

유로존, 인하 사이클 장기화 가능성



Fixed Income Strategist

지백연

(02) 3772-1541

byji@shinhan.com

유로존 경기, 독일 제조업 중심 둔화 지속 전망

유로존 경기 둔화 우려의 중심에는 독일 제조업 침체가 있다. 독일 상품의 글로벌 경쟁력 저하가 주된 원인으로 작용했다. 수출은 과거 독일 경제 성장의 동력 중 하나였다. 하지만 2010년대 후반부터 순수출의 성장 기여도가 마이너스로 전환되며 오히려 독일 경제에 걸림돌이 되고 있다.

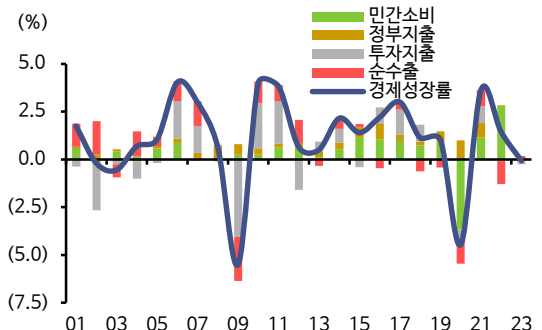
전통적 중화학 공업에 편중된 산업 구조가 AI혁신과 같은 산업 패러다임 변화에 뒤늦은 대응을 야기했다. 그사이 중국은 독일의 주요 고객에서 경쟁자로 부상했다. 전기차와 첨단 기계 분야에서 독일의 수출 점유율을 압박하고 있다. 트럼프 2기 행정부의 보편적 관세 정책은 높은 대미 수출 의존도를 가진 독일 경제에 추가적인 악재를 더한다. 독일과 유로존의 엄격한 재정 준칙 또한 경기 부양을 위한 정책 대응을 제한하며 저성장 우려를 고착화시키고 있다.

느리지만 오래갈 인하 사이클, 장기물 상대적 강세 전망

당장 공격적 인하 대응을 가져가기에는 인플레이션 압력이 아직 남아있다. 노동 시장 초과수요는 지속되고 있고, 재점화된 에너지 가격 불확실성 또한 모니터링이 필요하다. 점진적 인하에 단기물 금리 하락은 제한될 수 있다.

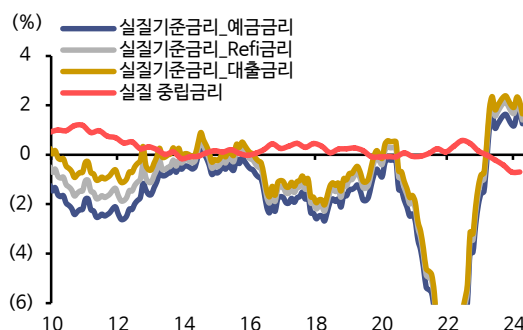
다만 독일 제조업발 구조적 침체 우려는 인하 사이클의 장기화를 시사한다. 여기에 트럼프 관세 우려는 독일 뿐 아니라 유로존 전체에 장기적 저성장을 초래할 공산이 크다. 잠재성장률 및 중립금리 하락 압력이 지속될 수 있다. 엄격한 유로존 재정준칙은 경기 부양을 위한 통화정책의 책임론을 더욱 키운다. 중립금리를 하회하는 수준에서 인하 사이클이 마무리 될 전망이다. 주요국 대비 높은 인하 여력 감안시 독일 국제 비중 및 듀레이션 확대 전략이 유효한 시점이다.

독일 GDP 지출별 성장기여도: 순수출 중심 둔화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중립금리 하락 + 높은 실질금리 = 인하 여력 풍부



자료: Bloomberg, 신한투자증권

유로존, 인하 사이클 장기화 가능성

유로존 경기, 독일 제조업 중심 둔화 지속 전망

유로존 경기의 뇌관,
독일 제조업 침체

→ 유로존 구조적 저성장
우려 점증

독일 제조업을 중심으로 둔화중인 유로존 경기

유로존 경기 둔화 우려의 중심에는 독일 제조업 침체가 있다. 독일 상품의 글로벌 경쟁력 저하가 주된 원인으로 지목된다. 2010년대까지 수출은 독일 성장의 동력중 하나였다. 하지만 2010년대 후반에 들어서며 순수출 성장기여도는 마이너스 전환되었다. 1) 여전히 전통 중화학 공업에 편중된 산업구조, 2) 트럼프발 관세 우려, 3) 제한적 재정확대 여력이 독일 제조업 전망을 계속 악화시키고 있다.

독일 경제는 유로존 전체 GDP의 약 28%, 제조업 GDP의 약 37%를 책임지고 있는 만큼 유로존 경기 전반에 상당한 영향을 미치고 있다. 이에 S&P PMI 기준 대부분 국가 경제가 2023년 바닥을 찍고 올라오는 사이 유로존은 아직도 50p를 확실하게 상회하지 못하고 있다. 독일 제조업 둔화가 장기화될 경우 유로존 경제의 구조적 리스크로 자리잡을 우려가 크다.

유로존 주요국 PMI mapping: 독일 제조업 중심의 둔화 부각

2024년	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
종합 유로존	47.9	49.2	50.3	51.7	52.2	50.9	50.2	51.0	49.6	50.0
독일	47.0	46.3	47.7	50.6	52.4	50.4	49.1	48.4	47.5	48.6
프랑스	44.6	48.1	48.3	50.5	48.9	48.8	49.1	53.1	48.6	48.1
이탈리아	50.7	51.1	53.5	52.6	52.3	51.3	50.3	50.8	49.7	51.0
스페인	51.5	53.9	55.3	55.7	56.6	55.8	53.4	53.5	56.3	55.2
제조업 유로존	46.6	46.5	46.1	45.7	47.3	45.8	45.8	45.8	45.0	46.0
독일	45.5	42.5	41.9	42.5	45.4	43.5	43.2	42.4	40.6	43.0
프랑스	43.1	47.1	46.2	45.3	46.4	45.4	44.0	43.9	44.6	44.5
이탈리아	48.5	48.7	50.4	47.3	45.6	45.7	47.4	49.4	48.3	46.9
스페인	49.2	51.5	51.4	52.2	54.0	52.3	51.0	50.5	53.0	54.5
서비스 유로존	48.4	50.2	51.5	53.3	53.2	52.8	51.9	52.9	51.4	51.6
독일	47.7	48.3	50.1	53.2	54.2	53.1	52.5	51.2	50.6	51.6
프랑스	45.4	48.4	48.3	51.3	49.3	49.6	50.1	55.0	49.6	49.2
이탈리아	51.2	52.2	54.6	54.3	54.2	53.7	51.7	51.4	50.5	52.4
스페인	52.1	54.7	56.1	56.2	56.9	56.8	53.9	54.6	57.0	54.9

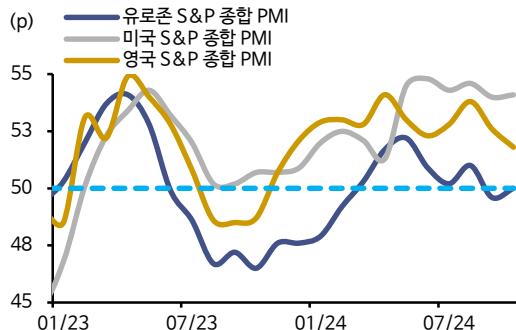
자료: Bloomberg, 신한투자증권/ 주: 확장 국면은 붉은색, 수축 국면은 푸른색으로 표기

독일 GDP 지출별 성장기여도: 순수출 중심 둔화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주요국 PMI: 유로존만 반등 실패한 모습



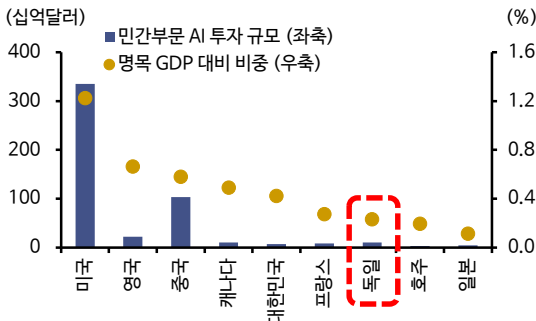
자료: Bloomberg, 신한투자증권

구조적 요인에 따른 둔화, 장기적으로 이어질 가능성

1) 독일 산업은 내연기관 자동차, 기계류 생산과 같은 전통적 중화학 공업을 중심으로 경쟁력을 확보해 나갔다. 그러나 최근에는 AI혁신, 전기차 전환과 같은 산업 패러다임 변화에 효과적으로 대응하지 못하고 있다. 지난 10년간 독일의 GDP 대비 민간부문 AI 투자 규모는 주요 경쟁국들에 크게 뒤쳐졌다. 전기차 산업의 경우 배터리와 반도체와 같은 핵심 부품의 공급망 확보에 실패하며 시장 초기 시장 점유율 확보에 어려움을 겪고 있다.

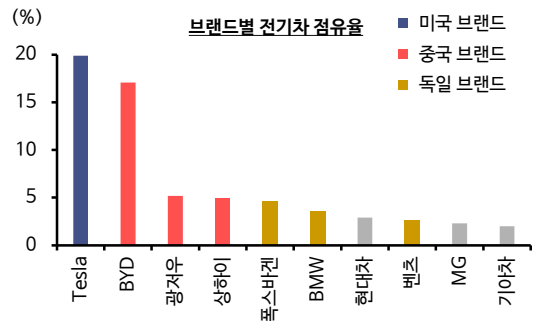
같은 기간 중국이 독일의 주요 고객에서 강력한 경쟁자로 부상했다. 과거 중국은 독일산 기계와 자동차의 주요 수입국이었다. 하지만 최근에는 자국 중심 제조 역량을 강화하며 글로벌 시장에서 독일과 정면으로 경쟁하고 있다. 특히 전기차와 첨단 기계 분야에서 중국 기업이 가격 경쟁력과 기술력을 앞세워 시장 점유율을 빠르게 확대하고 있다. 변화에 뒤쳐진 대응이 중국과 같은 후발주자에 비교우위를 내주고 있다. 2020년 이후에는 중국의 내수 부진에 독일의 대중 수출 감소가 가속화되고, 중국의 밀어내기식 수출 물량 증대로 업황 악화가 지속되고 있다. 중장기적으로 제조업 경쟁력 저하 우려가 지속될 수 있는 환경이다.

부진한 GDP 대비 민간부문 AI 투자



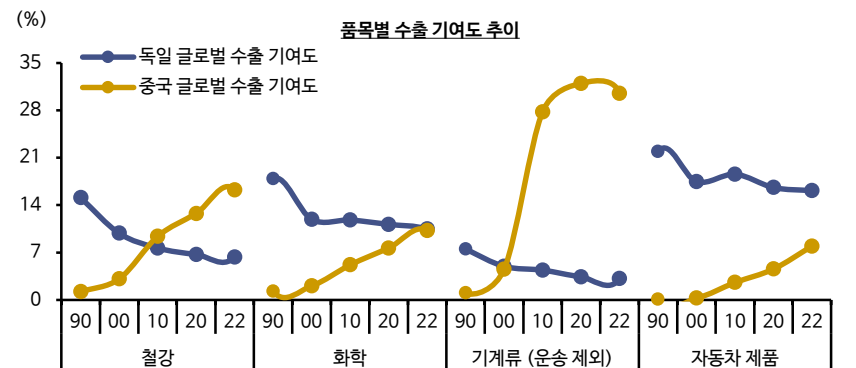
자료: Bloomberg, Stanford University, 신한투자증권

미국과 중국에 내준 전기차 시장



자료: Trend Force, 신한투자증권/ 주: 2023년 기준 자료

글로벌 수출 기여도: 독일 축소, 중국 확대



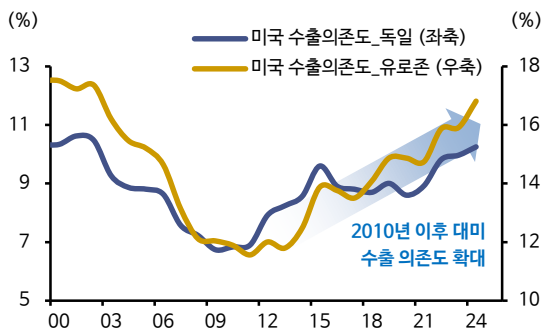
자료: WTO, 신한투자증권

2) 트럼프 2기 행정부의 출범은 독일 제조업에 또다른 구조적 약제가 될수 있다. 트럼프는 선거 캠페인에서 모든 미국 수입품에 10%의 보편 관세를 부과를 약속했다. 2016년 트럼프 1기 당시 공약했던 관세 정책보다 한층 강력한 무역장벽이라는 평가가 지배적이다. 독일은 2010년 이후 중국 수출 감소에 대응해 대미 수출 의존도를 확대시켜왔다. 현재 대미 수출이 비유로권 국가 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 만큼 관세 부과 시 충격이 예상된다.

3) 정부의 제한적 재정 여력은 제조업 부진을 장기화시키는 또 다른 요인으로 지목된다. 내년 초 독일 조기 총선에 이목이 집중되는 가운데 지지를 1위 정당인 CDU/CSU(중도우파) 연합은 대규모 규제 완화와 인프라 투자를 통해 제조업 부흥을 꾀하고 있다. 그러나 과반 지지를 확보하지 못해 중도좌파(SPD) 정당과의 연정이 불가피한 상황이다. 과감한 개혁이 이루어질 수 있을지 미지수다.

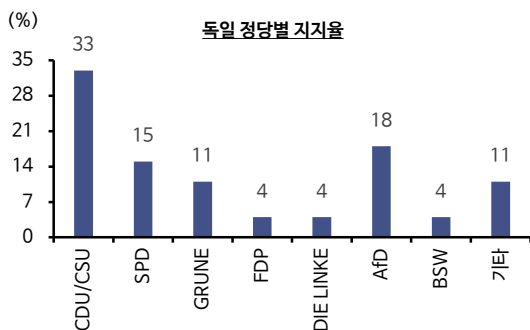
독일의 엄격한 재정준칙 또한 제조업 반등을 방해하고 있다. 이른바 ‘부채 브레이크’라 불리는 위 규제는 정부의 예산 적자가 GDP 대비 0.35%를 초과하지 못하게 강제하고 있다. 해당 정책이 국가 재정건전성 확보에 기여한 데에는 이견이 없으나 수요 자극이 필요한 시기 대응을 어렵게 만들었다는 비판을 받아왔다. 이는 새로운 정부의 정책 드라이브에 또 하나의 도전 과제가 될 전망이다.

높은 대미 수출 의존도: 고관세 정책 타격 불가피



자료: Bloomberg, 신한투자증권

연정이 불가피한 상황: 과감한 개혁 가능성 낮음



자료: WELT, 신한투자증권

느리지만 오래갈 인하 사이클, 장기물 상대적 강세 전망

인플레이션 우려에 가파른 인하는 어려움

구조적 저성장과 제한된 재정 여력에 인하 여력 풍부

→ 장기물 상대적 강세 기대

가파른 인하 전망은 시기상조, 단기물 금리 하방경직성 형성 전망

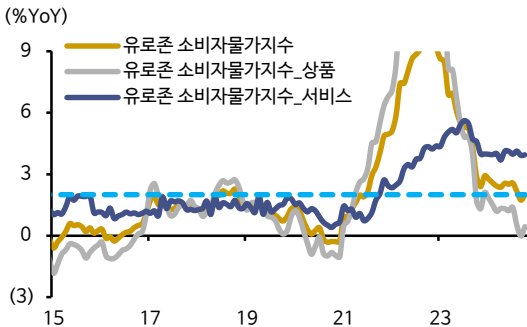
당장 공격적 인하를 가져가기에는 인플레이션 압력이 아직 남아 있다. 유로존 노동시장은 주요국 대비 수요 우위 상황이 지속해서 관측되고 있다. 코로나19 이전 수준을 상회하는 구인배율은 명목임금 상승 압력을 키운다. 우크라이나가 올해 말을 기점으로 러시아산 천연가스 파이프라인 계약 종료를 시사한 점도 향후 에너지 상품 물가 상승을 자극할 수 있는 내용이다. 설부른 긴축 해제가 조심스러운 국면이다. ECB에게 연준과 같은 프론트 로딩(초반 공격적 대응) 방식의 통화 완화를 기대하기는 어렵다는 판단이다. 예상보다 점진적인 금리 인하 속도는 향후 단기물 금리의 하방경직성을 유발할 수 있다.

갈길이 먼 종착지, 구조적 침체 우려는 장기물 강세 자극

다만 중장기적 시각에서 유로존 기준금리 인하 사이클은 타 국가 대비 더 길고 큰 폭으로 이루어질 전망이다. 앞서 언급한 독일 제조업 둔화 우려는 경기 순환적 이슈가 아닌 구조적 요인에 기인한다. 트럼프발 보편적 관세는 독일 뿐 아니라 모든 유로존 국가에 공통으로 적용되는 내용이다. 유로존 경기는 만성적 저성장에 돌입할 공산이 크다. 잠재성장률의 지속적인 하방 압력이 예상된다. 독일과 유로존의 엄격한 재정준칙은 국채 수급발 금리 상승 우려를 제한한다. 소극적 재정정책은 동시에 경기 부양을 위한 통화정책의 책임론을 확대시킨다. 인하 사이클의 종착지는 중립금리를 하회하는 수준에서 형성될 가능성이 크다.

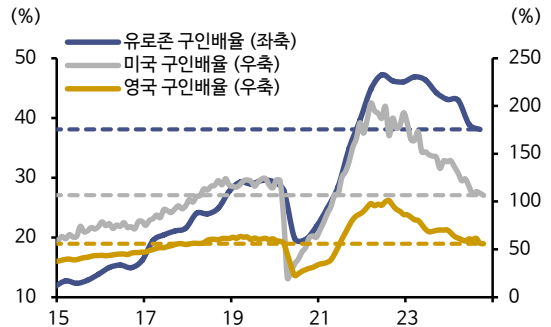
현재 유로존 실질 기준금리는 2010년 이후 가장 높은 수준에 도달해있다. 어느 때보다 인하 여력이 풍부하다. 동시에 2010년대 후반 대비 심화된 경기 둔화 우려에 중립금리 추정치는 계속 하락하고 있다. 과거 경험했던 마이너스 실질 기준금리로의 복귀가 필요한 시점이다. 고용수요 둔화가 확인될 25년 하반기 또는 26년 상반기에 기준금리(예금금리 기준) 2% 이하로의 인하 시도를 예상한다. 1% 대의 최종 기준금리 수준을 감안하면 유로존 10년물 국채금리(2.3% 내외)는 여전히 매력적인 레벨이라는 판단이다. 듀레이션 확대가 유효한 시점이다.

여전히 높은 서비스 물가 상승률



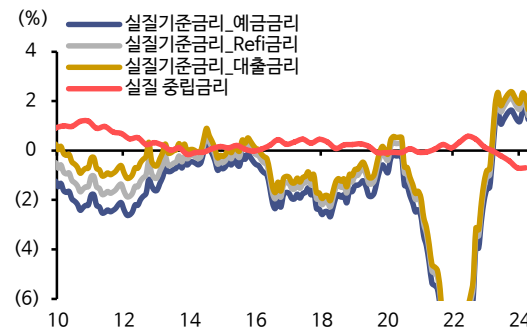
자료: Bloomberg, 신한투자증권

코로나 이전의 고용시장 냉각은 요원한 상황



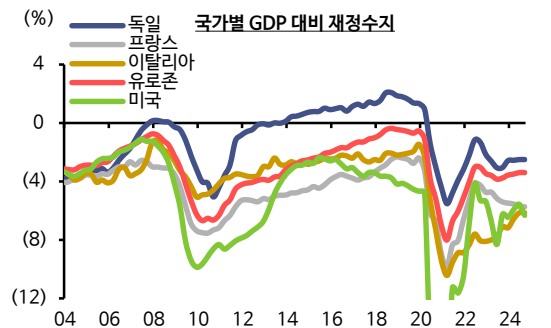
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중립금리 하락 + 높은 실질금리 = 인하 여력 풍부



자료: Bloomberg, 신한투자증권

소극적 재정 정책에 수급 우려 또한 제한적

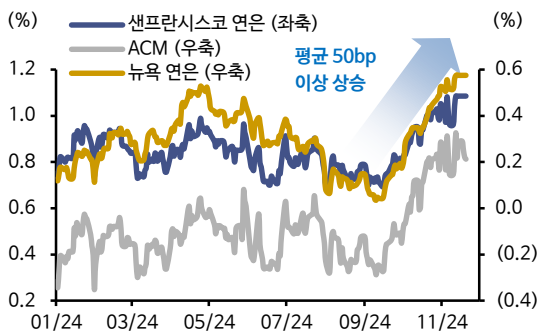


자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채와의 비교: 유로존의 더 높은 인하 여력 반영 필요

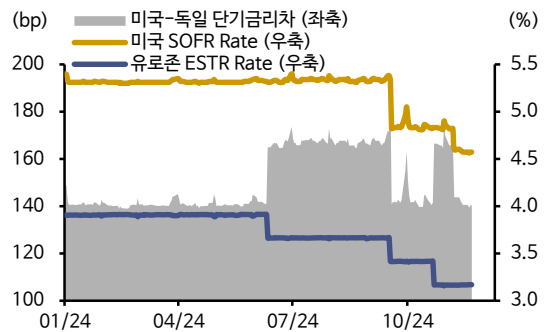
최근 급등한 미국 국채 금리와 비교해도 독일 국채의 가격 매력은 유효하다. 트럼프 당선 직후 미국-독일 국채 10년물 금리 스프레드는 200bp를 상회하고 있다. 다만 200bp 중 50~60bp는 트럼프 트레이드에 급등한 미국 기간프리미엄으로, 140bp는 양국의 초단기 금리차(SOFR-ESTR)로 설명이 가능하다. 유로존의 더 높은 인하 여력이 전부 반영되지 않았다는 판단이다. 반면 강한 미국 경기에 연준의 향후 금리 인하폭 전망은 계속 상향되고 있다. 강한 역캐리에도 유로존 국채의 상대적 투자 매력은 여전히 남아있다는 생각이다.

미국 기간프리미엄 추정치 추이: 50bp 이상 상승



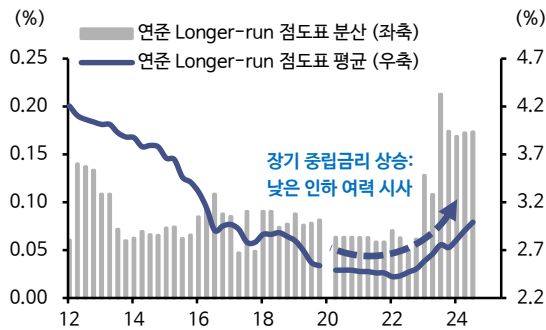
자료: Bloomberg, 신한투자증권/주: 10년물 국채금리 기준

미국-유로존 초단기 금리차: 약 140bp 레벨



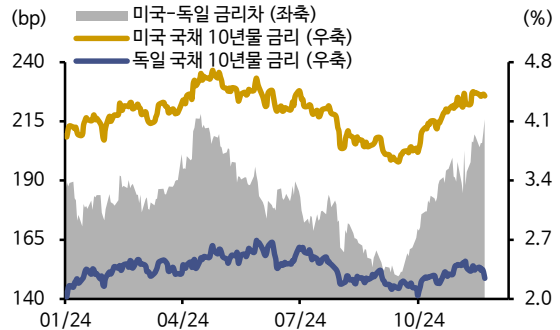
자료: Bloomberg, 신한투자증권

상대적으로 제한적인 미국 중장기 인하 여력



자료: LSEG, 신한투자증권

200bp 초반의 미-독 금리차 여전히 매력적



자료: Bloomberg, 신한투자증권/주: 10년물 국채금리 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.