경기침체보다는 저성장 국면 진입

BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

저성장은 earnings visibility 약화 요인

1Q25 미국 경제성장률 부진은 관세 부과를 앞두고 수입이 크게 증가하면서 순수출 악화가 주된 원인이다. 2Q25에는 관세 영향이 시작됐다는 점에서 그다지 개선될 가능성은 높지 않다. 다만 순수출 악화에 따른 부분을 경기침체로 인식할 지에 대해서는 이견이 있을 수 있다. 4월 OECD 경기선행지수는 상승세를 이어갔는데, 경기부양대책에 따른 중국 경기선행지수 상승이 큰 역할을 했다. 미국 경기선행지수는 2개월 연속 둔화된 것으로 나타난다.

금주에는 4월 소비자물가 발표가 예정돼 있는데, 재고소진 등을 고려하면 아직 소비자물가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 그러나 5월부터 관세가 소비자가격에 반영되면서 2Q25~3Q25에 미국 소비자물가가 3%대 중반까지 상승할 가능성은 높다. 향후 소비자물가 상승이 본격화될 경우 실질임금상승률이 크게 둔화될 수 있다. 경기침체가 아니더라도 저성장 국면으로 진입할 수밖에 없는 이유다.

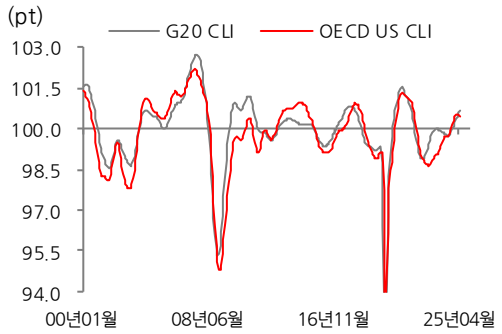
Bloomberg Economics가 7가지 지표로 추정하는 4월 세계경제성장률은 0%대를 기록했을 가능성이 높다. ISM 서비스업을 제외한 6가지 지표들이 일제히 하락했기 때문이다. 우리는 1Q25 경제성장률, 향후 소비자물가 전망, 4월 경제지표 등을 고려했을 때, 당분간 세계경제는 저성장 국면이 불가피할 것으로 예상한다. 글로벌 주식시장은 관세 충격에서 벗어나고 있는 상황이나, 저성장 국면에서 earnings visibility 약화가 뒤따를 수 있다는 점에서 상승 추세 진입은 쉽지 않을 전망이다.

Ⅰ. 경기침체보다는 저성장 국면 진입

경기침체를 우려할 상황은 아니나, 모멘텀은 약화

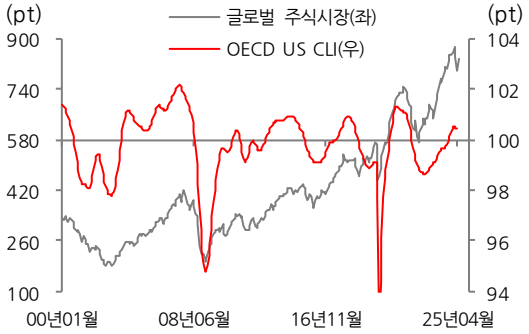
2025년 4월 OECD G20 경기선행지수가 상승세를 이어갔으나, 상승폭은 줄어드는 모습이다. 특히 미국 경기선행지수가 2개월 연속 둔화됐다는 점은 부정적이다. 주요국들의 경기선행지수 흐름을 살펴보면 선진국 중에서는 독일, 프랑스, 호주, 캐나다가 상승세를 이어간 반면에 다른 국가들은 둔화세로 접어들고 있다. 미국 경기선행지수 둔화는 향후 세계경제와 주식시장에 대한 불확실성을 높일 전망이다.

Fig. 1: OECD 미국 경기선행지수 2개월 연속 둔화



자료: OECD, BNK투자증권

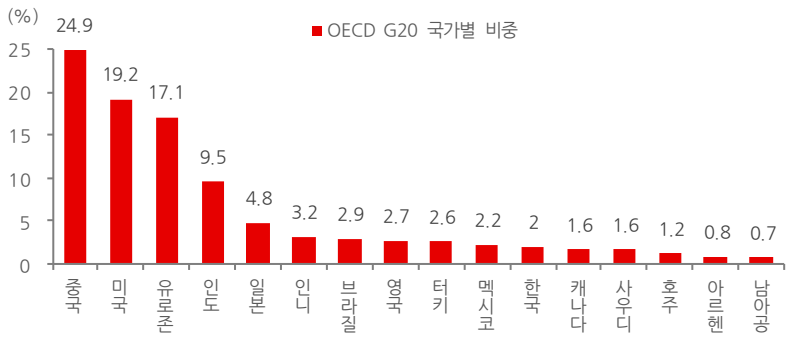
Fig. 2: 미국 경기선행지수 둔화는 주식시장에 부정적



자료: OECD, BNK투자증권

주요 선진국들의 경기선행지수 둔화에도 불구하고 G20 경기선행지수가 상승세를 이어가고 있는 것은 중국, 인도 영향이 크다. 특히 2024년 10월부터 중국 경기선행지수 상승세가 뚜렷한데, 이는 경기부양대책에 따른 영향이다.

Fig. 3: OECD 경기선행지수 국가별 비중

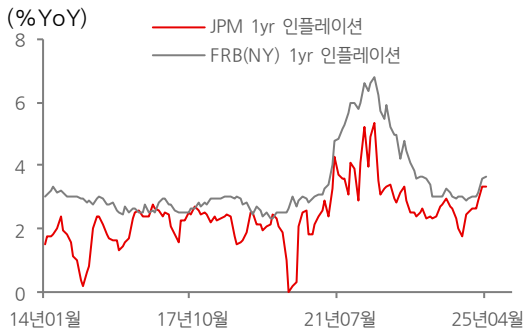


자료: OECD, BNK투자증권
주: 2023년 기준

중국은 5월에도 지준율 0.5%p 인하와 금리인하를 유도하고 있다는 점에서 경기부양에 적극적으로 나서고 있다. 관세전쟁으로 인해 수출확대가 여의치 않다는 점에서 내수부양에 전력투구하고 있는 것이다. OECD 경기선행지수 국가별 비중은 구매력을 기준으로 한 것이기 때문에 미국보다도 중국 비중이 더 높다. 여기에 인도까지 높은 비중을 차지하고 있다는 점이 주요 선진국들의 경기선행지수 둔화를 상쇄하고 있는 것이다.

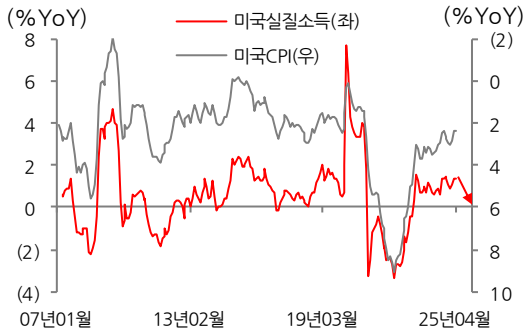
금주에는 미국 소비자물가가 발표될 예정이다. 4월 미국 소비자물가는 0.35%MoM, 2.4%YoY를 기록할 것으로 예상되고 있다. 4월초부터 관세부과가 진행됐지만, 주요 소매점포들이 4월말부터 소비자가격에 반영했다는 점에서 당장에 소비자물가 충격이 나타나지는 않을 전망이다. 그러나 FRB, JP Morgan 등의 전망을 토대로 할 경우 소비자물가는 3Q25까지 1.0~1.2%p 상승하면서 3%대 중반까지 상승할 것으로 예상된다.

Fig. 4: 미국 소비자물가는 3% 중반까지 상승 전망



자료: FRB(NY), JPM, BNK투자증권

Fig. 5: 실질소득이 0%에 근접할 가능성이 높음



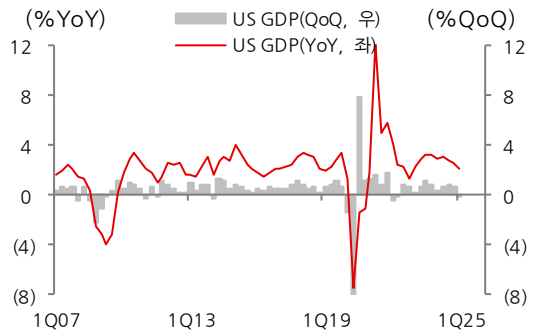
자료: 미 노동부, BNK투자증권

1Q25 미국 경제성장률이 마이너스를 기록하면서 경기침체에 대한 우려가 커지고 있는 것은 사실이다. 사전적인 의미에서 2분기 연속으로 마이너스 성장률이 발생할 경우 경기침체로 인식된다는 점에서 경기침체확률은 이미 40%로 높아졌다. 그러나 우리가 일반적으로 인식하는 경기침체는 극심한 경기불황을 의미한다는 점에서 차이가 있다.

미국 소비자물가 전망치를 토대로 하더라도 우리는 실질임금상승률이(또는 실질소득증가율) 마이너스로 하락하지는 않을 것으로 예상한다. 우리는 미국 경제성장률이 일시적으로 마이너스를 기록하더라도 실질소득증가율이 큰 폭으로 감소하지 않는다면 경기침체에 대한 우려는 완화될 것으로 예상한다. 2021년 4월부터 2년 동안 미국 실질소득증가율이 크게 악화됐으나, 일시적인 경기침체(1Q22 -0.26%QoQ) 우려에 그쳤다는 점이 이를 반증한다.

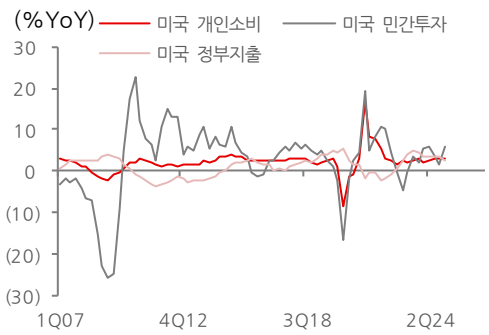
1Q25 미국 경제성장률은 -0.07%QoQ, 2.0%YoY를 기록했다. 지출항목별로 보면 개인소비와 민간투자는 양호한 모습을 보였으나, 정부지출이 소폭 둔화됐기(전분기 대비 USD146억 감소) 때문이다. 이런 까닭에 실제적으로 미국 경제성장률 부진은 순수출 감소에 따른 것이다. 1Q25 미국 순수출은 USD1조 3,743억 적자로 전분기 대비 USD3,216억 악화된 것으로 나타난다. 즉 4월부터 예고됐던 관세 부과를 피하기 위해 선제적으로 수입이 크게 증가한 결과로 볼 수 있다.

Fig. 6: 미국 경제성장률 2.0%YoY로 둔화



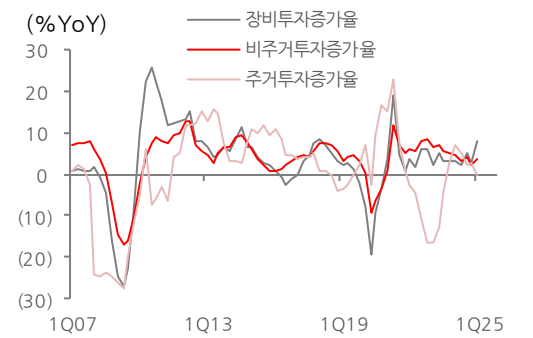
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 7: 지출항목은 정부지출만이 둔화



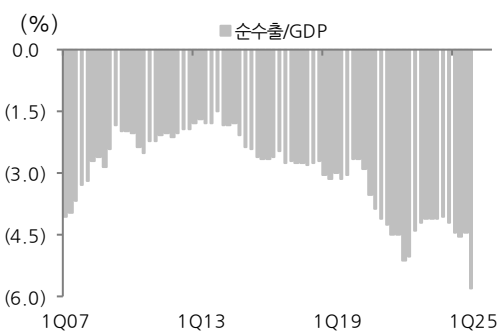
자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 8: 민간투자 증가는 장비투자가 주도해 의미 축소



자료: BEA, BNK투자증권

Fig. 9: GDP 부진은 순수출 악화에 따른 결과물



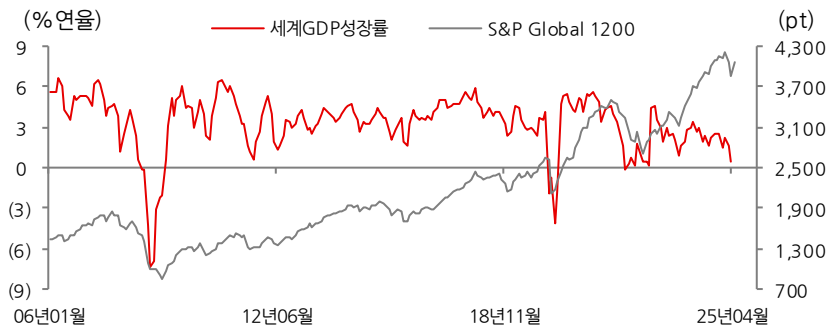
자료: BEA, BNK투자증권

1Q25 민간투자증가율이 5.9%YoY를 기록했다는 점은 긍정적이나, 이는 일시적인 장비투자 증가에 따른 것이다(1Q25 장비투자증가율 8.0%YoY). 장비투자증가율 상승은 관세 부과를 앞두고 전자장비 등에 대해 일시적으로 매입을 서두른 결과일 가능성이 높다(1Q25 실질장비투자는 전년대비 USD1,039억 증가).

저성장에 익숙해져야 하는 시기

Bloomberg Economics에서 세계경제성장률을 추정하는 7가지 지표가 4월에 부진한 모습을 보이고 있다. 7가지 지표는 ISM 제조업과 서비스업 지수, 중국 제조업과 비제조업 PMI, EU 경제활동지수, S&P Goldman Sachs 산업재 지수, S&P Global 1,200 지수를 의미한다. 4월에는 미국 ISM 서비스업 지수가 소폭 반등한 것을 제외하고 나머지 6가지 지표는 일제히 악화된 것으로 나타난다.

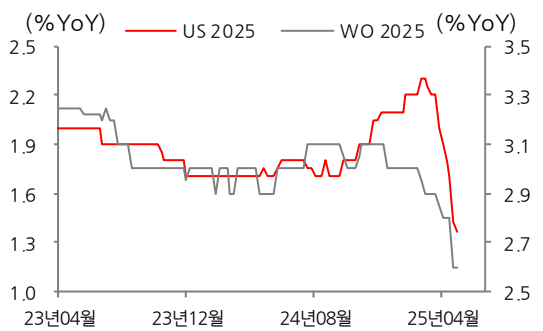
Fig. 10: 세계경제는 저성장 국면으로 진입 중



자료: BE, BNK투자증권
주: 2025년 4월 0.5%로 추정

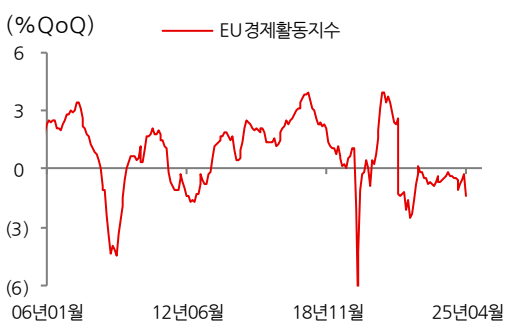
3월 BE가 추정한 세계경제성장률은 1.7%QoQ연율이었다는 점을 고려하면 4월에는 1%QoQ 연율 이하로 추락했을 가능성이 높다. 이러한 경제성장률은 러시아, 우크라이나 전쟁으로 인해 에너지 가격이 급등하던 2022년과 비슷한 수준이다. 아직 미국 관세부과에 따른 영향이 제대로 확인되지는 않은 상황이나, 이미 세계경제에는 부정적인 영향을 미치기 시작한 것으로 볼 수 있다.

Fig. 11: 경제성장률 하향 조정이 이어질 전망



자료: BE, BNK투자증권

Fig. 12: 유로존 경제활동지수도 냉각

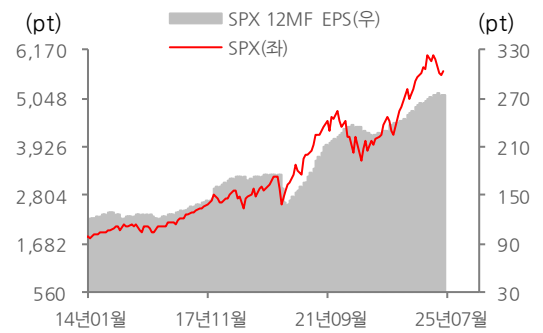


자료: BE, BNK투자증권

1Q25 미국 경제성장률이 예상 외의 마이너스 성장을 기록한 이후에 2025년 경제성장률 전망치가 뚜렷하게 하향 조정 중이다. 현재 상황이라면 2025년 경제성장률 전망치는 1.2%YoY 수준으로 추가 하향이 예상된다. 미국 경제성장률 전망치 하향이 곧바로 세계경제성장률 하향 조정으로 이어지고 있다는 점도 감안해야 할 것이다. 유로존은 1Q25 시장 예상치를 상회하는 0.4%QoQ 경제성장률을 기록했으나, 4월 EU 경제활동지수가 급락하면서 향후 전망은 좋지 않은 상황이다.

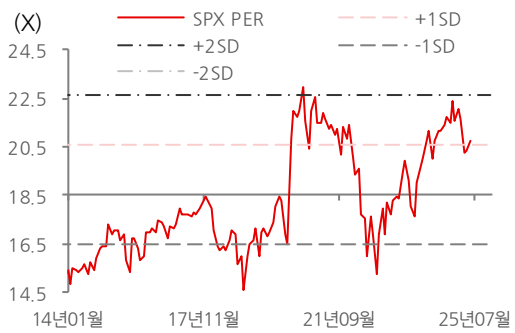
경제성장률 하향 조정은 earnings에 부정적이다. 왜냐하면 경기침체가 아니더라도 저성장 국면에서는 earnings visibility가 약화될 수밖에 없기 때문이다. 실제로 4월부터 S&P500 12MF EPS가 둔화되기 시작했다. S&P500 12MF EPS 둔화에도 불구하고 주가는 4월 하락을 모두 만회한 상황인데, 이는 관세 협상에 대한 기대감이 남아 있기 때문이다.

Fig. 13: S&P500 12MF EPS 둔화는 유지 중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: S&P500 12MF PER +1σ가 갈림길



자료: Bloomberg, BNK투자증권

지난주 미국과 영국의 무역협상이 타결된 점이 금융시장에는 안도감을 주기는 했으나, 내용면에서 보면 그다지 크게 변화된 부분은 없다. 왜냐하면 자동차나 철강, 알루미늄 등에 대한 일부 관세가 완화되기는 했으나, 기본 관세 10% 틀에는 변화가 없기 때문이다. 다른 국가들과의 협상에서도 기본적으로 관세 10%는 변하지 않을 것으로 예상해 볼 수 있다는 점에서 관세 이전으로 되돌리기에는 쉽지 않은 상황이다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 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, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단