아져 나올 수순이다.

표1 트럼프의 관세 스케줄

대상국	관세 내용	현황	법적 근거	보복 조치
대다수 국가	철강 및 알루미늄 25% 관세	3월 12일 발효	제232조	EU 및 기타 국가들의 보복 예고
캐나다, 멕시코	대부분 품목 25% 관세, 캐나다 에너지 10% 관세	3월 4일로 연기	IEEPA	캐나다는 1,070억 달러 상당 미국 제품 대상 보복; 멕시코는 추후 보복 예고 (상세 내용 미정)
중국	모든 품목 10% 관세	2월 4일 발효; 소액 면제 조항 차단된 후 재승인	IEEPA	중국, 140억 달러 상당 미국 제품 보복
콜롬비아	모든 품목 25% 관세, 일주일 후 50%	1월 26일 관세 위협 후 합의	이민 '비상사태'	콜롬비아는 미국 제품에 25% 관세 위협
모든 국가	상호 관세	2월 13일 발표, 검토 기한 4월 1일, 인도와 협상 예정	제302조, 제232조, IEEPA 가능성	EU 및 기타 국가들의 보복 예고
모든 국가	자동차, 반도체, 의약품 25% 관세	4월 2일 발효 예정	추후 결정 예정	추후 결정 예정

자료: DS투자증권 리서치센터

## 미국의 꽃놀이 패

### 관세는 협상의 카드

트럼프의 관세 전쟁은 취임 초반부터 시끄럽다. 트럼프 2기는 최근 들어서 트럼프 1기 때보다 빠른 속도로 행정명령에 서명했다. 적극적인 공략 이행 의지와 기존 정권의 색깔 지우기가 배경이다. 트럼프는 미국이 우위에 있는 싸움이라는 것을 알고 있다. 치킨게임(상호관세 부과와 경우)으로 접어들면 미국이 유리하다는 것을 알고 있다. 관세를 협상의 카드로 활용할 가능성이 커 보인다.

GDP 대비 수출입의 규모로 접근해 보면 미국은 갑의 위치에 있다. 멕시코와 캐나다는 수출입 규모가 GDP의 60% 이상 수준이다. 반면 미국은 약 25% 수준이다. 미국보다 타격이 더 클 수밖에 없다.

### 캐나다와 멕시코의 미국 의존도는 높음

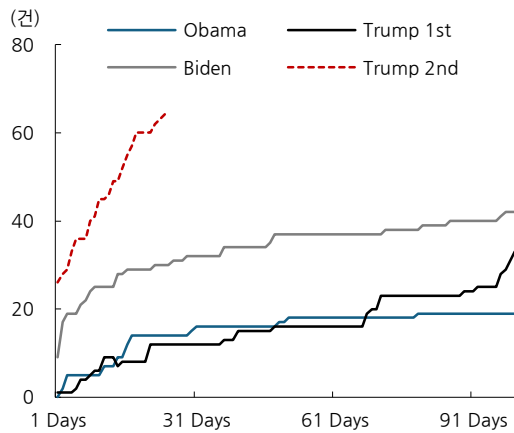
캐나다 수출의 78%는 미국향이며 멕시코 수출의 80%가 미국향이다. 반면 미국의 수입 중 14%는 캐나다, 15%는 멕시코로부터 들어온다. 멕시코와 캐나다의 미국향 수출 비중이 미국 수출 중 멕시코와 캐나다의 비중보다 훨씬 크다. 캐나다와 멕시코가 반발하지만 결국 주도권은 미국에 있다고 볼 수 있다.

반면 중국 수출 중 미국향 수출은 15%, 미국 수입 중 중국산 재화 수입 비중은 14% 수준이다. 물론 멕시코를 통한 우회 수출이 있겠으나 직접적인 경제적 타격은 멕시코와 캐나다에 비해 상대적으로 적다고 볼 수 있다.

경제 구조를 고려했을 때 미국이 협상 테이블에서 우위에 서 있는 것으로 보인다. 멕시코와 캐나다에 대한 관세가 임기 초반부터 이목을 이끌고 있는데 트럼프는 마약과 이민자, 캐나다의 에너지 수출 등 미국 국익에 반하는 부분을 해결하기 위한 협상 카드로 활용할 가능성이 크다.

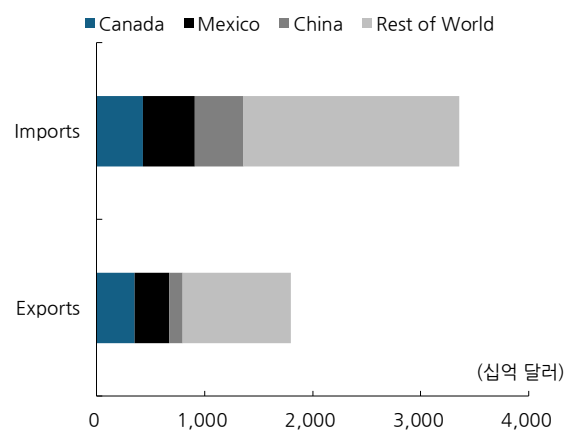
트럼프도 관세 치킨게임으로 넘어가는 것을 원하지 않는 것으로 보인다. 관세에 강경한 스탠스를 보이고 있는 반면 트럼프의 실리주의적 성향이 드러나는 부분이 있기 때문이다. 미국이 두 번째로 수입을 많이 하는 품목은 에너지다. 이 에너지의 대부분을 캐나다에서 수입한다. 트럼프는 캐나다와 멕시코에 25% 관세를 부과하겠다고 선언했으나 캐나다산 에너지에 대한 관세율은 10%로 낮게 책정했다. 멕시코산 에너지는 관세율 인하에서 제외되었다. 미국에 피해를 최소화하면서 관세 부과 압박을 키우고 있다. 다시 위대한 미국을 만들기 위해 자국에 큰 충격 없는 수준에서 협상을 통해 관세를 부과할 것으로 보인다.

그림1 임기 첫 100일 동안 서명한 행정명령 건수



자료: Federal Register, DS투자증권 리서치센터

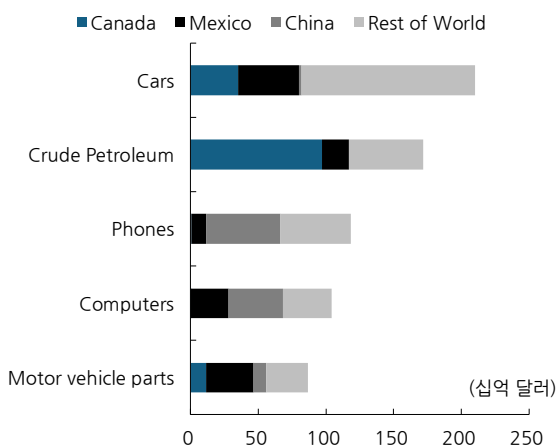
그림2 캐나다, 멕시코, 중국이 미국 무역의 절반을 차지



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: 2023년 미국의 상품 무역 기준

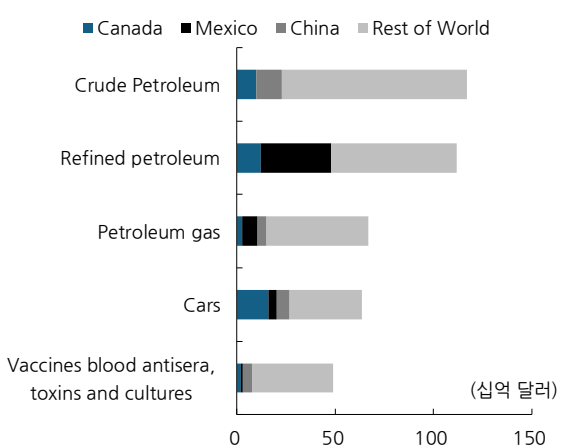
그림3 가장 영향을 많이 받는 미국 수입품은 자동차



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: HS4 기준의 미국 수입품 상위 5개, 2023년 기준

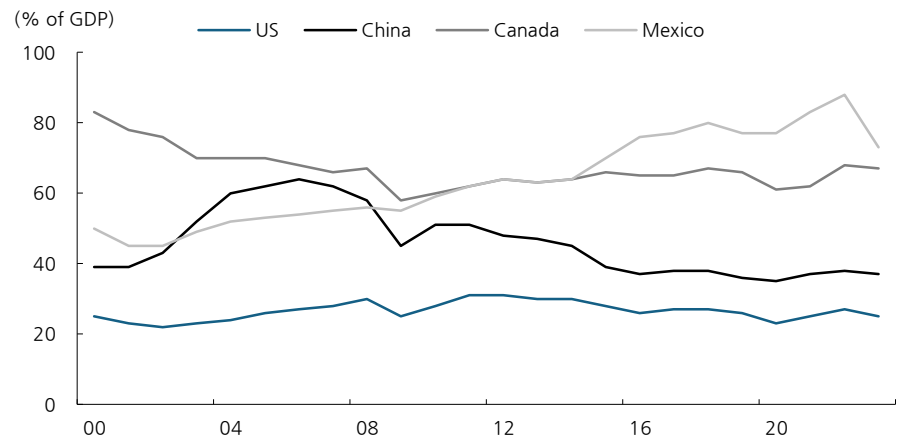
그림4 가장 영향을 많이 받는 미국 수출품은 에너지



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: HS4 기준의 미국 수출품 상위 5개, 2023년 기준

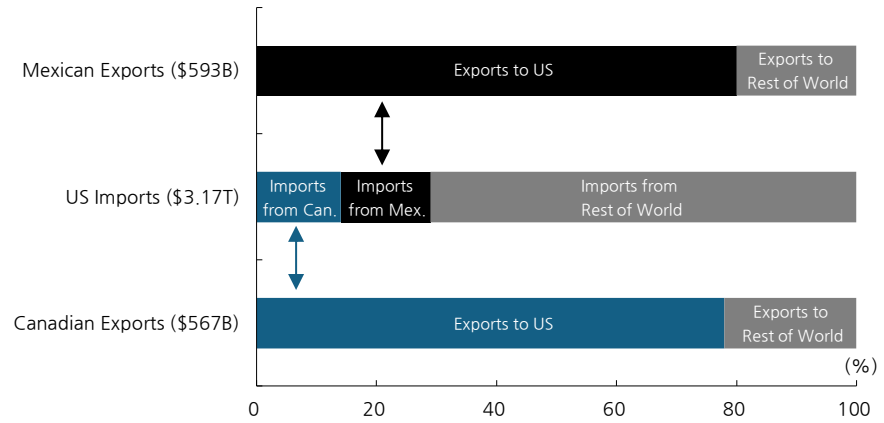
그림5 캐나다와 멕시코의 무역 의존도는 매우 높음



자료: World Bank, DS투자증권 리서치센터

주: GDP 대비 무역 비중

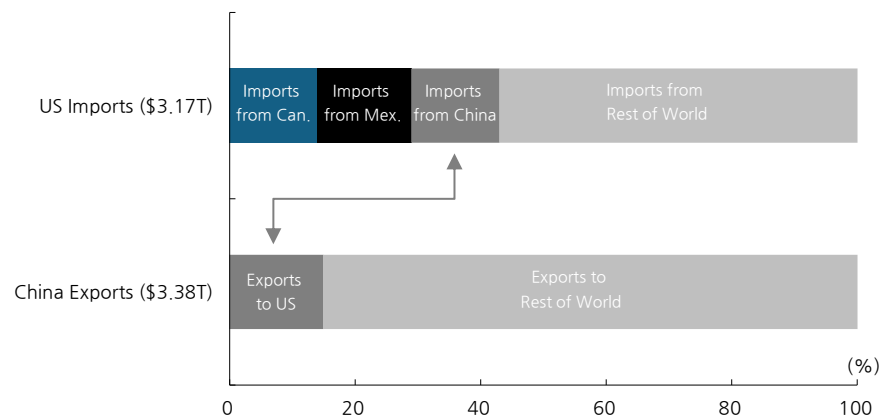
그림6 캐나다와 멕시코 무역에서 차지하는 미국 비중이 그 반대보다 훨씬 큼



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: 2023년 기준

그림7 중국의 수출에서 미국이 차지하는 비중은 크지 않음



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: 2023년 기준

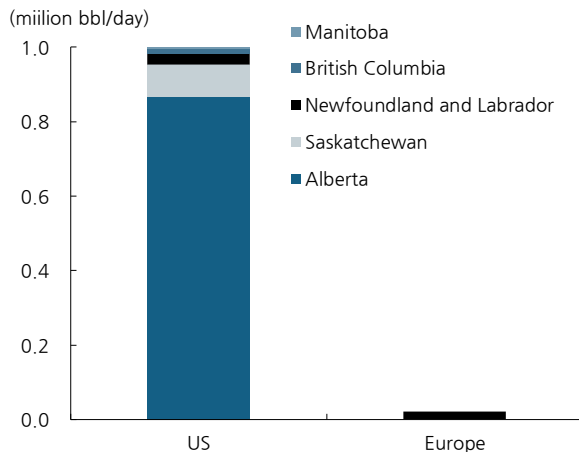
## 미국은 캐나다의 최대 에너지 무역 파트너

캐나다도 미국도 서로  
적대적일 수 없음

미국은 캐나다의 최대 에너지 무역 파트너이다. 미국 입장에서 캐나다도 중요한 에너지 수입원이지만 캐나다 입장에서 미국과 적대적인 관계를 유지할 수 없는 경제 구조를 가지고 있다. 트럼프의 관세 부과에 캐나다는 반발했으나 트뤼도 총리의 지율이 낮은 점을 감안하면 미국과 원활한 협상으로 가닥이 잡힐 가능성이 크다.

2024년 기준 캐나다의 원유 수출은 총수출의 16%를 차지했고 그 중 97%가 미국으로 향했다. 동시에 미국 또한 에너지 수입의 대부분을 캐나다에 의존한다. 천연가스의 99%, NGL(천연가스액)의 95%, 전기 에너지의 85%, 원유의 60%를 캐나다에서 수입한다. 지정학적 리스크가 적으며 WTI보다 할인된 가격에 수입할 수 있다. 미국과 캐나다는 타 국가에 비해 밀접한 연관이 있어 갈등의 폭이 깊어지기 힘들 것으로 보인다.

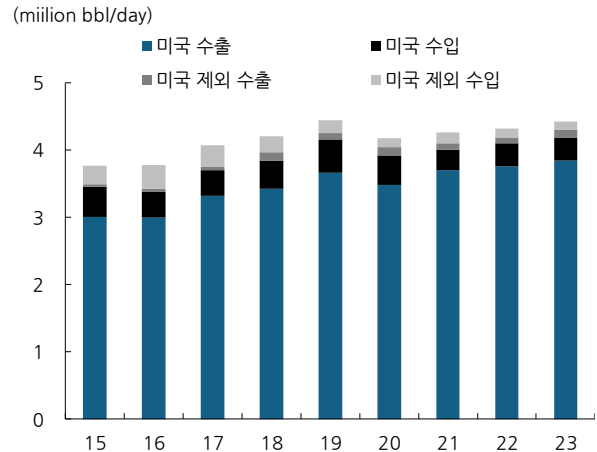
그림8 유럽향 수출은 미미



자료: CIMT, DS투자증권 리서치센터

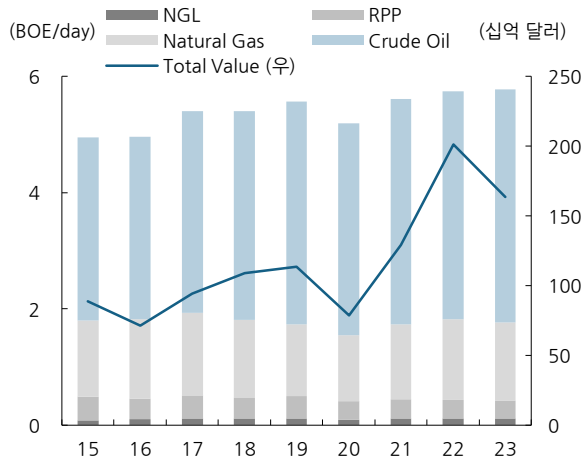
주: 유럽은 영국, 네덜란드, 독일, 프랑스 포함

그림9 캐나다의 미국 의존도는 높을 수밖에 없음



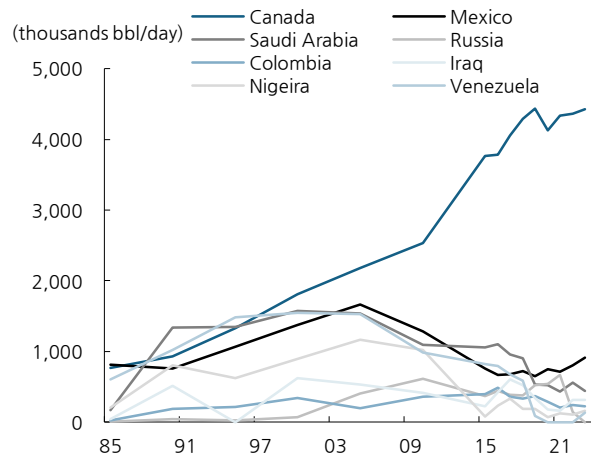
자료: CIMT, DS투자증권 리서치센터

그림10 캐나다의 에너지 상품별 수출 추이



자료: CIMT, DS투자증권 리서치센터

그림11 미국 석유 수입의 대부분은 캐나다로부터



자료: CIMT, DS투자증권 리서치센터



## 한국은 관세 정책의 영향이 적음

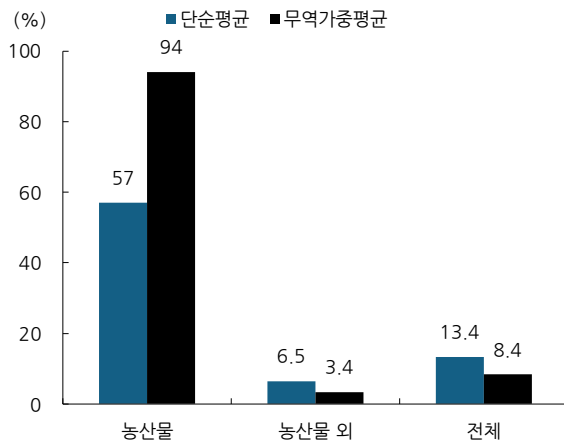
### 상호 관세는 한국에는 큰 타격이 없을 것

상호 관세로 인한 피해는 적을 것

트럼프의 '상호 관세'를 내세우며 미국에 대한 관세 부과에 적대심을 드러냈다. 미국이 수입품에 부과하는 관세를 다른 국가들이 미국 제품에 부과하는 관세와 동일한 수준으로 부과하겠다는 것이다. 트럼프는 미국의 과세가 높다는 불만이 생기면 미국산 수입품의 관세를 낮추거나 없애면 된다는 강한 코멘트를 내기도 했다.

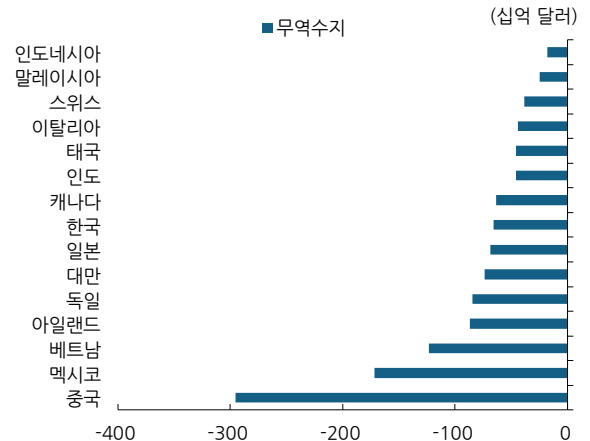
트럼프가 말하는 상호 관세는 한국에는 큰 타격이 없을 것으로 보인다. 이미 FTA를 체결하여 대부분의 미국산 수입품에 대한 세율은 0%대다. 기재부는 현재 대미 수입품에 대한 평균 관세율은 0.79%로 낮은 수준이라고 대응했다. 상호 관세의 영향은 현재 미국보다 관세가 더 높은 국가를 타겟한 것으로 보인다. 주요 지역으로는 유럽과 인도가 있다.

그림12 한국의 최혜국 관세율



자료: WTO, DS투자증권 리서치센터

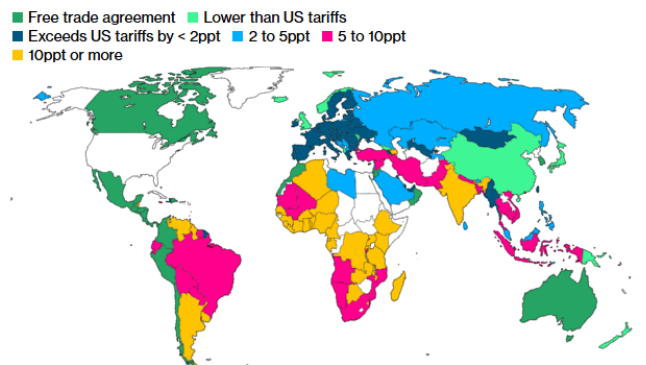
그림13 무역수지 적자폭이 큰 국가에 불만이 많은 미국



자료: UN Comtrade, DS투자증권 리서치센터

주: 2024년 기준

그림14 미국보다 관세율이 높은 유럽과 인도가 타겟이 될 수밖에 없음



Source: UNCTAD TRAINS, Office of the United States Trade Representative  
 Note: Uses simple average (effectively applied rates) from latest year available (2023 or earlier). Uses EU average for all EU countries. US-China accounts for all additional tariffs (Bloomberg Economics' estimates.). Mapped data show tariffs for distinct economies.

자료: UNCTAD, DS투자증권 리서치센터

## 빈틈이 있으면 공격하는 트럼프 feat. VAT

VAT는 모든 밸류체인  
단계마다 부과되는 세금

부가가치세(VAT)는 재화나 서비스가 생산되거나 유통될 때마다 발생하는 가치에 대해 세금을 부과하는 방식이다. 단 수출 과정에서 발생하는 부가가치에 대해서는 환급해 준다. 하지만 기타 지역의 VAT는 미국 기업에 불리하게 작용하지 않는다. 미국에서는 밸류체인 단계마다 세금을 부과하지 않는다. 재화나 서비스를 구매하는 최종 소비자에게 부과한다.

한국은 VAT가 낮은 편

미국 정부는 마지막 수출업자에게 VAT를 부과하지 않고 환급해 주는 행위가 불공정하다는 입장이다. 한국은 캐나다와 스위스에 이어 낮은 편에 속한다. 캐나다 VAT는 5%이나 주별로 상이하며 스위스는 8.1% 부과하고 있다. 한국은 1977년 부가세를 도입하고 48년 동안 세율(10%)이 고정되어 있다.

미국의 판매세율보다 기타 국가의 VAT가 더 높다면 이는 불합리하다고 볼 수 있다. 유럽의 부가세율이 20%대 수준이며 미국은 판매세 명목으로 주별로 다르지만 약 4~10% 정도 부과한다. 미국산 제품이 유럽에서 판매될 때 VAT만큼 부과된다. 반면 유럽산 제품이 미국에서 판매될 때는 후방 밸류체인에서의 VAT와 최종 판매가격에 대한 판매세율이 매겨진다. VAT 유무가 수출 장벽으로 작용하진 않는다. 다만 트럼프는 높은 VAT에 대한 인하 압박을 지속할 수도 있다.

글로벌 주요국 중에서 한국은 VAT가 캐나다와 스위스 다음으로 가장 낮다. 트럼프가 타겟하는 지역은 유럽이다. 한국은 트럼프의 정책에 덜 노출되어 있는 상황이다.

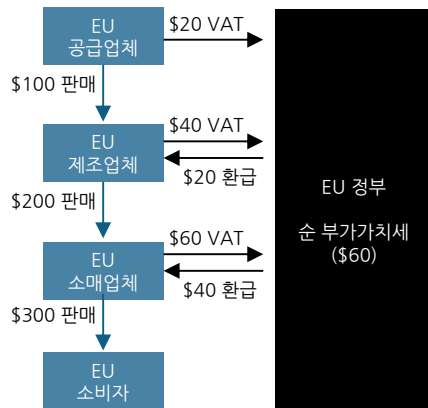
표2 OECD 회원국 부가가치세 표준세율

국가	표준세율 (%)	국가	표준세율 (%)	국가	표준세율 (%)
헝가리	27	리투아니아	21	칠레	19
스웨덴	25	네덜란드	21	이스라엘	17
노르웨이	25	라트비아	21	룩셈부르크	17
덴마크	25	벨기에	21	멕시코	16
아이슬란드	24	체코	21	뉴질랜드	15
그리스	24	오스트리아	20	코스타리카	13
핀란드	24	슬로바키아	20	호주	10
포르투갈	23	영국	20	한국	10
아일랜드	23	프랑스	20	일본	10
폴란드	23	튀르키예	20	스위스	8.1
이탈리아	22	콜롬비아	19	캐나다	5
에스토니아	22	독일	19		

자료: OECD, DS투자증권 리서치센터

주: 캐나다는 주별로 5~15% 별도 부과

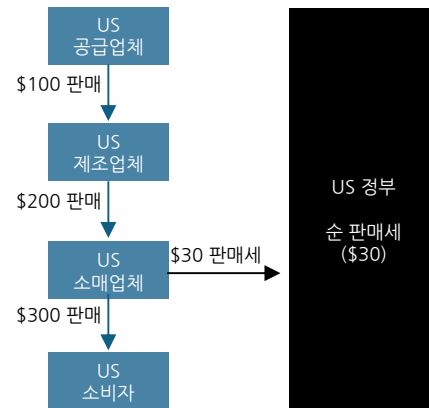
그림15 유럽 기업이 유럽 내에서 판매하는 경우



자료: DS투자증권 리서치센터

주: EU 정부 VAT 20% 부과

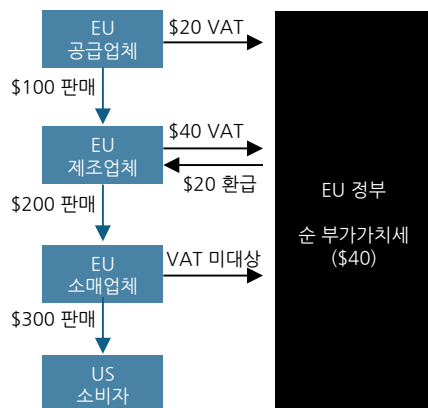
그림16 미국 기업이 미국 내에서 판매하는 경우



자료: DS투자증권 리서치센터

주: US 각 주는 평균적으로 판매세 5~10% 부과

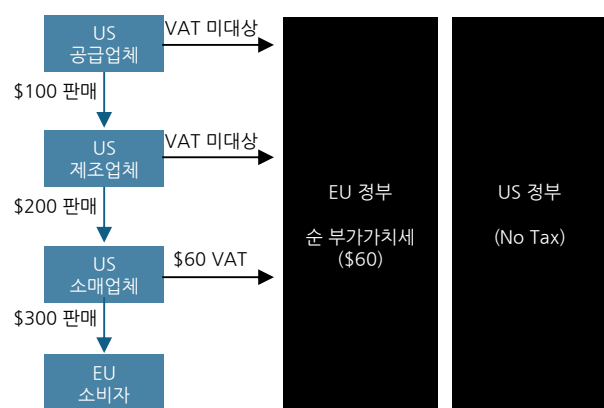
그림17 유럽 기업이 미국으로 수출하는 경우



자료: DS투자증권 리서치센터

주: EU 정부 국내 판매업체 대상 VAT 20% 부과, 수출업체는 VAT 미 부과대상

그림18 미국 기업이 유럽으로 수출하는 경우



자료: DS투자증권 리서치센터

주: EU 정부 VAT 20% 부과

## 관세는 인플레이보다 성장의 이슈

스태그 우려 확대  
but 가능성은 낮음

스태그플레이션 우려가 조금씩 확대되고 있으나 유가 하락이 동반되고 있어 경기 둔화는 다플레 압력으로 이어질 수 있다는 입장이다. 성장과 물가를 동시에 걱정해야 하는 상황보다는 둘 중 하나만 걱정하면 된다. 유가와 증시가 선반영될 경우 인플레이션이 해소된다. 혹은 통화정책 피벗까진 부족한 물가 데이터 속에 연준의 긴축과 관세 현실화 등으로 성장 둔화폭이 커질 가능성도 있다.

전자의 가능성이 조금 더 크다는 판단이다. 연초 이후 증시 흐름이 좋은 배경에는 트럼프의 관세 부과 시점이 점차 미뤄졌기 때문이다. 만약 트럼프가 관세 부과를 협상을 위한 카드로 사용하지 않고 높은 관세를 바로 부과한다면 이는 글로벌 성장 둔화 우려와 증시 조정이 불가피하다.

관세는 인플레이보다 성장의  
이슈

관세는 그 자체로 인플레이 요인이지만 중장기적 관점에서는 성장의 이슈로 보인다. 관세로 인한 인플레이션은 일회성 가격 상승이지만 성장 둔화는 여러 분기에 걸쳐 지속될 것이다. 트럼프 1기 당시 관세 부과에도 인플레이 압력이 확인되지 않는다. NBER 연구에 따르면 관세 여부가 재화의 가격 등락에 결정적인 영향을 주지 못했다. 하지만 관세는 동시에 성장에 대한 불확실성도 키운다. 성장 둔화는 유가 하락과 증시 조정으로 이어질 것이다. 이는 2018~19년 흐름과 유사하다.

2018년 긴축 사이클과  
유사한 측면

인플레이 우려를 포함한 경제정책 불확실성은 연준을 긴축적인 스탠스에서 벗어나지 못하게 하고 있다. 이는 2018년과 유사하다. 2019년 당시에도 연초 2회 추가 인상이 있을 것으로 봤으나 증시 하락폭이 커지면서 사실상 인상이 끝났음을 선언했다. 당시 주식시장은 관세와 사이클상의 성장 둔화 그리고 긴축적인 연준의 스탠스에 따른 우려 속에 하락했다.

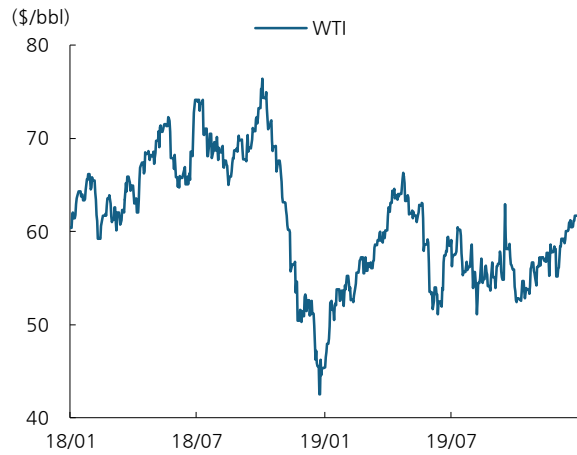
Too much hawkishness?

2018년 4분기 연준의 FOMC 내부 자료를 보면 무역 분쟁이 기업의 투자 둔화를 유발하고 있다고 우려한다. 트럼프 1기의 감세 기대감 속에 잘 보이지 않았지만 경제 일부가 취약해지고 있었다는 언급이 있다.

물가 우려보다는 성장 둔화  
우려가 더 큼

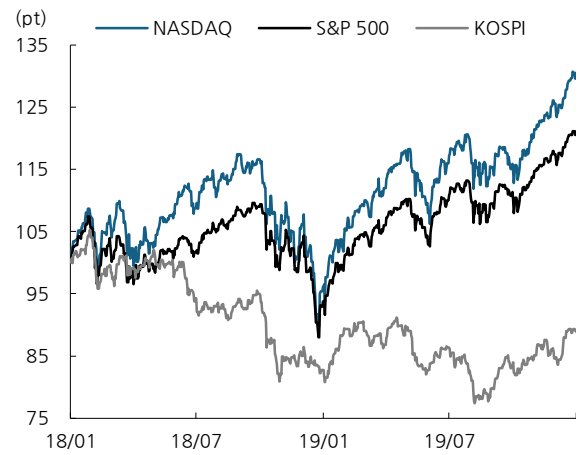
지금도 표면적으로 나쁘지 않은 데이터와 관세에 따른 인플레이 불확실성 등으로 긴축적인 기조가 이어지고 있다. 하지만 유가 하락은 인플레이 상방 리스크를 줄여준다. 경기 하방 리스크가 상대적으로 더 크다는 판단이다.

그림19 성장 우려에 유가 하락



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

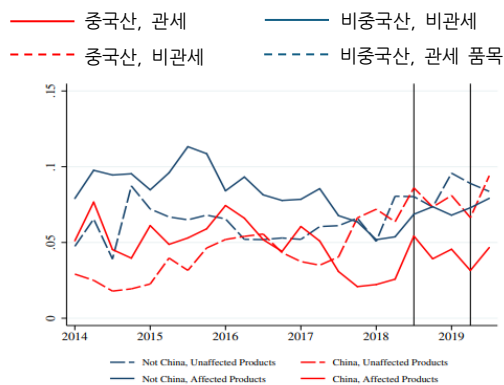
그림20 주식시장의 하락은 연준의 비둘기파적인 전환을 만듦



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2018.01.01=100 지수화

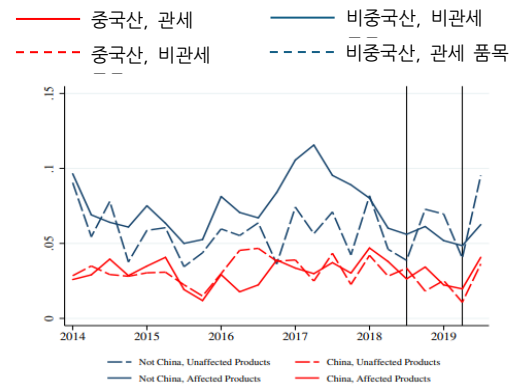
그림21 가격이 하락한 재화의 비중



(a) Price Decreases

자료: NBER, DS투자증권 리서치센터

그림22 가격이 상승한 재화의 비중



(b) Price Increases

자료: NBER, DS투자증권 리서치센터

## 경제 현황 및 전망

### 둔화에 대한 우려

#### 사이클상의 경기 둔화 우려

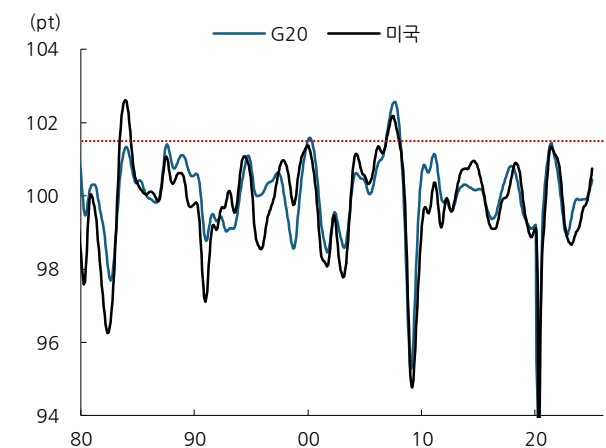
미국 경제에 대한 불확실성은 확대되었다는 판단이다. 작년 4분기 높아진 장기물 금리와 연준의 매파적 스탠스에서 비롯되는 긴축적인 효과, 헤드라인 지표에 비해 질적으로 약해진 고용시장, 트럼프의 무역정책 불확실성, 글로벌 전반의 성장 기대감 소폭 하락 등 고려해야 할 사항이 많다.

#### OECD 선행지표 상, 고점에 다다른 미국 경기

OECD 선행지수 상으로 미국은 사이클 고점에 빠르게 근접하고 있다. 1990년 이후 미국 OECD 선행지표의 고점은 8번 형성되었고 평균적으로 101.24pt 수준을 기록했다. 증시가 포함되어 있어 닷컴버블 당시 선행지표가 우상향했듯이 실물경제를 온전히 반영하지 못하는 경우도 있다. 현재 1월 기준 미국은 100.74pt를 기록하고 있다. 사이클상 경기 고점이 얼마 남지 않았다고 볼 수도 있다. 달러 유동성 지수 또한 연준의 꾸준한 QT로 줄어들고 있으며 이는 역사적 경기 사이클과 유의미한 선후관계가 있었다.

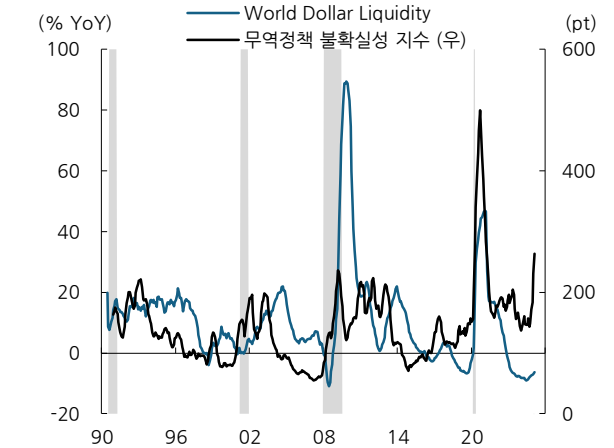
소비자 심리지수는 고용시장의 균열과 높은 물가에 대한 저항 등이 반영된 것으로 보인다. 고용시장의 질적 둔화 속에 소비자의 소득 기대감은 하락하고 여기서 비롯되는 소비 둔화 가능성을 열어둘 필요가 있다.

그림23 OECD 선행지표 상에서의 사이클 고점 임박



자료: OECD, DS투자증권 리서치센터

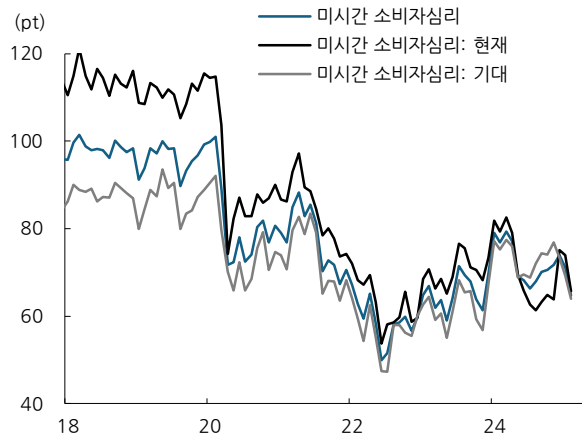
그림24 조심해야 할 시점



자료: FRB, Baker, Bloom and Davis, DS투자증권 리서치센터

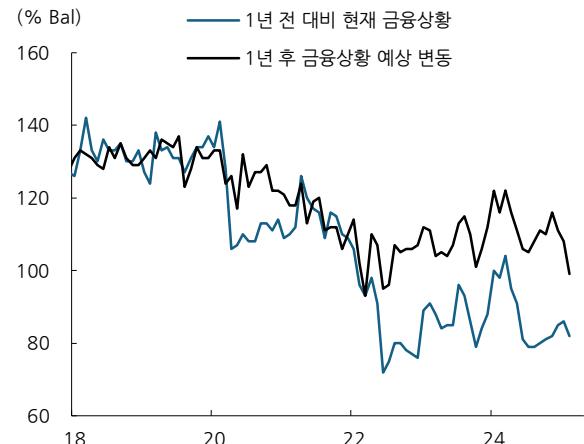
주: 무역정책 불확실성 지수는 6개월 이동평균

그림25 둔화되기 시작한 소비자 심리



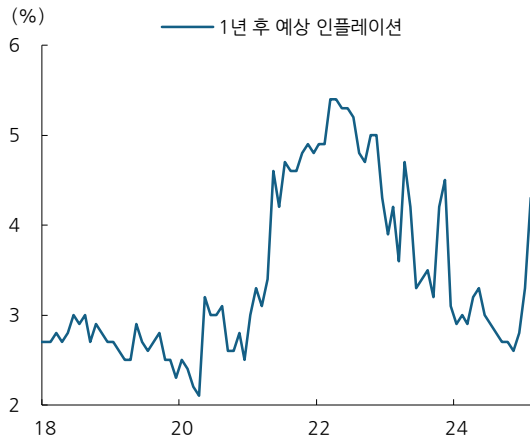
자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림26 향후 재정 상황에 대한 기대



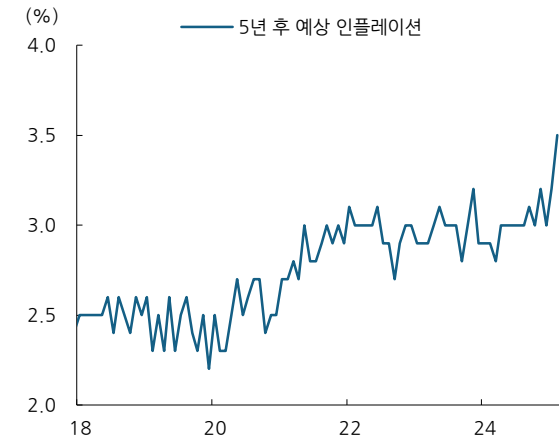
자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림27 단기 기대인플레이션은 일시적일 수 있음



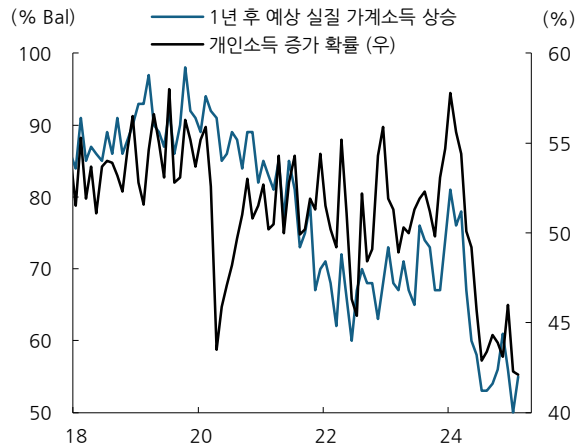
자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림28 장기 기대인플레이션 상승은 물가에 대한 우려를 보여줌



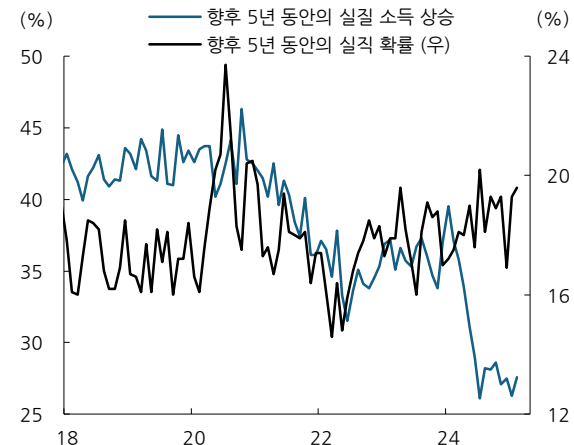
자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림29 향후 소득에 대한 자신감이 떨어짐



자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림30 고용에 대한 불안감 확대



자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

## 제조업은 개선? 서비스는 둔화

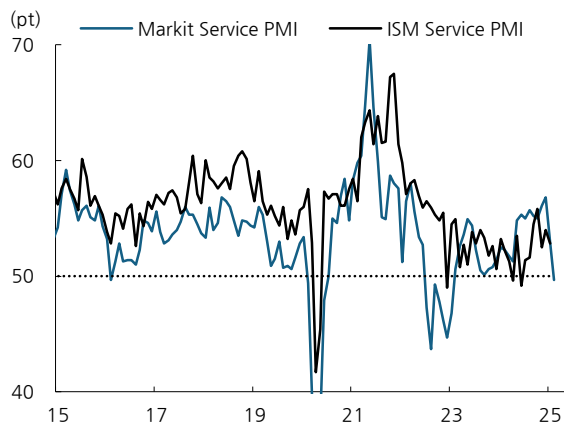
### 서비스 PMI 둔화

미국 서비스 PMI 둔화폭이 크다. ISM PMI와 Markit PMI에서 모두 확인되는 현상이다. Markit 서비스업 PMI 49.7pt를 기록하며 2023년 1월 이후 가장 낮은 수준으로 50선을 하회했다. ISM 서비스업 PMI는 코로나 이전 수준을 회복하지 못하고 고꾸라졌다. 고용의 둔화, 소비자 심리 둔화와 맞물렸다는 점이 유의미하다. 미국을 이끌던 핵심 부문에서 둔화 시그널이 확인되고 있다.

### 제조업 개선은 하방을 막아주는 요인

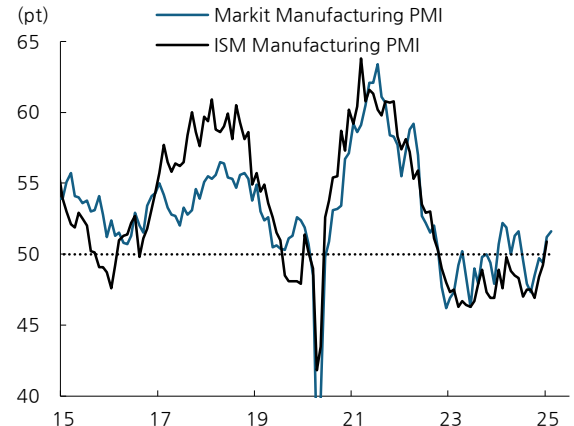
제조업 PMI는 두 지수 모두 50선을 상회했다. 하지만 이는 재고가 코로나 이전 수준보다 소폭 낮은 가운데 트럼프 정책 불확실성에 따른 수입 및 소비를 앞당겨 한 배경으로 보인다. 일시적 반등일 가능성도 배제할 수 없다. 서비스가 둔화되는 자리를 제조업이 채워줄 수 있을 정도로 제조업 경기가 좋진 않다. 미국 고용 중에서 80% 이상은 서비스 일자리로 구성되어 있다. 경기 하방 압력을 완화시켜 주는 요인이지만 경제 사이클을 현재 수준으로 유지할 수 있는 요인은 아니라는 판단이다.

그림31 서비스 둔화에 시장은 주목



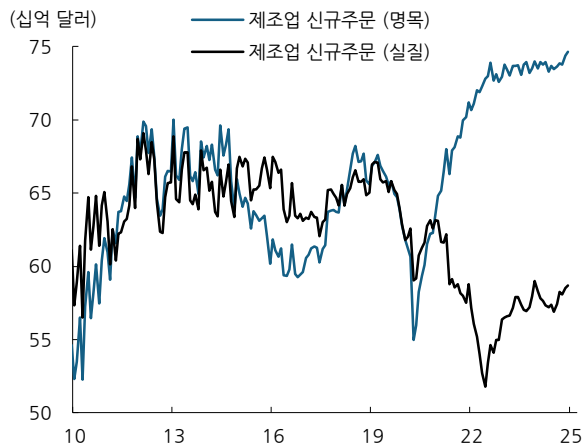
자료: S&P Global, ISM, DS투자증권 리서치센터

그림32 제조업은 반등? 서비스는 둔화



자료: S&P Global, ISM, DS투자증권 리서치센터

그림33 물가를 감안하면 자본재 주문은 크게 줄어드는 중



자료: Census Bureau, BLS, DS투자증권 리서치센터

주: 실질 데이터는 2020.01 PPI 기준

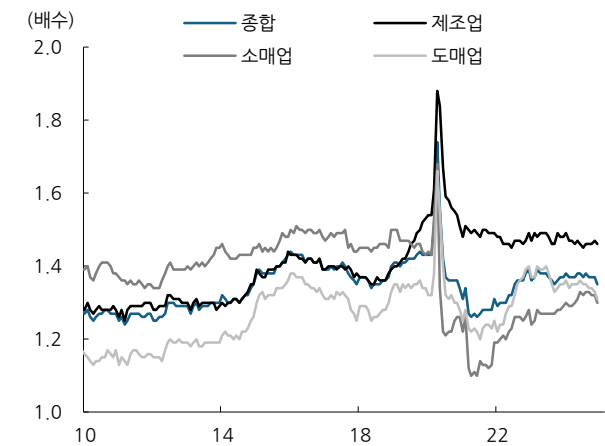
그림34 제조업 신규주문은 제자리 (실질 데이터로는 역성장)



자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

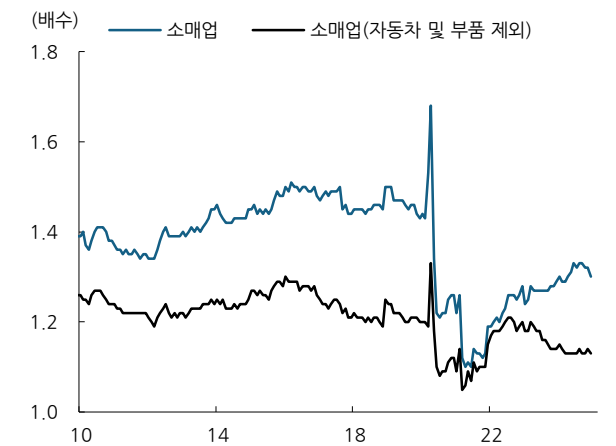


그림35 산업별 재고율



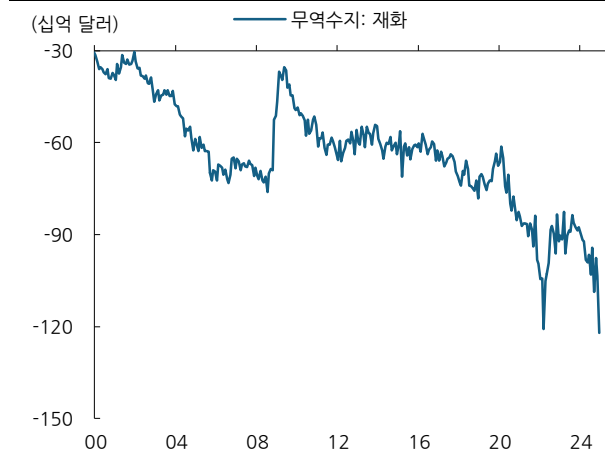
자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림36 소매업은 재고율이 유난히 낮은편



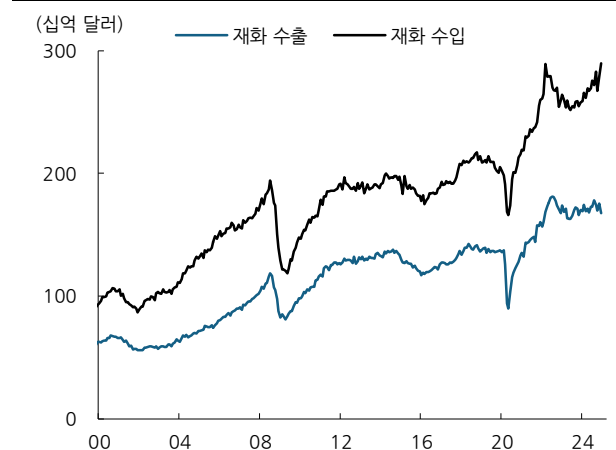
자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림37 무역수지 적자폭은 커졌음



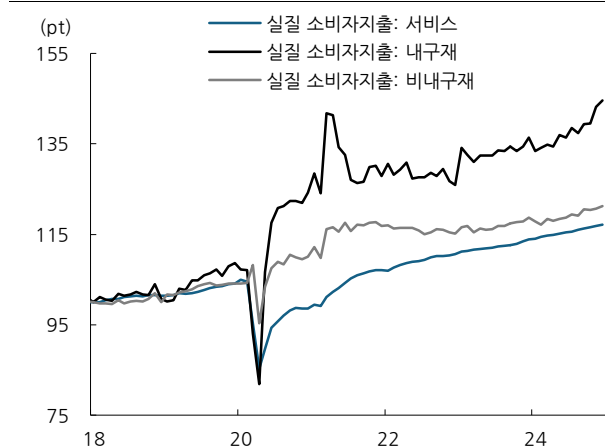
자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림38 재화 수출 및 수입



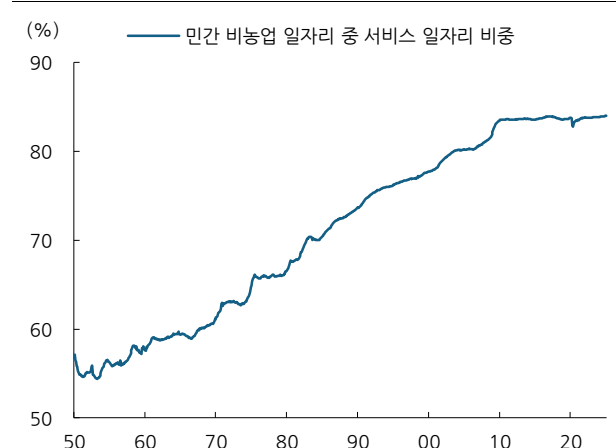
자료: Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림39 개인소비자지출은 내구재 중심으로 확대



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림40 서비스 일자리 비중이 훨씬 큼



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

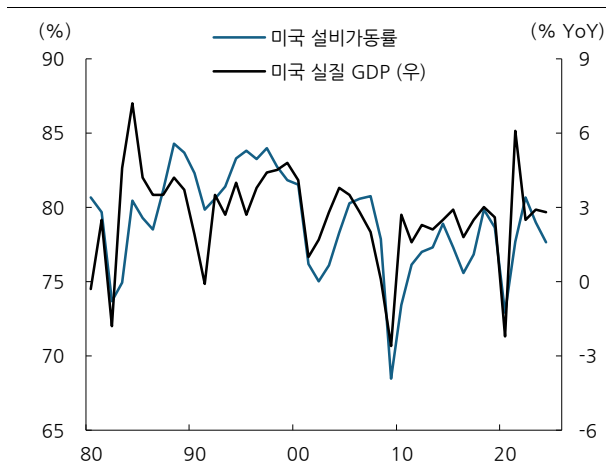
## 글로벌 제조업 가동률 사이클

가동률 둔화는 성장 둔화  
리스크가 커지고 있음을  
시사

글로벌 전반적으로 설비가동률은 우하향 추세를 그리고 있다. 소비, 고용 등의 지표와는 전혀 다른 모습을 보이고 있다. 가동률 하락은 역사적으로 대부분 실업률 상승과 경기 둔화로 이어졌다. 자원이 효율적으로 분배되지 않았으며 리스탁킹 수요가 없다는 점은 향후 경기 흐름이 양호하지 않다는 것을 의미한다.

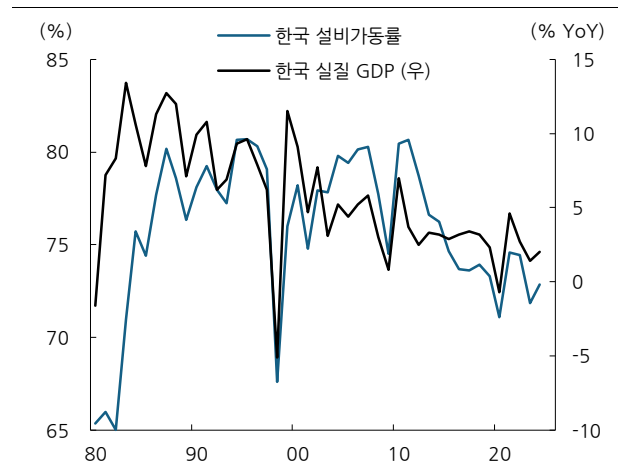
흥미로운 점은 국가별 경제 상황이나 통화정책 경로가 다르지만 거시적으로 가동률 추이는 유사한 궤적을 보인다. 글로벌 경기 사이클은 동조화된다는 것을 잘 보여준다. 선진국 전반의 경기 흐름을 가늠하는데 좋은 지표다. 경기 전반이 둔화 사이클에 있다는 것을 시사한다. 작은 시그널에도 주의를 기울여야 하는 시기라는 판단이다.

그림41 미국 설비가동률 & 실질 성장률



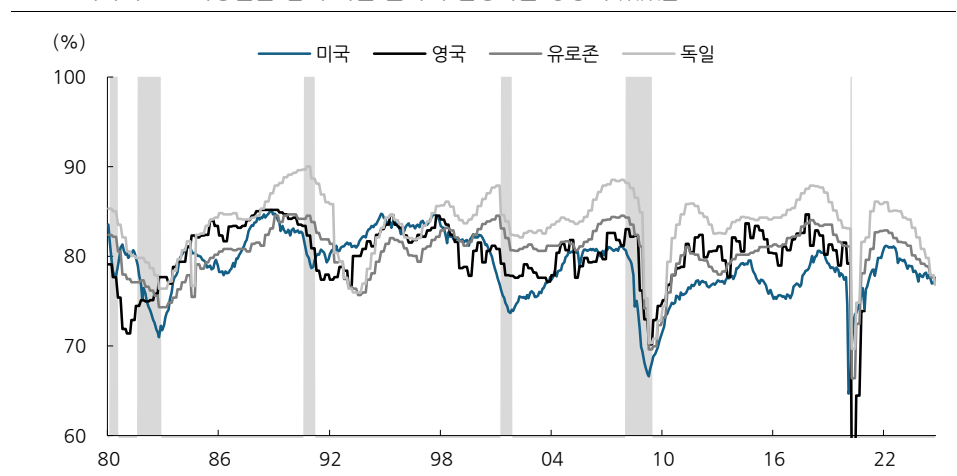
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림42 한국 설비가동률 & 실질 성장률



자료: 통계청, 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림43 역사적으로 가동률은 침체 혹은 둔화에 선행하는 경향이 있었음



자료: FRB, Eurostat, 투자증권 리서치센터

## 물가와 고용 현황

### 물가에 대한 걱정은 줄어드는 중

#### 주거비가 문제

물가의 절반은 서비스 물가로 구성되어 있다. 서비스 물가의 60% 이상은 주거비로 구성되어 있다. 주거비의 상방 압력이 줄어들고 있다는 점은 고무적이다. 민간 임대료 증가율은 코로나 이전 수준으로 돌아간 지 오래다. 주거비를 제외한 근원 인플레이션 슈퍼코어 인플레이션은 헤드라인 2% 수준을 기록하고 있다.

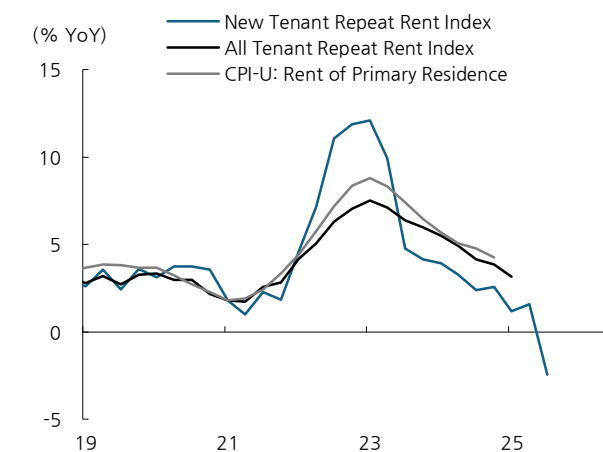
#### CPI 주거비는 현실 반영이 느림

CPI에 계산되는 임대료는 주택 계약의 평균이다. 과거의 계약도 포함되어 최근 가격 변화를 포착하는데 어려움이 있다. 장기이평선처럼 서서히 둔하게 움직인다. 최근 계약 건수가 적어지면 가격 반영이 느려지는 단점이 있다. 모기지 금리가 상승하면서 신규 거래가 줄어든 영향이 주거비 하락을 지연시키는 요인으로 지목되고 있다.

이를 선행하는 지수가 두 개 있다. CPI와 같은 출처인 BLS에서 발표된다. 신규 세입자 반복 임대료 지수(NTRR)와 전체 세입자 반복 임대료 지수(ATRR)가 있다. 이 두 데이터는 최근 계약을 반영하며 NTRR의 경우 신규 계약만 계산한다. ATRR과의 차이점은 기존의 계약이 재계약되는 경우 등이 빠져있는데 재계약의 경우 신규계약에 비해 최근 시세를 온전히 반영하지 못한다는 단점이 있다.

이 두 데이터는 CPI 주거비를 1~3개 분기 선행한다. 최근 임대료 증가율 추이를 살펴보면 향후 주거비는 안정적인 우하향 추이를 그릴 것으로 보인다. CPI 주거비는 등락폭이 크다. 한 번 낮게 나오면 다음 달엔 높게 나올 확률이 높은 데이터지만 중장기적으로 하향 안정될 가능성이 높은 것으로 보인다.

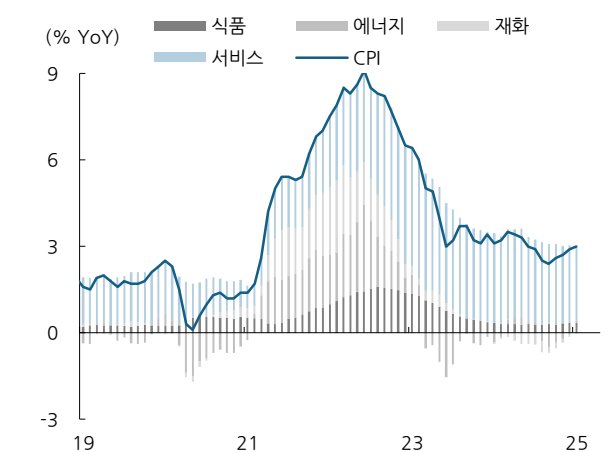
그림44 주거비를 선행하는 데이터들



자료: Cleveland Fed, BLS, DS투자증권 리서치센터

주: NTRR 3분기 선행, ATRR 1분기 선행

그림45 여전히 물가 상승의 대부분은 서비스에서 기인



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

## 유가의 하방 압력

물가 전반에 주는 영향이  
큼

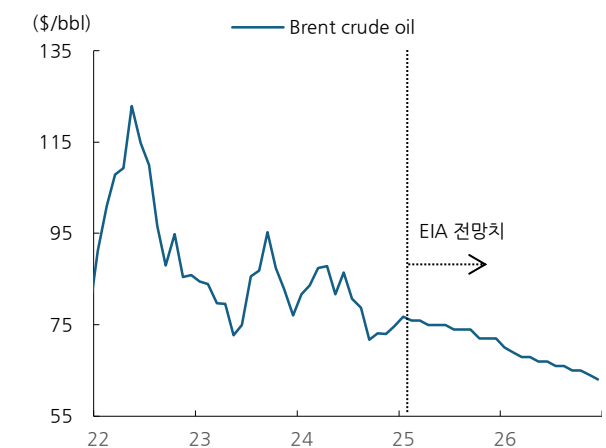
물가에서 에너지가 차지하는 비중은 6~7% 수준이다. 하지만 에너지는 재화 등 물가 전반에 미치는 영향이 크다. 에너지 자체의 기여도는 적지만 시간이 지남에 따라 물가 경로 전체에 연쇄적인 영향을 준다.

유가가 상방 압력이 낮은 점은 연준의 금리 인하 결정에 유연함을 더해준다. 글로벌 경제 상황이 좋아 수요가 늘어나는 국면은 아니다. 중국과 인도를 제외하면 원유 수요가 빠르게 늘어나지 않는 것으로 판단된다. 공급은 오히려 늘어나는 상황이다. OPEC 국가의 감산이 점진적으로 완화될 가능성이 크며 비-OPEC 국가의 생산은 꾸준히 늘어나는 추이를 보이고 있다.

트럼프는 인플레이션이 민주당 지지율 하락의 배경이었다는 점을 잘 알고 있다. 에너지 가격 변동성을 줄이고 가격의 절대적인 레벨을 낮춰야 한다. 트럼프의 중산 의지도 취임 이후 데이터로 확인되고 있다. 리그 카운트는 늘어나고 신규 가스전 탐사 활동이 반등하고 있다. 미국의 원유 생산 확대에 회의적인 시각이 지배적이었음에도 확대되고 있다. 규제 완화와 70달러대 유가는 에너지 생산 증가로 이어지고 있다. 향후 에너지 가격 경로는 안정적인 것으로 보인다.

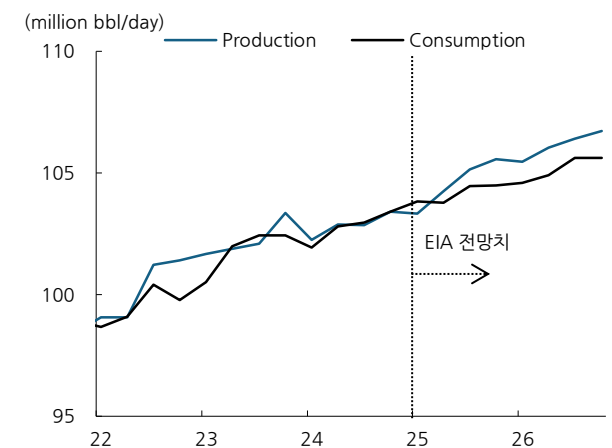
유가 상승은 에너지, 식품, 재화, 서비스 모든 품목에 영향을 주는 것으로 알려져 있다. 트럼프는 유가를 누르면서 금리 인하가 필요하다는 주장을 펼치고 있다.

그림46 월간 브렌트유 전망치



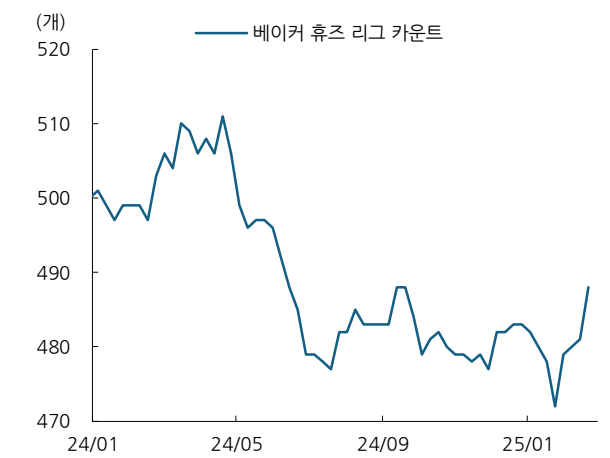
자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

그림47 분기별 생산 및 소비 전망치



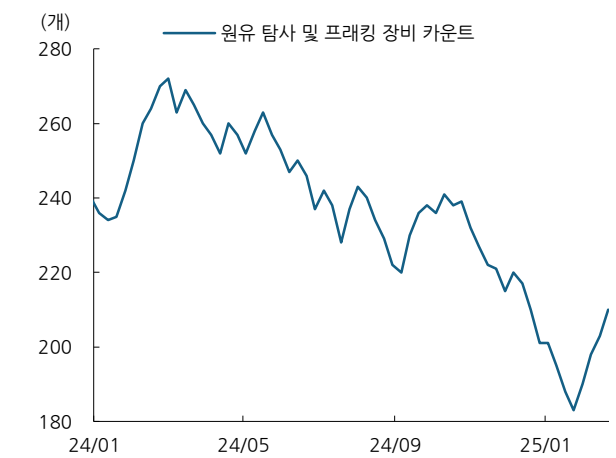
자료: EIA, DS투자증권 리서치센터

그림48 베이커 휴즈 리그 카운트



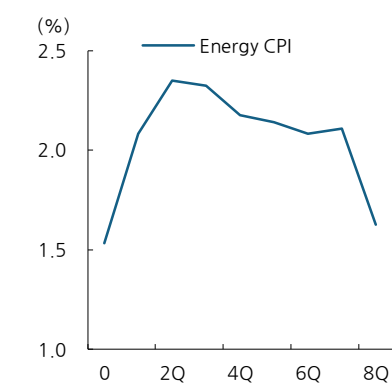
자료: Baker Hughes, DS투자증권 리서치센터

그림49 원유 탐사 및 프래킹 장비 카운트



자료: Primary Vision, DS투자증권 리서치센터

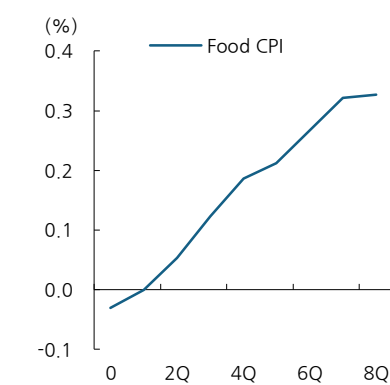
그림50 유가 상승 이후 Energy CPI



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

주: 유가가 10% 영구적으로 상승한다고 가정

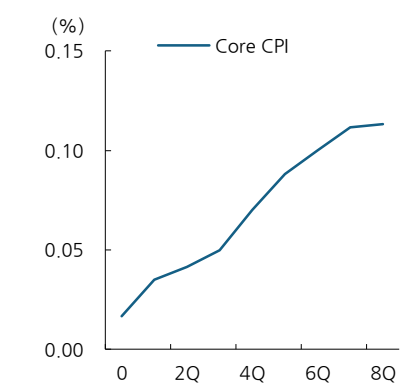
그림51 유가 상승 이후 Food CPI



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

주: 유가가 10% 영구적으로 상승한다고 가정

그림52 유가 상승 이후 Core CPI



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

주: 유가가 10% 영구적으로 상승한다고 가정

## 고용 시장의 의존도

### 특정 산업에 의존하는 고용 시장

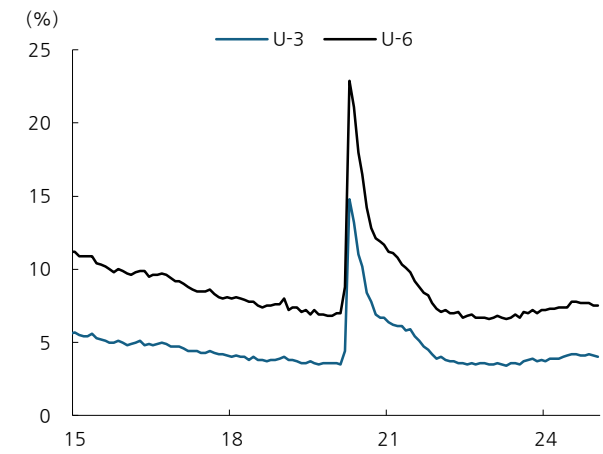
일자리는 정부와 헬스케어 중심으로 늘어나는 중이다. 최근 1~2년 사이 일자리는 특정 섹터에 크게 의존하는 모습을 보였다. 시클리컬 섹터보다 경기에 둔감한 섹터에서 일자리가 늘어나고 있다. 트럼프의 공무원 자발적 사직 권고가 시작되었다. 정부 일자리 줄이기 여파가 서서히 반영될 가능성도 크다. 또 한 가지 특이점은 경제활동참가율이 아직 고점보다 낮은 상황에서 실망 실업자는 빠르게 증가하는 점이다. 실망 실업자 수가 늘어나는 것은 긍정적인 신호는 아니지만 기타 세부 데이터가 양호한 전개를 보이고 있어 엇갈린 시그널을 주고 있다.

### 경제활동참가율의 더딘 회복

경제활동참가율은 여전히 코로나 이후 최고점보다 낮은 수준이며 실망 실업자가 늘어나는 만큼 경제활동참가율의 더딘 회복은 미국 경제 상황이 좋지 않다는 것을 의미한다. 비농업 일자리는 크게 하향되었고 인구 조사를 기반으로 한 실업률은 크게 하락하였다. 데이터 조정의 이슈가 있었기 때문에 향후 고용지표에 따라 연준의 입장이 서서히 바뀔 것으로 보인다. FOMC에서 파월이 언급했듯 고용과 해고가 모두 줄어든 상황에서 해고가 급증할 경우 실업률 상승으로 여파가 고스란히 반영될 것이다.

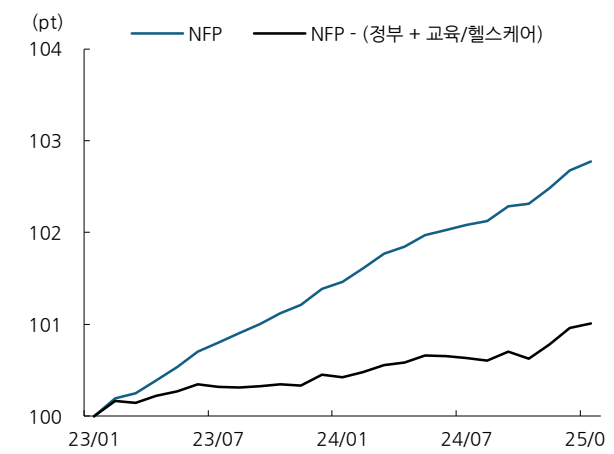
고용시장의 둔화 추이는 계속될 가능성이 크다. 구인 일자리 수는 꾸준히 하락세를 보이고 있으며 고용과 소비 전반에 대한 소비자 서베이 데이터는 계속 둔화되고 있다. 고용시장의 둔화 속도가 더 빨라질 수 있어 주의가 필요하다.

그림53 실업률 하락 but 인구 데이터 조정이 있었음



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

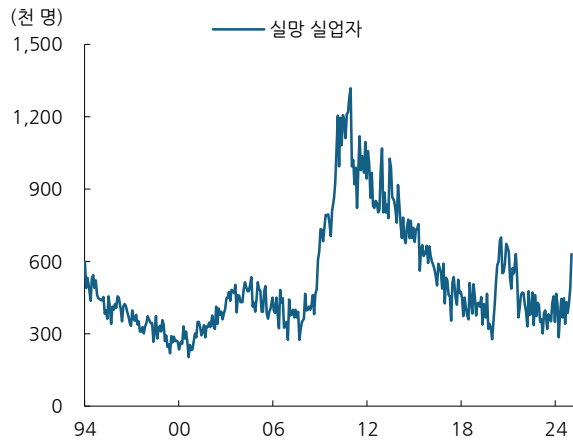
그림54 비농업 일자리는 특정 섹터 주도로 늘어나는 중



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

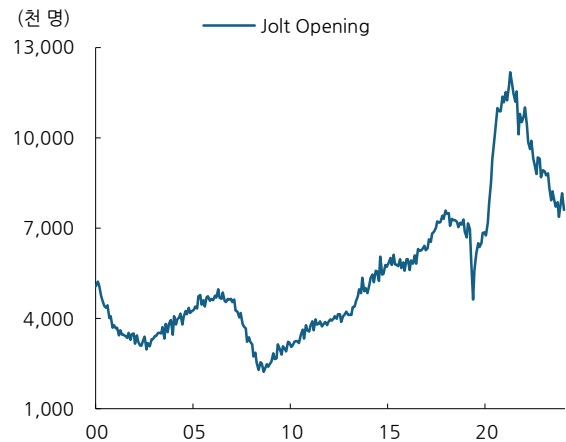
주: 2023.01=100 지수화

그림55 실망 실업자는 빠르게 증가 중



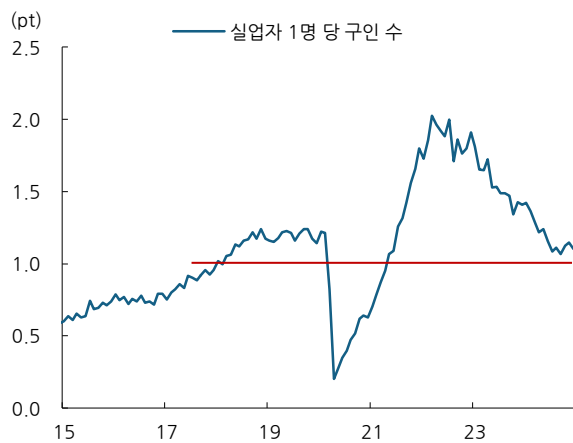
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림56 구인 일자리 수는 하락 추세 유지 중



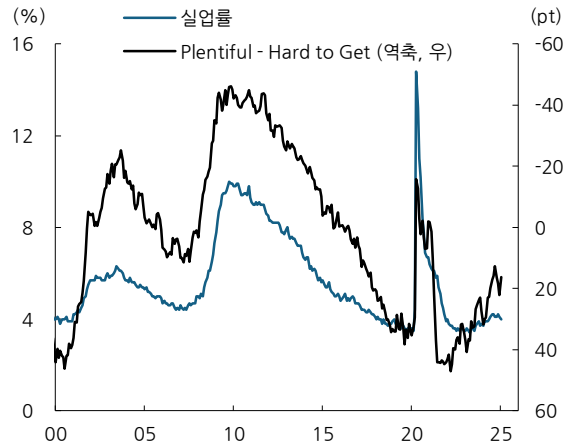
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림57 수요자 우위 시장으로 바뀐 고용시장



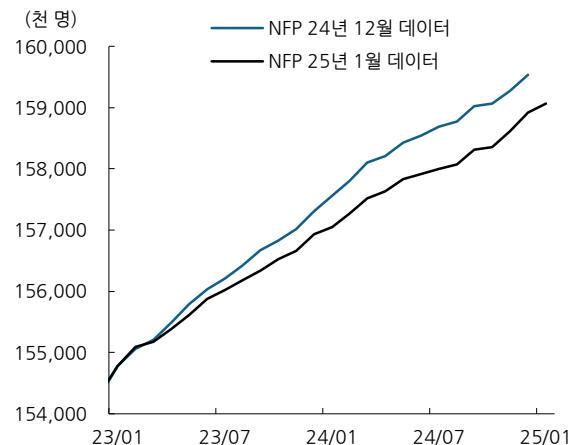
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림58 실업률 상승을 암시



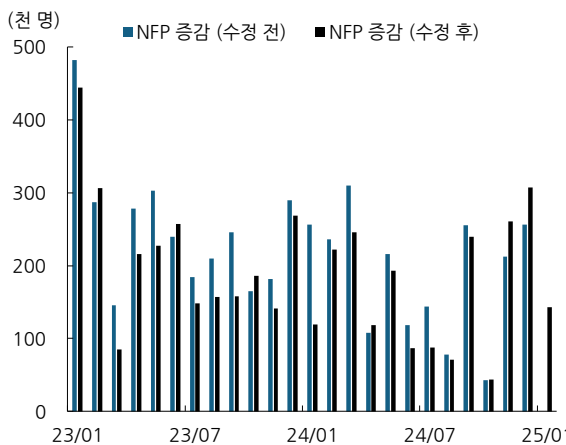
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림59 전체적으로 하향 조정된 비농업 일자리



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림60 비농업 일자리 증감폭



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

## 통화정책 및 금리 전망

### 상반기 인하에는 인색할 것

#### 기존 입장에서 크게 벗어나진 않은 파월

##### 급할 필요 없다는 파월

1월 FOMC에서 만장일치 동결 이후 줄곧 파월은 언론에서도 급할 필요가 없다고 강조해 왔다. 의사록에서도 고용시장은 아직 양호하며 물가 상방 리스크가 우려된다는 코멘트가 있었다.

##### 고용시장 추가 둔화에는 연준도 서서히 반응할 것

고용시장에 대해서는 긍정적으로 평가했으나 조심스러운 모습을 보였다. 고용시장은 인플레이션의 원인이 더 이상 아니라고 평가했으며 고용(hire)이 활발하지 않아 해고가 늘어날 경우 빠르게 실업률 상승으로 이어질 수 있다고 언급하며 비둘기파적인 선택을 보였다. 더 이상 물가를 잡기 위해 고용시장이 둔화될 필요가 없다고 언급하기도 했다. 고용시장 냉각은 불필요하다. 추가적인 고용시장 둔화에 연준이 대응할 것으로 보인다.

##### 물가 상방 압력이 더 크다는 판단

물가 데이터는 연속적으로 만족스러운 수준이 될 때 인하를 고려해 보겠다는 입장을 보였다. 한번 잘 나온 데이터를 보고 일회일비하지 않겠다는 것이다. 올해 전반적으로 물가 경로는 2%대 중반 수준을 유지할 것으로 보인다. 물가는 연준이 만족할 수준까지 하락하기 쉽지 않을 수 있다. 다만 의사록에서 물가의 계절성 등을 감안해야 하기 때문에 향후 데이터를 지켜볼 필요가 있다는 부분이 있었다. 즉 일시적으로 물가가 높게 나왔을 가능성이 있다는 점을 연준도 인지하고 있다는 점을 확인할 수 있는 대목이다.

만약 연준이 금리 인하에 가까워진다면 고용시장의 둔화 때문일 것으로 보인다. 고용시장의 양극화와 파월이 언급한 튀어 오르기 쉬운 실업률을 감안하면 고용시장 둔화 가능성이 커지고 있다고 판단한다. 인플레이 파이팅의 진전과 고용시장의 약점에 초점을 두고 지켜보겠다는 것은 고용시장의 둔화에 민감하게 반응할 수 있다는 여지를 남겼다고 판단된다.

##### 둔화 가능성이 커짐에 따라 인하폭 커질 것

아직은 미국 경제 전반의 상황이 양호한 나머지 트럼프 정책에 대한 물가 영향을 확인하고 인하에 나서려는 모습으로 보인다. 파월에게는 인하 혹은 동결의 선택지만 놓여있다. 인상을 할 수 없기에 신중하게 인하에 나서야 한다. 다만 서서히 경기 둔화 압력이 커질 가능성을 열어두어야 한다. 이에 따라 점진적으로 연준의 인하 기대감은 확대될 수 있다는 판단이다.



## 채권 강세 환경이 만들어지는 중

### QT 중단도 머지않았다

#### 드디어 나온 QT 언급

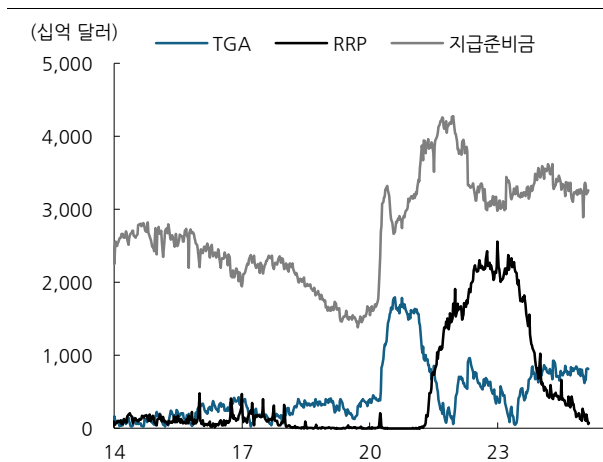
최근까지 QT에 대해서는 힌트를 전혀 주지 않았다. 장기물 금리가 통화정책 이외의 요인으로 상승하며 경제 전반에 긴축적인 영향을 주고 있음에도 언급이 없었다. 하지만 1월 FOMC 의사록에서 QT 감소에 대한 언급이 처음 확인되었다. QT는 상반기 이내 중단될 가능성이 크다는 뷰를 유지한다.

QT는 장기물 금리를 조금이라도 높은 수준에 붙들고 있는 요인이다. 현재 미국 경제 상황을 고려해 봤을 때 높은 장기물 금리에서 오는 긴축적인 영향은 경기 둔화로 이어질 가능성이 크다. 단기자금시장 상황도 심상치 않다. 레포 금리가 서서히 튀는 가운데 연준은 보수적인 접근을 할 가능성이 크다. 2019년의 실수를 다시 하고 싶진 않은 연준이다.

#### 지준 부족 시 단기채 매입 지속, MBS 롤오버 중단

지준 부족 상황이 벌어지거나 단기자금시장의 불안정성이 확인되면 연준은 MBS를 꾸준히 줄이고 단기채 중심으로 채권 매입을 늘릴 것이다. 2019년 레포 스파이크 이후 대응과 유사할 가능성이 높기 때문이다. 단기채를 매입하는 것은 중장기 채권 금리 수급에 영향을 최소화하면서 은행의 지준을 늘려주는 방식이다.

그림61 RRP는 사실상 고갈된 상황



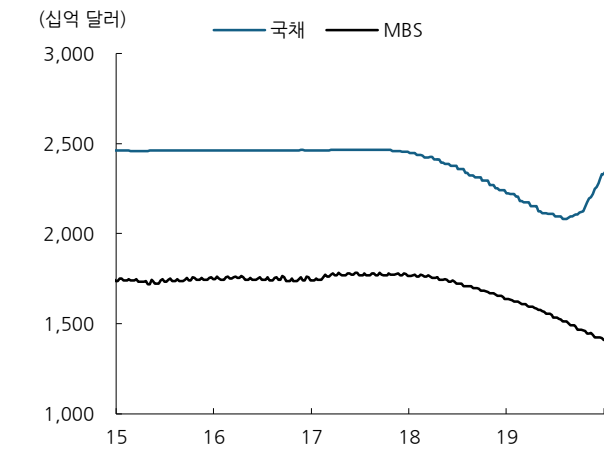
자료: FRB, New York Fed, DS투자증권 리서치센터

그림62 명목 경제 팽창에 비해 연준의 총자산은 많지 않음



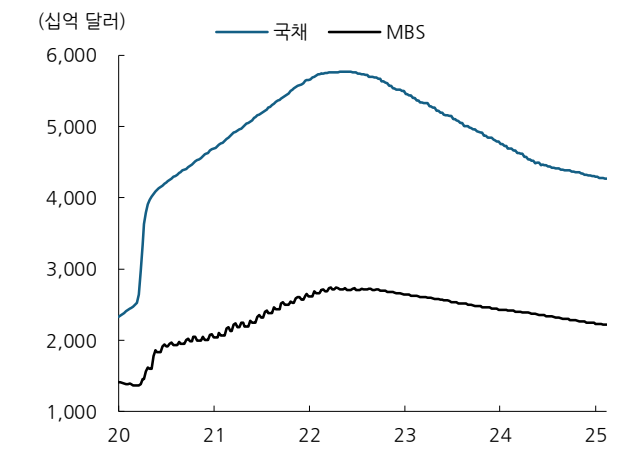
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림63 2019년 당시 MBS 중심으로 꾸준히 줄여나갔음



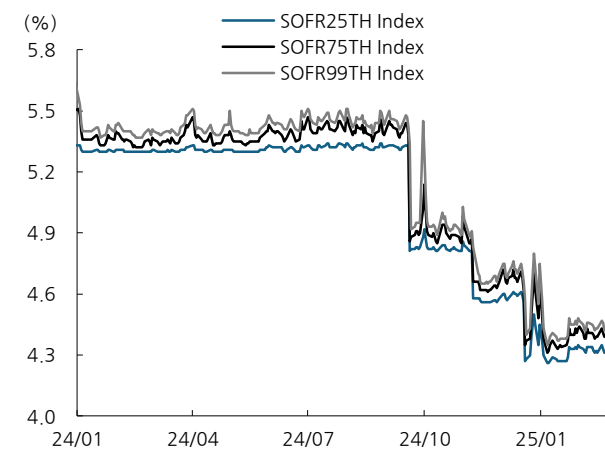
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림64 단기자금시장에 이슈가 발생하면 국채는 재차 늘릴 수도



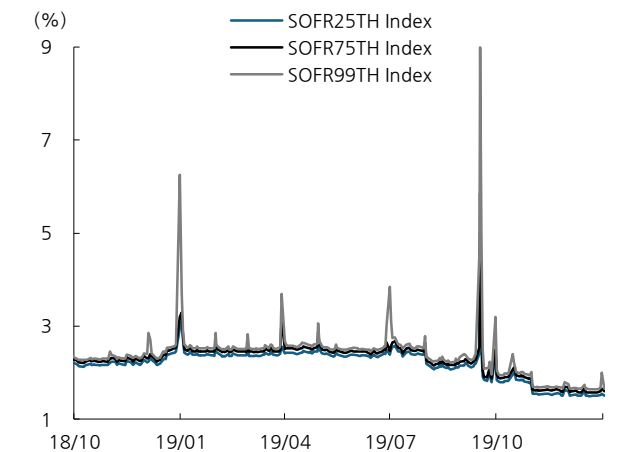
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림65 레포 금리는 점진적으로 균열을 반영하는 중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림66 19년의 수순을 밟지 않기 위해 보수적으로 중단할 것



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

## 가까워진 은행 규제 완화

### 트럼프 수혜주는 금융섹터

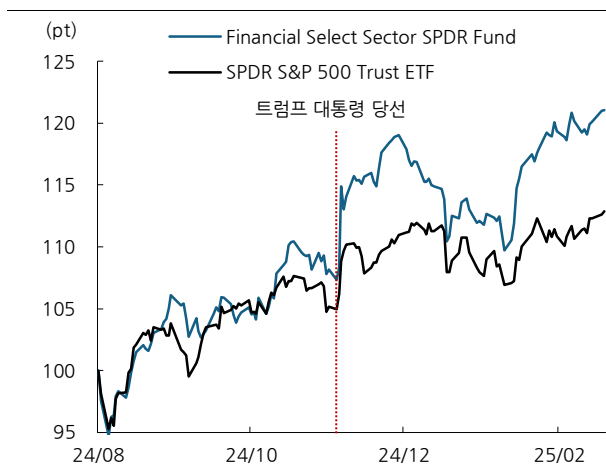
트럼프 정책 중 채권 금리와 가장 밀접한 영향이 있는 정책은 은행 규제 완화다. 트럼프 트레이딩의 일환으로 금융주는 수혜 섹터로 분류되어 성과가 좋다. 트럼프 1기 당시 트럼프의 중소형 은행 규제 완화와 볼커룰 완화 등이 있었다. 임기 초반 적극적인 정책 이행 의지를 고려하면 규제 완화도 윤곽이 드러날 것으로 보인다. 최근 보우먼 연준 이사가 레버리지 규제와 자기자본 확충 규제를 완화해야 한다는 언급을 했다. 규제 완화 시 은행의 총자산 및 이익 성장률이 커질 것으로 전망된다.

### SLR 완화 기대감 확대

핵심적으로 논의되는 규제는 SLR이다. 이는 은행의 자산을 위험가중으로 계산하지 않고 총자산을 규제한다. SLR은 총익스포저 대비 1티어 자본의 비율이다. 총익스포저는 부외자산을 포함하는데 부외자산에는 옵션, 스왑, 보증 등이 있다. 하지만 미국 SLR 규제는 부외자산을 포함하지 않아 BIS 기준의 SLR 규제보다는 조금 더 유연하다.

BIS 기준으로 SLR 규제는 3% 이상이지만 미국 대형은행은 eSLR에 적용되어 5% 이상 유지해야 한다. 국제금융상의 주요 은행(G-SIB)으로 분류된 미국 대형은행들은 BIS 기준보다 엄격한 SLR 규제 적용 대상이다. 규제를 풀어줄 수 있는 명분은 미국의 강화된 규제가 엄격하다는 데 있다.

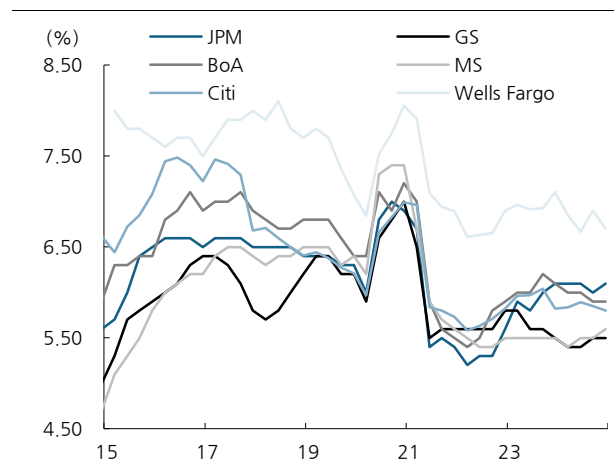
그림67 SPY & XLF 수익률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2024.08.01=100 지수화

그림68 은행들은 규제 한도 수준까지 늘려둔 총익스포저



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 규제 완화로 기대되는 효과

### 원활한 채권 시장조성 기대

규제 완화로 기대할 수 있는 점은 3가지 있다. 첫 번째로 시장조성자 역할을 더욱 충실히 이행할 수 있게 된다. 미국 투자은행은 채권을 중개하는 과정에서 복이 활용된다. 규제로 인해 복의 비용이 커지거나 활용할 수 있는 여력이 줄어드는 것이 투자자들에게 고스란히 전가된다. 더 많은 비용을 투자자에게 전가해야 한다. 매수매도 호가의 스프레드가 확대될 수밖에 없다. 외부 충격에 채권 금리의 변동성을 확대시키는 요인이다. 채권시장의 유동성은 여전히 악화된 상황이다.

### 은행이 수급을 직접 개선시킬 것

두 번째로 은행의 채권 수급을 개선시키는 주체로 부상할 수 있다. 명목 경제 팽창은 빠르게(코로나 이전대비 명목 GDP는 35% 성장) 이루어지는 반면 금융기관의 수용 능력은 뒤쳐졌다. 은행의 자기자본 확충 속도가 느려 이미 미국 대형은행들은 더 이상 총자산을 빠르게 늘리기 힘든 상황에 직면해 있다. 대형은행의 총자산과 예금은 코로나 직후 2021년 고점 수준을 넘어서지 못하고 있다. 총자산을 늘리지 못하는 규제는 은행으로 하여금 예금을 거절하게 만드는 상황까지 이어졌다.

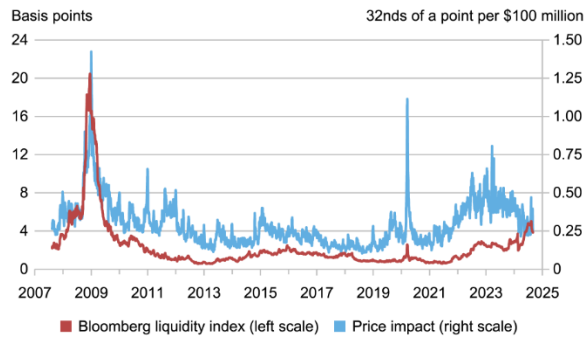
은행이 예금을 받아 대출을 하거나 채권에 투자하는 것이 은행의 비즈니스 모델이다. 미국 대형은행의 예금은 중소형 은행에 비해 빠르게 늘어나지 못하고 있다. 규제에 의한 부작용이다. 미국 국채 보유 주체별로 살펴보면 은행은 미국 국채를 다른 주체만큼 적극적으로 늘리지 못했다.

대형은행의 예금 금리는 여전히 0%대를 유지하고 있다. MMF 시장으로 유동성이 공급되었고 단기채 수요가 늘어났다. 단기채 수요가 늘어난 나머지 옐런 전 재무부 장관은 단기채 발행을 늘려 역레포로의 유동성 쏠림을 막았다. 은행이 수용하지 못한 유동성은 단기자금시장의 수급으로 들어갔다. 은행이 재차 유동성을 흡수할 수 있다면 이는 단기자금시장에 국한되었던 수급을 만기별로 늘리는 효과를 만든다.

### 단기채 발행을 줄이고 싶은 재무부의 계획과도 맞닿음

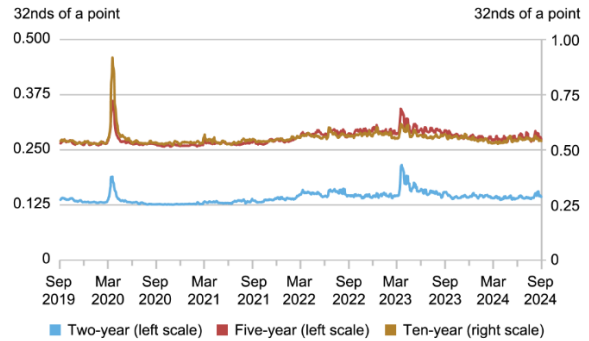
세 번째 기대할 수 있는 효과는 장기채 수급을 원활하게 해 준다. 앞서 언급한 두 번째 효과와 맞닿아 있다. 베센트 재무부 장관은 바이든 정권에서 올려놓은 단기채 발행 비중을 권고사항인 15~20% 수준으로 되돌리고 싶어 한다. 단기채 발행이 늘었던 배경은 시장의 수급에 있었다. 단기채를 줄이고 장기채 발행을 늘리고 싶을 경우 시장의 수급 환경에 변화를 주어야 한다. 은행 규제 완화는 채권 발행 비중 조절에 선행되어야 할 것이다. 최근 베센트의 코멘트에서 발행 비중 정상화는 시간이 걸릴 것이라는 힌트를 흘렸다.

그림69 채권시장 유동성은 여전히 부실한 수준



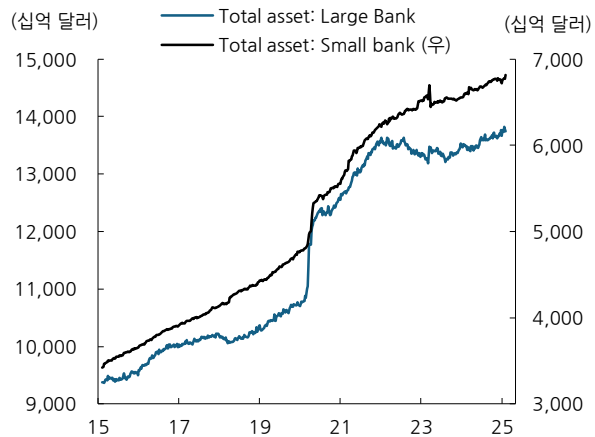
자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

그림70 서서히 줄어들고 있는 bid-ask 스프레드



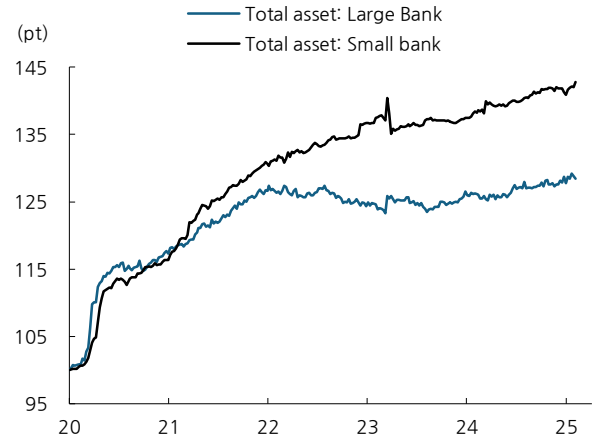
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림71 중소형 은행의 총자산 증가 속도가 더 가파름



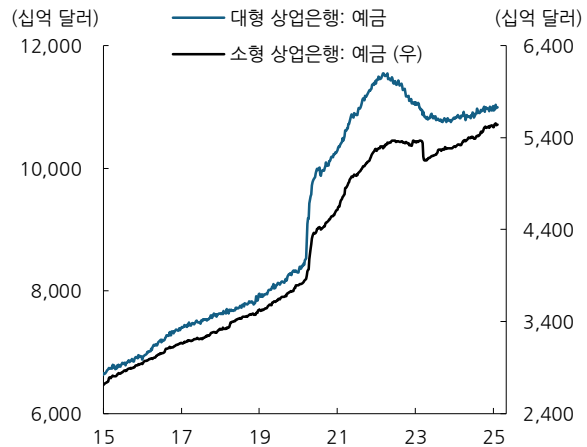
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림72 대형은행의 총자산 규모는 코로나 이후 고점 수준



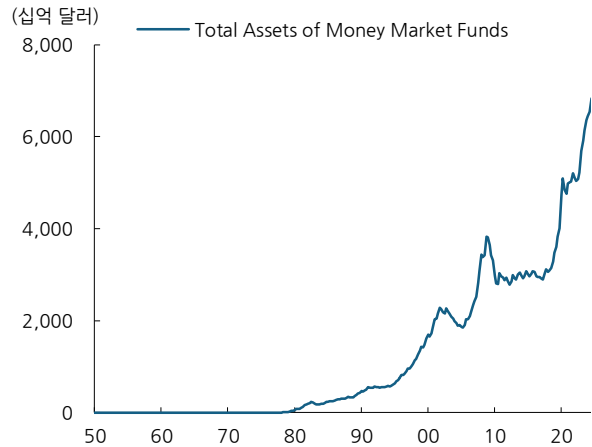
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림73 대형은행은 소형은행만큼 예금을 적극적으로 받지 못함



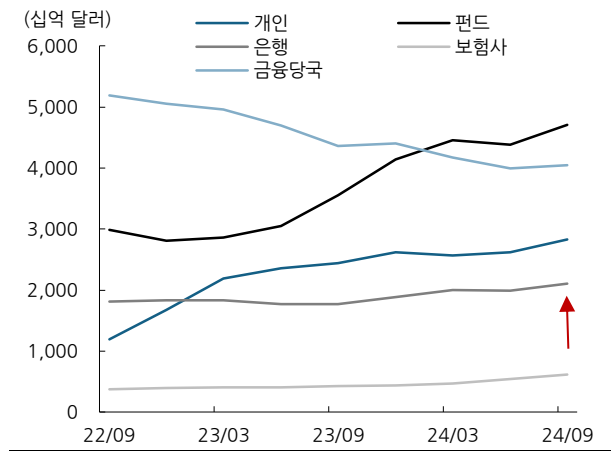
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림74 거절된 예금은 MMF로 유입



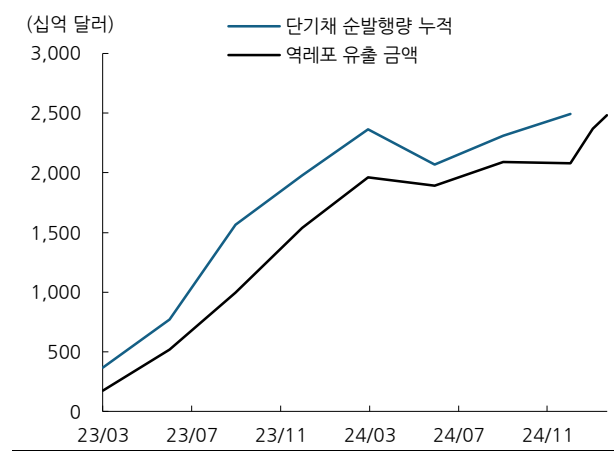
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림75 은행은 미국 채권 수급 주체 역할을 하지 못함



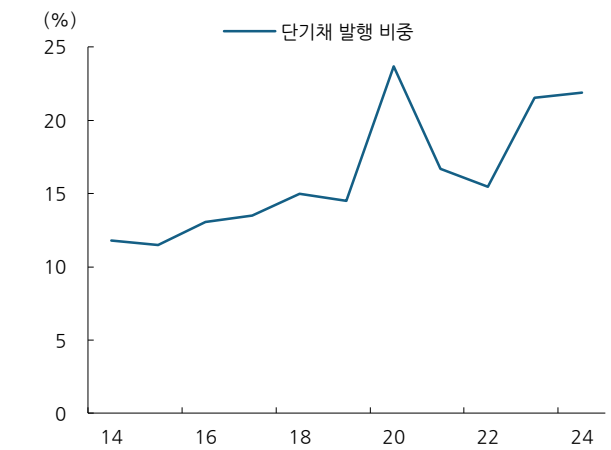
자료: SIFMA, DS투자증권 리서치센터

그림76 단기채를 찍어낸 만큼 역레포에서 유출



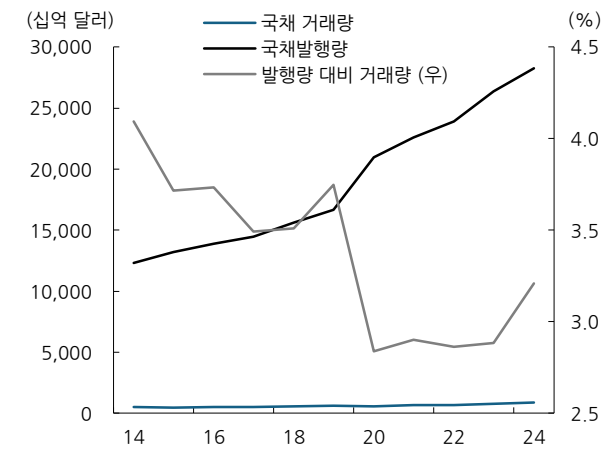
자료: SIFMA, New York Fed, DS투자증권 리서치센터

그림77 단기채 권고사항은 15~20%



자료: SIFMA, DS투자증권 리서치센터

그림78 채권시장 거래량은 규모를 따라가지 못함



자료: SIFMA, DS투자증권 리서치센터

## Macro Appendix

## 경제 지표 일정

2025.03

Mon	Tue	Wed	Thu	Fri
<b>3</b> 미국 S&P 제조업 PMI 유럽 소비자물가지수 S&P 제조업 PMI 중국 차이신 제조업 PMI	<b>4</b> 미국 ISM 제조업 PMI 건설 지출 유럽 실업률 한국 산업생산 소매판매	<b>5</b> 미국 S&P 서비스업 PMI ADP 취업자 변동수 유럽 생산자물가지수 S&P 서비스업 PMI 한국 GDP 성장률(최종) 중국 차이신 서비스업 PMI	<b>6</b> 미국 ISM 서비스업 PMI 공장 수주 무역수지 유럽 ECB 통화정책회의 소매판매 한국 소비자물가지수	<b>7</b> 미국 고용보고서 유럽 GDP 성장률(최종) 독일 공장 수주 중국 무역수지
<b>10</b> 독일 무역수지 산업생산	<b>11</b> 미국 NFB 소기업 낙관지수 일본 GDP 성장률(최종)	<b>12</b> 미국 JOLTS 구인이직보고서 소비자물가지수	<b>13</b> 미국 생산자물가지수 유럽 산업생산 한국 실업률	<b>14</b> 미국 미시간대 기대인플레이션 미시간대 소비자심리지수 영국 산업생산 무역수지 독일 소비자물가지수 한국 수출입물가지수
<b>17</b> 미국 소매판매 NHAB 주택시각지수 중국 실업률 산업생산 주택가격지수 고정자산투자	<b>18</b> 미국 산업생산 수출입물가지수 주택착공건수 건축허가건수 유럽 무역수지 ZEW 경기전망지수	<b>19</b> 일본 BOJ 통화정책회의 무역수지 산업생산	<b>20</b> 미국 FOMC 기준주택판매 CB 선행지수 영국 BOE 통화정책회의 실업률 중국 1년 만기 대출우대금리	<b>21</b> 영국 GfK 소비자심리지수 한국 생산자물가지수 일본 소비자물가지수
<b>24</b>	<b>25</b> 미국 FHFA 주택가격지수 S&P CS 주택가격지수 신규주택판매 CB 소비자심리지수 독일 IFO 기업환경지수 한국 소비자신뢰지수	<b>26</b> 미국 내구재 주문 영국 소비자물가지수 생산자물가지수	<b>27</b> 미국 GDP 성장률(최종) 중국 산업 이익	<b>28</b> 미국 PCE 물가지수 실질 개인소득 실질 개인지출 영국 GDP 성장률(최종) 독일 GfK 소비자신뢰지수 실업률
<b>31</b> 미국 달러스 연준 제조업 활동지수 독일 소매판매 중국 관영 제조업 PMI 관영 서비스업 PMI				

자료: DS투자증권 리서치센터

---

## Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
  - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-