

전략공감 2.0

Strategy Idea

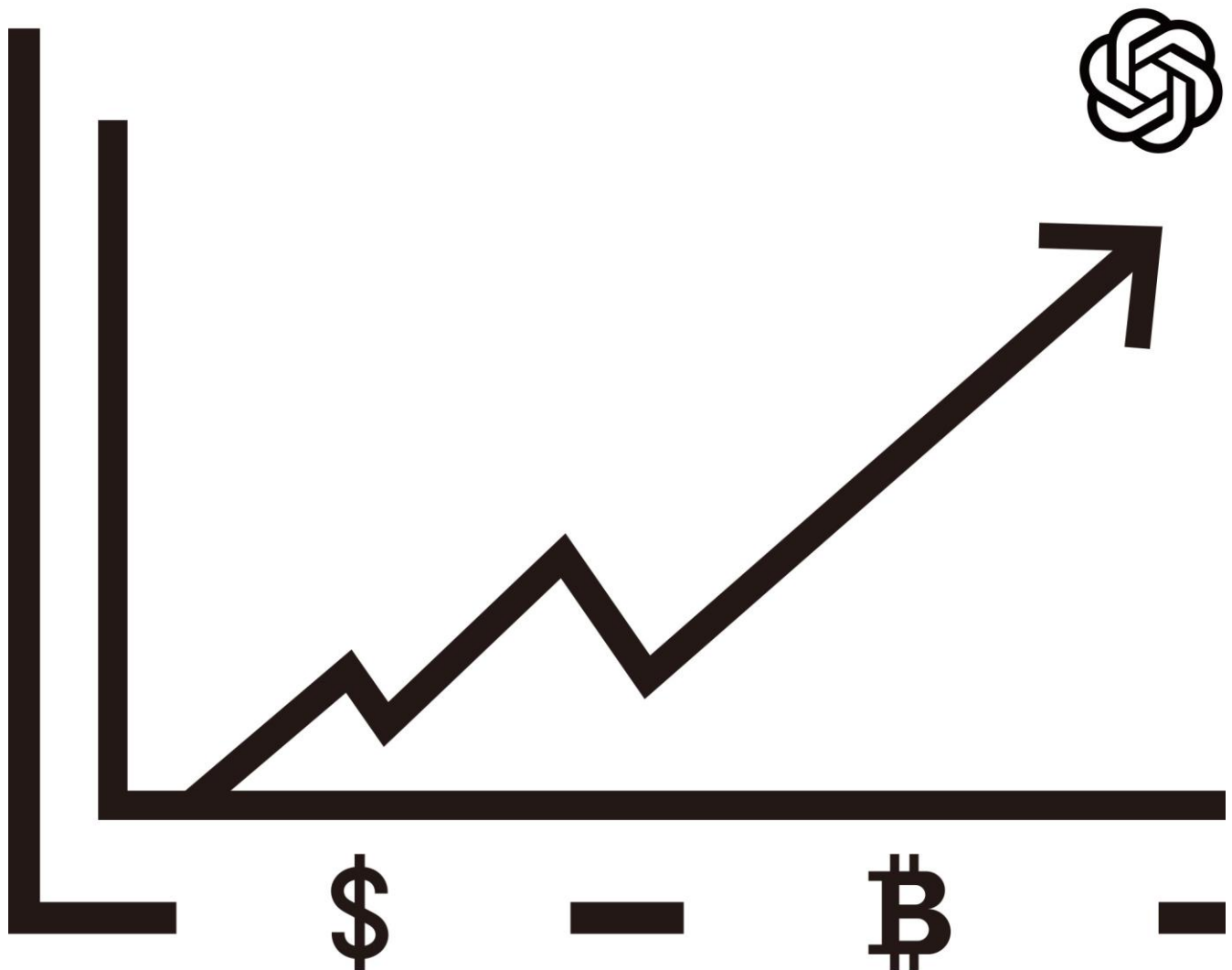
Macro View Update와 지역별 하이라이트

오늘의 차트

투기적 포지션, 어디까지 왔나

칼럼의 재해석

가성비 1등 Xpeng의 스마트카 대중화 선도



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

Macro View Update 와 지역별 하이라이트

- ✓ 2025년 미국 경제전망 하향조정. 유럽과 일본 경제전망은 상향 조정
- ✓ 내수가 부진한 국가(유럽, 중국)의 재정정책 동원 인상적. 일본은 선순환 국면에 진입
- ✓ 미국의 관세 불확실성은 상반기가 정점. 하반기 이후 성장을 도모할 가능성에 무게

글로벌 경제전망 조정과 주요 이슈 점검

2025년 미국 경제전망 하향조정
유럽, 일본 전망 상향 조정

오늘 전략공감2.0은 그간 다양한 리포트를 통해 제시하였던 당사의 경제전망 조정 내용을 한 눈에 정리하는 보고서이다. 연초 높여 잡았던(2.2%) 미국 경제전망을 하향 조정(1.9%)하고, 2026년 전망치를 상향(2.0%→2.1%)했다. 반면 유로존과 일본의 올해 경제전망은 각각 1.0%와 1.4%로 상향 조정하였다.

미국 경제전망 하향 조정은 트럼프 행정부가 야기하는 정책 불확실성이 올해 상반기 경기를 누를 가능성을 반영한 것이고, 유로존 개선 전망은 독일 주도의 정책 변화 및 자생적 회복 조짐 가시화에 따른 것이다. 일본은 지난 수 년간의 디플레이션에서 벗어나 임금-소비(내수)의 선순환 단계에 진입하고 있다.

작년 말과 지금의 결정적인 차이는 내수가 부진한 국가들이 마침내 재정정책 기조의 변화를 보였다는 것이다. 독일은 16년 만에 부채제동장치(Debt brake)를 개혁했고, 중국은 GDP대비 4%의 재정적자 용인을 공식화했다. 영국은 감세를 논의 중이다. 다음 차례는 우리나라가 될 것이다.

경제전망 및 정책의 변화는
금융시장이 고스란히 반영 중

경제전망과 정책변화는 금융시장에 고스란히 반영되고 있다. 연초 이후 주요국 10년 만기 국채 수익률 변화를 보면, 3월 26일까지 미국과 한국이 각각 22bp와 2bp 하락한 반면, 독일(43bp), 일본(48bp), 중국(12bp)의 금리는 올랐다. 재정정책 대응이 있었거나(유럽, 중국), 통화정책의 추가적인 정상화(일본) 기대가 있는 지역들의 금리가 상승했다.

외환시장에서는 달러화가 하락한 반면 Non-US 통화가치가 일제히 절상되었다. 유로화(+4.0%)를 위시한 북유럽 통화 강세가 두드러졌고, 일본 금리 상승에 편승한 엔화 강세도 있었다. 관세 압력에 노출된 멕시코 페소와 캐나다 달러는 이보다 상승폭이 작다. 원화는 미스터리(mystery)다. 직접적 관세 압박이 없었음에도 여타국 대비 절상폭이 미미하기 때문이다. 현재로서는 원화가 risk-off 환경에서 취약하고, 대내 불확실성이 크다는 점을 지목해 볼 수 있을 것이다.

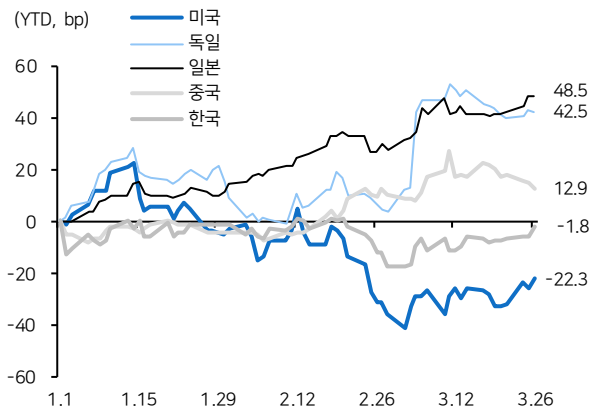
이하에서는 경제전망 변화의 근거가 되는 국가별 주요 하이라이트를 다루며, 미국의 행보가 주된 관심사인 만큼, 타 지역에 비해 비교적 자세히 기술하도록 한다.

표1 메리츠 글로벌 경제전망 요약

	민간 내수 체력	확장재정	통화긴축 완화	(% YoY)	2024A	2025E	2026E
미국	○ → △	○ → △	○	GDP	2.8	2.2→1.9	2.0→2.1
				FFR (연말, %)	4.50	3.75	3.25
유럽	△	× → ○	○	GDP	0.7	0.9→1.0	1.2→1.4
				ECB DFR (연말, %)	3.00	2.00	2.00
일본	○ (복원 중)	×	×	GDP	0.1	1.2→1.4	0.9→1.0
				BOJ Call rate (연말, %)	0.25	0.75→1.00	1.00→1.50
중국	△	△ → ○	○	GDP	5.0	4.6	4.3
				PBOC 1Y LPR (연말, %)	3.1	2.7	2.5
한국	△	× → ○ (2Q 이후)	○	GDP	2.0	1.5	2.0
				한은 기준금리 (연말, %)	3.00	2.25	2.25

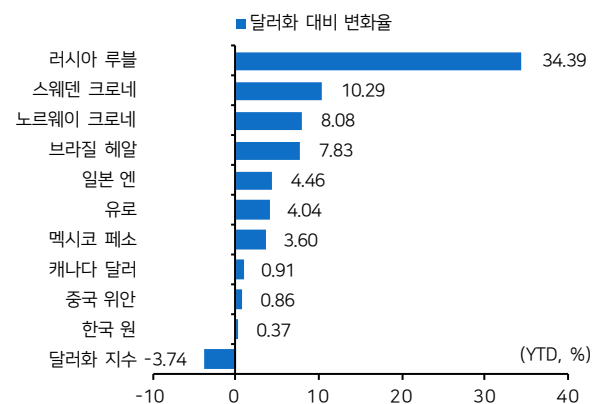
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 연초 이후 주요국 10년 만기 국채 수익률 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연초 이후 주요국 달러대비 통화가치 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 경제 Highlights: 관세와 공무원 해고를 중심으로

트럼프 대통령은 취임 이후 거침 없는 행보를 보이면서 연일 뉴스를 쏟아내고 있다. 취임한 지 2달 만에 관세, 정부 구조조정, 재정정책, 외교정책 등 다방면에 걸친 변화가 관찰되고 있다. 이 중 금융시장이 당장 주목하는 변수를 들자면 관세와 공무원 해고일 것이다. 우선 동향을 살펴보자.

뉴스로 체감한 것 대비 실제 관세 부과 건수는 미미

관세: 우리는 관세와 관련한 뉴스를 거의 매일 접하다시피 했으나, 체감에 비해 실제 관세가 부과된 케이스는 많지 않다. 대 중국 관세를 20%포인트 올렸고, 철강/알루미늄에 대한 관세가 들어간 것이 전부이다. 캐나다/멕시코에 대한 관세는 적용과 유예를 반복하고 있다. 엄밀하게는 현재 USMCA(미국-멕시코-캐나다 무역협약) 규정에 의해 교역되지 않는 품목에는 관세가 적용되는데, 멕시코산의 50%와 캐나다산의 38% 정도가 여기에 해당된다¹. 그러나 관례적으로 면세로 취급되어 국경을 통과해 왔다. 4월 2일 상호관세 내용이 공개될 예정이다(후술).

정부 구조조정은 공무원 해고 정도만 성과(?)

정부 구조조정: 지출 감축을 목적으로 설립된 정부효율부(DOGE)가 일을 하기 시작했으나, 나라살림을 유의미하게 절감했다는 신호는 잘 관찰되지 않는다. Yale Budget Lab에 따르면, 연초 이후 운전자금 지출이 2023~24년 수준을 넘어서고 있다.² 그나마 가시적인 성과(?)가 있는 쪽은 공무원 해고이다. Challenger, Gray & Christmas는, 2월 중 공공부문에서 6.2만 명이 해고 통보를 받았다고 집계했다.

그림3 2월 중순 이후 트럼프 행정부의 주요 행보

Tariff	3월 4일 기점으로 캐나다/멕시코 25% 관세 적용, 대중 관세를 추가 10%p 인상(취임 이후 누적 +20%p) → 3월 5일 캐나다, 멕시코 자동차 + USMCA 규정에 의해 교역되는 품목은 4월 2일까지 다시 유예 3월 12일 철강/알루미늄 관세 부과, 캐나다/EU 보복 4월 2일에는 상호관세 공개 예정: 모든 국가 대상이 아닌 Dirty 15이 주요 타겟 - 향후 1) 캐나다산 유제품/목재 관세, 2) 반도체, 자동차, 의약품, 구리 등 섹터별 관세 예고
정부 구조조정	'25.9월까지 유급휴가 부여 후 사직 권고 옵션 제기. 2월 14일부터 공무원 해고 본격화 - 일부 조직 무력화(USAID) 및 해체(교육부) - Challenger, Gray & Christmas에 따르면, 2월 한 달간 공공부문에서 6.2만 명 해고(layout)
재정정책	- 미국 하원은 향후 10년간 4.5조 달러 감세를 골자로 하는 예산 법안을 통과 (찬성 217, 반대 215) - '17년 감세법안(TCJA) 영구화하는 대신, Medicare & Medicaid 등 의무지출 부분 삭감 (2조 달러 내외) - CRFB(Committee for a Responsible Budget)는 지출감축 노력에도 10년간 적자 2.8조 달러 증가 예상
외교정책	- 우크라이나에 대한 무기 및 정보(intelligence)지원 중단 압박 끝에 광물협정 서명 - 러시아 금융제재/관세 부과 압박 이후 협상 끝에 흑해 항행 보장 및 에너지 시설 공격에 합의 - 이민자 추방 지속: 국경경비대 수용 시설 확충, 우크라이나에서 온 24만 명에 대한 합법 이민 지위 박탈 예고

자료: WSJ, FT 등 외신 보도 내용을 메리츠증권 리서치센터가 정리

¹ WSJ(3월 6일), "Big Chunk of North American Trade Remains Exposed to Tariffs"

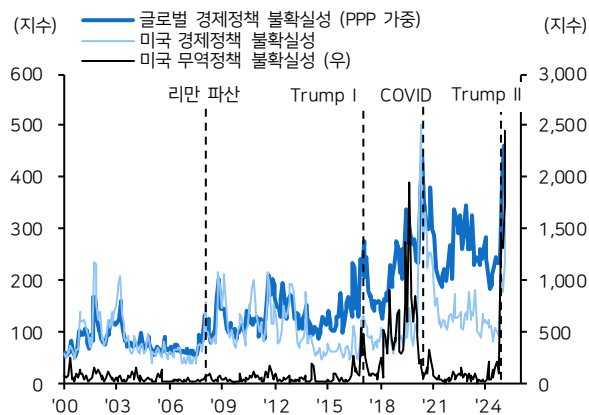
² Yale Budget Lab (3월 3일), "Short-Run Economic Impacts of DOGE: Whither Jobs Day?"

현재까지의 관세 영향**= 무역정책 불확실성의 대폭 확대**

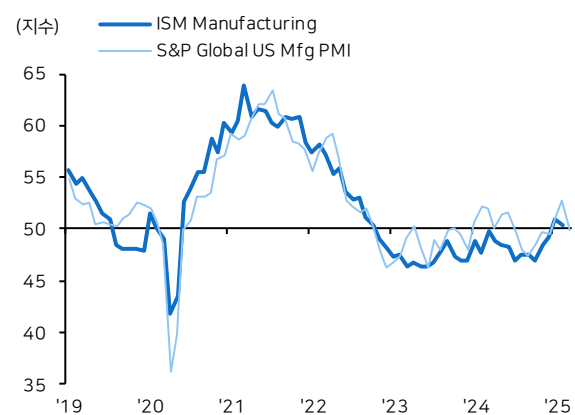
관세 영향: 지금까지의 관세 영향은 무역정책 불확실성의 대폭 확대이다. 트럼프 1기 때 이상으로 높아진 미국 무역정책 불확실성은 미국 경제정책, 더 나아가 글로벌 경제정책 불확실성 확대를 견인하는 동인이 되고 있다. 당연히 교역재에 해당되는 제조업 업황에 영향이 있기 마련이다. 미국 ISM 제조업 지수와 동행하는 S&P Global 제조업 PMI가 3월 들어 기준선을 하회(49.5)하기 시작했다. 2월 신규주문 급감의 후폭풍일 수 있다. 돌려 말하면 불확실성이 완화되기 전까지는 제조업 회복을 논하기 어려울 수 있다.

현재까지의 정부 구조조정 영향**= 점진적 고용충격 가능성**

정부 구조조정 영향: 공무원 해고 관련해서는 6.2만 명의 해고 통보 이외에 영향을 가늠할 수 있는 공식 데이터가 부재하다. 그래서 AI를 이용하여 이와 관련한 외신보도들을 취합해 보았다. 현재까지 많게는 8만 명 정도가 해고되었을 수 있으며, 이 중에는 "9월까지 유급휴가 사용 후 퇴직" 옵션에 응한 자들도 있다. 이들은 길게는 9월까지 취업자 신분일 것이기에 3월 고용에 충격이 크게 들어올 가능성은 낮다. 추정에 따라 연방 공무원의 10% 정도인 최대 30만 명이 해고될 가능성까지 제기되고 있는데, 충격은 수 개월 간에 걸쳐 점진적으로 반영될 것으로 본다.

그림4 미국 무역정책 발 글로벌 정책 불확실성 확대

자료: PolicyUncertainty.com, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 ISM제조업 지수 vs S&P Global 제조업 PMI

자료: US ISM, S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

표2 DOGE 주도의 공무원 해고: 언론 집계

Agency/Estimate	Number of Layoffs	Date Reported	Sources/Details
유급휴가 옵션 받은 공무원 (Deferred-Resignation Buyouts)	~75,000 (일부 사직)	Mid-February 2025	"Federal Times, Feb 18, 2025: '75,000 Accept Buyouts in DOGE Deal, Many Still on Payroll'"
교육부(Department of Education)	~1,300 (재직인원의 33%)	11-Mar-25	"Education Week, Mar 11, 2025: 'Ed Dept Slashes 1,300 Jobs, Aims for 50% Reduction'"
재향군인부(Department of Veterans Affairs)	~1,000+ (수습직원)	13-Feb-25	"Military Times, Feb 13, 2025: 'VA Fires 1,000+ in DOGE Push, Targets 80,000 Cut'"
산림청(U.S. Forest Service)	~3,400 (재직인원의 10%)	Late February 2025	"USDA Press Release, Feb 27, 2025: 'Forest Service Cuts 3,400 Probationary Staff'"
보건복지 서비스 (Health and Human Services: HHS)	~5,000+ (수습직원)	Mid-February 2025	"HHS Internal Memo, Feb 14, 2025 (leaked via Politico): '5,000+ Probationary Layoffs Initiated'"
총 해고건수 추정 (Roth)	~62,000-80,000	Early March 2025	"Bloomberg, Mar 5, 2025: 'Economist Stephanie Roth: DOGE Cuts Could Hit 80,000 Probationary Jobs'"
총 해고건수 추정 (Brusuelas)	~200,000-300,000	Early March 2025	"CNBC, Mar 7, 2025: 'Joseph Brusuelas Predicts 200K-300K Federal Job Losses with Contractors'"
현재까지 해고건수 (보수적 추정)	~30,000-50,000	20-Mar-25	"Aggregated from AP, Reuters, and agency reports up to Mar 20, 2025: 'Confirmed Layoffs at 30K-50K'"

자료: Grok2.0을 이용하여 메리츠증권 리서치센터가 취합

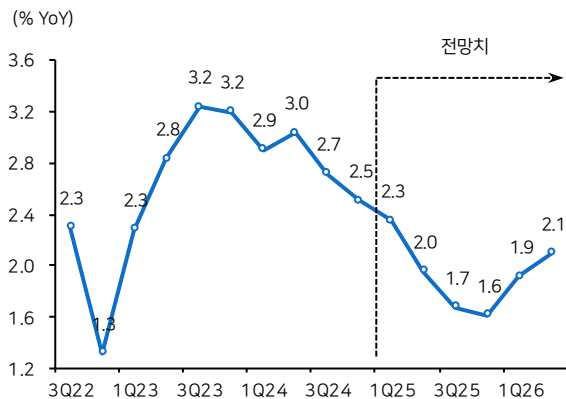
현재 3월 비농업 취업자수 컨센서스는 12만 명이나, 아직 응답에 참여한 표본이 5명에 불과하여 기준으로 삼기 어렵다. 민간 고용증가분이 2월 14만 명에서 낮아진다고 보고, 정부 부문에서 대략 1~2만 명 감소가 나온다고 보면 전체 10만 명 정도로 눈높이를 가져 가는 것이 합리적일 수 있겠다.

제조업, 노동시장 노이즈에도 리세션을 논할 단계는 아님

제조업이나 노동시장에서 노이즈가 발생하고 있지만, 이를 리세션 징후로 보기는 어렵다. 애틀랜타 연은이 집계하는 올해 1분기 Nowcasting은 -1.8% (3월 18일)이지만, 2월 관세부과를 우려한 1월 수입의 대폭 확대(=순수출 기여도 급감)와 1월 소비지출 부진(날씨 영향) 등에 기인한다. 이마저도 금(Gold) 수입의 급증에 따른 왜곡을 고려시, +0.4~0.5% 내외에 해당한다고 봐야 한다.

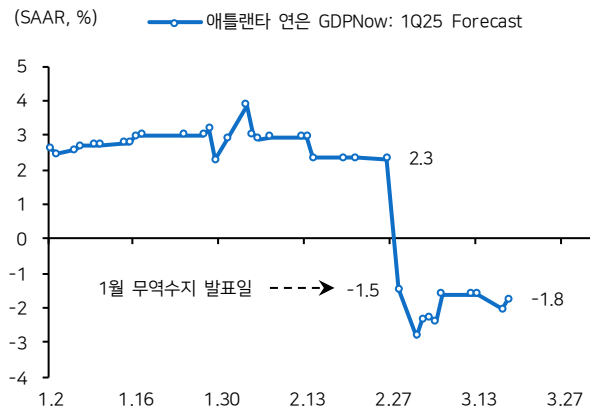
1월에 앞당겨 수입한 효과가 2~3월에 수입 감소로 나타나고, 2월 소비지출이 회복되는 것을 확인하면서 숫자는 1% 이상으로 올라가게 될 것이다. 소비는 심리위축에도 실물 데이터에서 과열음이 보이지는 않는다. 소득 여건이 악화되었을 때 소비위축을 논할 수 있는데, 아직 그러한 단계가 아니기 때문이다.

그림6 미국 분기별 경제성장률 궤적



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 Atlanta Fed: GDPNow (1Q25)



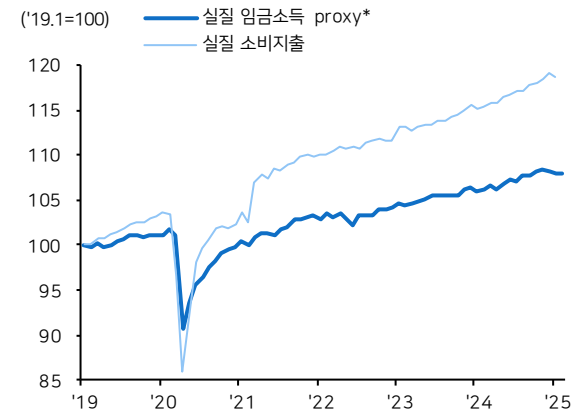
자료: Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 실질 재화 소매판매 (외식서비스 제외)



자료: US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 실질 임금소득과 개인소비지출



주: * 민간고용 x 민간부문 주당 평균임금 / 소비자물가
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

상호관세는 정의(definition) 대로
부과되지 않을 것

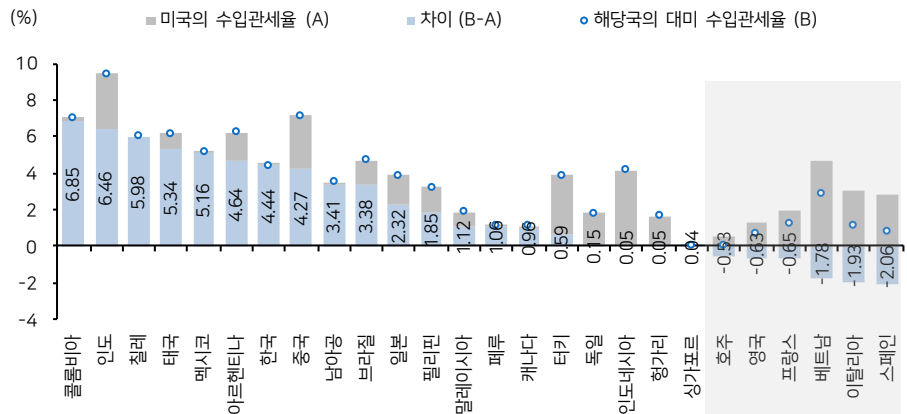
상호관세: 미국 경제전망의 추가 하향조정 요인을 꼽는다면 관세정책의 본 게임이라 할 수 있는 상호관세를 들 수 있을 것이다. 상호관세를 정의하면, 미국이 타국산 수입품에 대해 부과하는 관세율보다 타국이 미국에서 수입하는 관세율이 높으면 그 차이만큼 관세율을 올리겠다는 것이다. 국가별로 계산한 값이 그림 10이며, 선진국 보다는 신흥국이 타격을 더 입는 구조이다.

미국에 대해 무역흑자 보고 있는
국가들 대상이며, 이마저도
협상의 수단

이런 기준을 적용했을 때, 호주, 베트남, 일부 유럽 국가는 관세율을 낮춰야 한다. 그러나 품목에 대한 고려가 들어갈 것이고, 불공정 무역의 시정(?)이라는 명분이 있기 때문에 대미 무역흑자를 보고 있는 국가들이 대상일 것이다(그림 11).

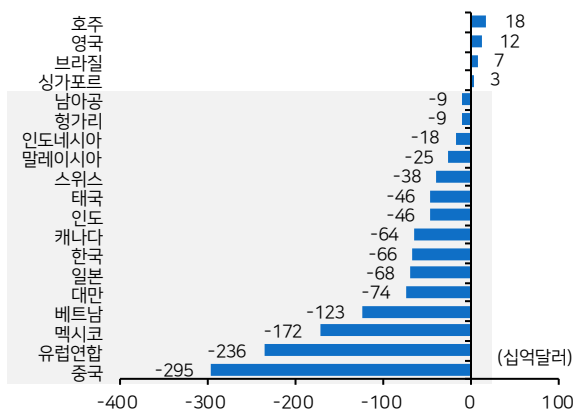
트럼프는 최초에 어떤 국가도 상호관세를 피해 갈 수 없을 것이라 언급했으나, 최근에는 많은 예외(tariff break)가 있을 수 있으며, 캐나다/멕시코가 제기한 문제에 진전을 이뤘다는 발언도 했다. 이러한 관점에서 일부 국가들이 4월 2일을 앞두고 미국과의 협상에 나서고 있다는 사실에 주목해야 한다고 본다.

그림10 관세율 차이: 미국의 타국산 수입품 vs 타국의 미국산 수입품



자료: World Bank WITS Database, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 미국의 국가별 무역수지 (2024년)



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림12 상호관세 앞둔 협상카드 내놓는 주요국

India eyes tariff cuts on \$23 billion of U.S. imports to shield \$66 billion in exports, Reuters reports

PUBLISHED TUE, MAR 25 2025-5:16 AM EDT

UK races to avoid worst of Trump tariffs with talks on tech tax

US wants Britain to drop its digital services tax, which affects big American companies

AUTOS

South Korea's Hyundai announces \$21 billion U.S. investment

PUBLISHED MON, MAR 24 2025-8:03 AM EDT | UPDATED MON, MAR 24 2025-2:44 PM EDT

자료: CNBC, FT, 메리츠증권 리서치센터

Deal 여하에 따라 유예/철회될
가능성이 언제든지 있는 상황

상호관세가 트럼프 공약에서 언급된 보편관세의 또 다른 버전이라는 시각과 영구화되면서 미국 재정수입 확충에 기여할 것이라는 견해가 있었다. 그러나 지금까지의 전개를 보면, 상호관세 조차도 미국이 원하는 것을 얻어내기 위한 협상 전략의 수단일 가능성이 높아 졌다. 이는 상대국과의 Deal 여하에 따라 관세가 유예/철회될 수도, 애초에 부과되지 않을 가능성도 있다는 의미이다.

올해 상반기 중 관세 불확실성
정점 예상

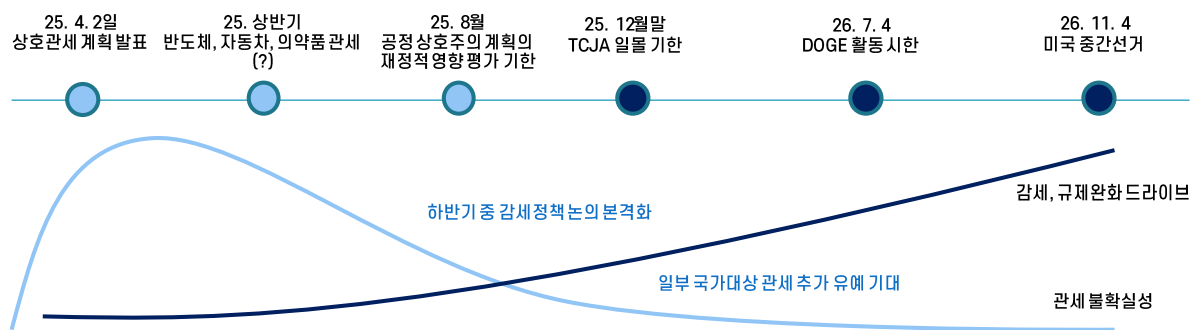
Sequence of events: 아래 그림은 트럼프 2기 정책의 타임라인-순서를 도해한 것이다. 매일 말이 바뀌는 트럼프이기에 정확한 수순은 예단하기 어렵지만, 우리는 조심스럽게 관세와 관련된 불확실성이 올해 상반기 중 정점을 지날 것으로 예상한다. 상호관세 이후 반도체, 자동차 등에 대한 품목별 관세를 부과한다고 이야기하고 있으나, 현대차 그룹이 미국 투자를 했을 때 한국산 자동차에는 관세가 없을 것이라 언급한 점을 보면, 사안에 따라 이 역시 달리 적용될 문제라고 생각한다.

하반기 이후로는 성장을 쉼길
가능성

올해 하반기의 어젠다는 상반기와 다를 것이라고 본다. 당장 올해 말에 2017년 감세 법안(Tax Cuts and Jobs Act) 일몰이 예정되어 있다. 10년간 4.5조 달러의 세금을 감면하고, Medicare/Medicaid 지출을 절감하는 방안이 공화당 의원들의 저항 속에 가까스로 하원을 통과했기에 상원에는 갑론을박이 있을 수 있다.

이것을 원활히 처리한 이후, 2026년에는 규제완화 등 성장에 우호적인 정책을 내놓으면서 중간 선거를 도모할 것으로 본다. 올해 대비 내년의 미국 성장률을 높게 잡은 이유이다.

그림13 트럼프 2기 주요 타임라인과 정책 이벤트 순서



자료: 메리츠증권 리서치센터

유럽 경제 Highlights: 독일의 변화와 자생적 회복 조짐

독일의 재정지출 확대가 핵심
추후 upside도 남아 있음

우리는 독일의 부채제동장치 개혁을 계기로 유로존의 2025~26년 성장률을 1.0%와 1.4%로 상향 조정했다. 독일이 국방지출과 인프라 투자를 합쳐 매년 GDP의 2% 내외 재정지출을 확대할 것으로 내다 보았기 때문이며, 추후 분데스뱅크가 주장한 항구적 개혁이 가시화되고, 유럽 역내 무기시장이 더욱 확대될 경우 추가 upside도 있다고 보는 입장이다³.

경제주체 심리 개선 및 일부
실물 지표 개선 징후 보여

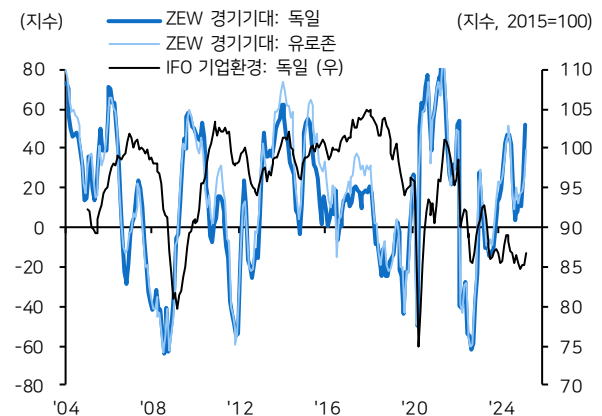
이러한 변화는 심리 개선으로도 연결되고 있다. 3월 ZEW 서베이는 독일을 중심으로 유로존 경기가 개선되고 인플레이션율이 올라올 것이라는 전망이 지배했다. 하락세를 이어가던 IFO지수도 반등했다. 실물 부문의 개선도 나타나기 시작했다. 유로존 저축률이 하락했고, 1분기 제조업 가동률이 올랐다. 무엇보다도 ECB 금리인하가 시중금리 영향을 미치면서 가계/기업 대출이 증가 전환하고 있다.

그림14 독일 Debt Brake 개혁의 주요 내용

국방 지출
- Debt brake에 해당 지출은 GDP의 1%까지만 적용 - 그 이상은 Brake 적용을 면제
인프라 투자
10년간 5,000억 유로 규모의 기금을 설립 (12년간 운영) - Civil defense, 교통, 에너지, 교육, 화학, R&D, 디지털 - Green transition에 1,000억 유로 투입
지방 재정
- GDP의 0.35%까지 적자 용인 (현행: 균형재정) - 따라서 Debt brake 공식 한도는 0.35%에서 0.70%로 높아짐
추가 개혁 시사
현대적인 계획을 위한 위원회 설치, 연말까지 운영

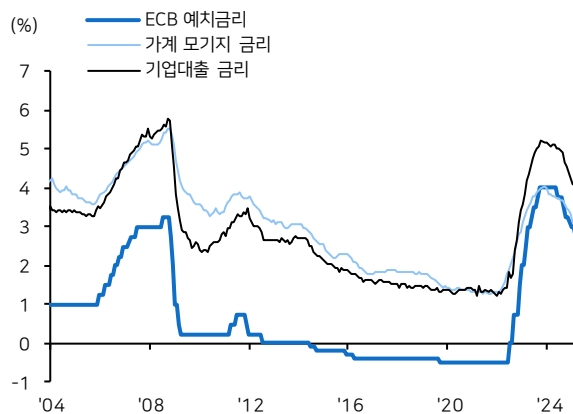
자료: CDU/CSU 연정기본합의서 등, 메리츠증권 리서치센터

그림15 ZEW와 IFO survey: Bottoming-out



자료: ZEW, ifo Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림16 ECB 정책금리와 가계/기업 대출금리



자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림17 유로존 가계 및 기업대출 증감률



자료: European Central Bank, 메리츠증권 리서치센터

3 "독일 Debt Brake 개혁의 주요 논점", 3월 18일, 이승훈의 경제맥 (링크)
"진격의 독일 전차", 3월 25일, 메리츠스스 4월호 (링크)

일본 경제 Highlights: 이제는 정책금리 1.50%도 감내할 수 있다

일본 경제의 호전과 물가상승

우리는 올해와 내년 말 일본은행 콜금리 전망을 각각 1.00%와 1.50%로 상향 조정하였다(3월 BOJ review: [링크](#)). 임금발 서비스물가의 고공행진 가능성과 임금-소비의 선순환에 기반한 잠재성장률을 상회하는 일본 경제의 호전 때문이다.

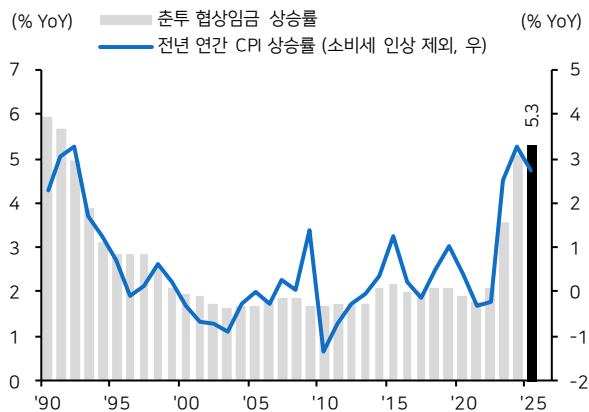
임금발 서비스물가 상승세 장기화

춘투 1차 협상에서 5.46%의 임금 인상이 결정되었다(작년 5.28%). 이를 고려시, 최종 협상임금 상승률은 5.3%에 달할 전망이다. 이렇게 결정된 임금은 향후 12개월 명목 임금에 반영되며, 다시 6~9개월 시차를 두고 서비스물가를 자극한다. 임금이 서비스 물가에 그대로 전이된다고 가정하면 2월 1.7%에 불과한 서비스물가 상승률은 연말 3.8%로 올라간 이후 내년 유사한 수준에서 머물 가능성이 커졌다.

1.50%까지 정책금리 올려도 완화적인 수준임

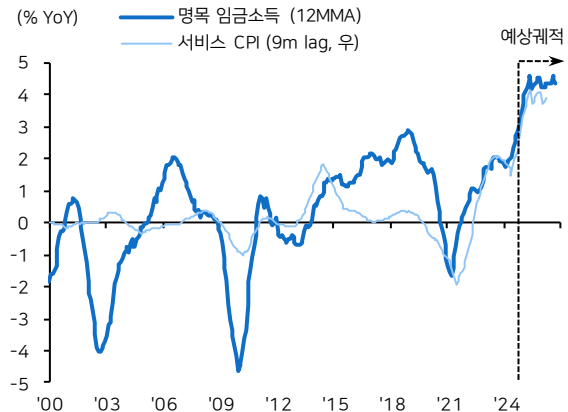
국제유가 하락과 엔화 강세를 감안하더라도 신선식품 제외 소비자물가가 내년까지 2.5~3.0% 사이에서 등락할 가능성이 커진 것이다. 1.50%까지 금리를 올리더라도 실질금리는 -1%를 밑돌게 되며, Output gap이 (+)임을 고려한다면 완화적이며, BOJ가 추정하는 중립금리 범위(1.0~2.5%)의 하단에 위치한 수준에 불과하다.

그림18 일본 춘투 협상임금 상승률 vs 전년 CPI 상승률



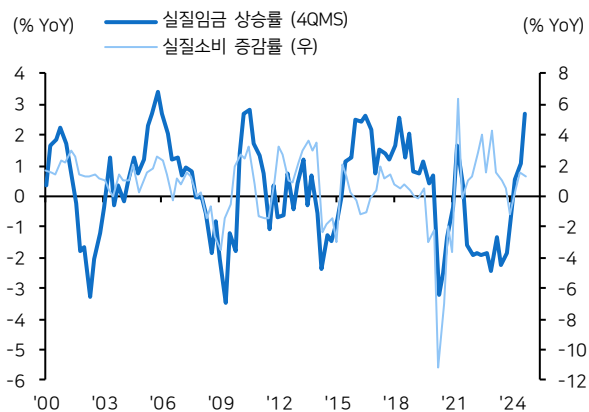
자료: Japanese Trade Union Confederation, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치

그림19 일본 명목 임금소득과 서비스 CPI



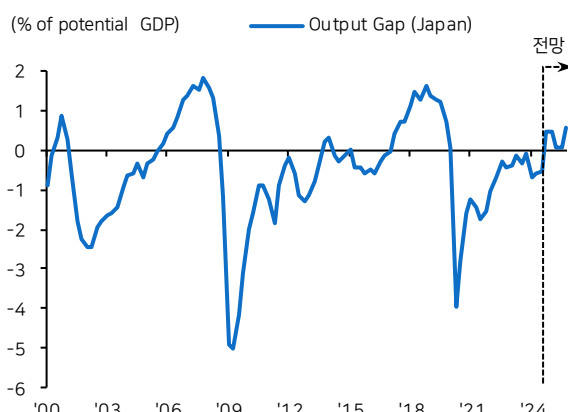
자료: 일본 후생노동성, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림20 실질임금 상승률과 실질소비 증감률



자료: 일본 후생노동성, 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터

그림21 일본의 Output gap



자료: 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터 추정

중국 경제 Highlights (전인대 보고서 [링크](#)): 역대급 정책과 위험 요인

중국 전인대는 내수부양 의지와 역대급 재정정책 확인하는 계기

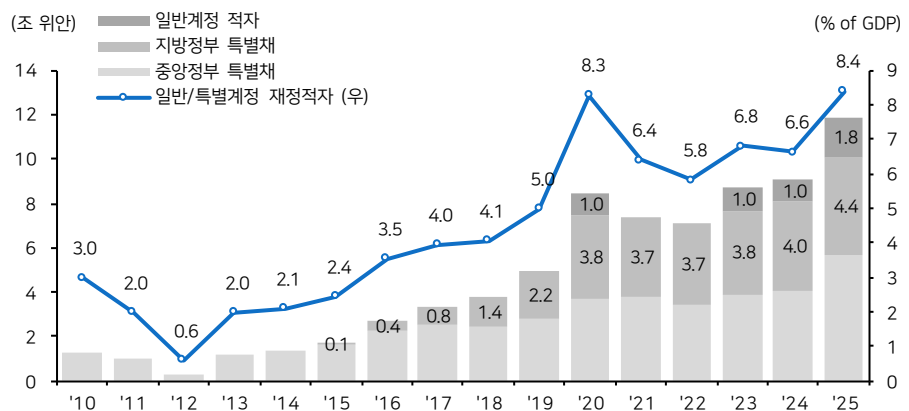
올해 중국 정부는 1) 성장률 목표를 5% 전후로 제시하면서, 2) 내수부양을 정책 우선순위로 결정하고, 3) 코로나19 수준을 넘어서는 재정적자(일반계정 GDP대비 4%, 특별계정 포함시 8.4%)를 용인하였다. 그럼에도 중국 GDP 성장률 전망을 4.6%에서 유지한 것은 재정정책 리스크가 다수 존재한다고 봤기 때문이다.

그러나 재정정책 관련하여 여러 리스크가 존재

1) 지방특별채 중 0.8조 위안이 지방 음성부채 차환으로 전용되어 실제 인프라 투자 투입 금액은 3.6조 위안으로 작년대비 감소한다. 2) 지방정부 살림은 토지사용권 수익에 의존하는데, 부동산 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 정책이 없어 세수결손-지출 차질 위험이 있다. 3) 중앙정부 세수는 올해 5%로 설정된 명목 GDP의 함수이다. GDP디플레이터가 0이어야 하는데, 제조업 공급과잉과 저가 수출전략에 따른 PPI와 수출물가 하락에서 디플레이션이 자유로울 수 없다.

1~2월 산업생산과 소매판매, 고정자산투자 등 실물지표가 예상을 상회했지만, 부동산의 하방 위험이 잔존하는 등 향후 지표의 확인과정이 필요하다고 생각한다.

그림22 중국 일반/특별계정 재정적자 및 GDP대비 비율



자료: 중국 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2025년 중국 전인대 평가

내수진작 방안

- 명목 GDP 신장에 준하는 개인소득 신장 도모
- 중앙정부 초장기 국채발행 통해 이구환신(以舊換新) 지원 증액 (1,500억 → 3,000억 위안)
- 주요 국가사업, 인프라 사업(철도, 원자력, 환경, 물류, 신형인프라)에 민자 참여 확대

재정정책의 리스크

- 지방특별채 증액('24년 4.0조 → 4.4조 위안)하나, 0.8조 위안은 지방 음성부채 차환 재원 - 정부의 직접 투자는 작년대비 감소
- 부동산 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 정책 부재: 지방정부 재정이 악화될 위험 존재 - 정책: 도시별 규제완화, 친환경 주택건설, 지방정부에 미분양 매입 자율권 부여
- 중앙정부가 나서서 미분양 직매입 규모 확대해야 문제 해결될 것
- 디플레 잔존으로 명목 GDP성장률 5% 하회시 일반계정 수입 결손, 지출 차질 불가피

결론

- 내수부양 의지는 크나, 정책의 구체성이 결여됨
- 내수부양 실효성 없이 성장률 목표 5% 고수할 경우, 작년 하반기처럼 저가수출 밀어내기 불가피
- 당사 2025년 중국 GDP 성장률 전망은 4.6% (유지)
- 금융시장 관점에서는 성장(부양)보다는 기술(혁신)에 더욱 집중할 필요

자료: 중국 국무원, NDRC, 재정부, 메리츠증권 리서치센터

한국 경제 Highlights: 불확실성 해소가 중요하다

한국 3월 일평균 수출 8.6% 증가
전망: 반도체 수출의 부활

한국 3월 일평균 수출은 전년대비 8.6% 증가하면서 2월 역성장(-5.9%)에서 벗어날 전망이다. 1~2월 일시적 거래공백-가격 급락에 시달렸던 반도체 수출이 분기 말이 되면서 두 자리 수 증가율로 복귀할 것이기 때문이다.

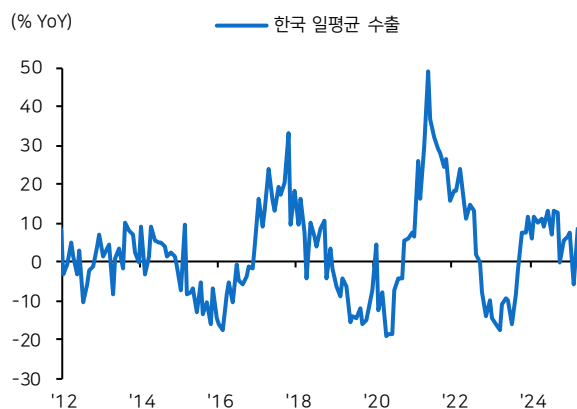
이를 제외하면 긍정적인 부분을 찾기 어려움

그러나 이를 제외하면 긍정적인 소식은 없다: 1) 교역정책 불확실성에 미국 제조업 회복이 지연되면서 선박과 Tech를 제외한 수출 모멘텀이 재차 부진해 질 가능성이 있고, 2) 내수는 3월 들어 부동산 정책 변화 및 판결 지연 등이 심리에 영향을 미치면서 소비와 투자가 계속 지연되는 국면에 있다. 뉴스기사에 반영된 악재들은 곧바로 실제 경제주체들의 심리 악화로 귀결되고 있다.

Policy mix 필요. 이를 위해서는
대내 불확실성 해소 선행되어야

내수와 수출의 동반 부진으로 상반기 성장률의 하향 조정 위험이 가중되고 있으며, 이는 통화/재정정책의 policy mix 도입 필요성을 더욱 노정한다. 대내 불확실성 해소가 1차적으로 중요해 보인다. 그래야 추경 논의가 본격화될 수 있으며, 타 통화 대비 절상이 더딘 원화까지 복원도 기대해 볼 수 있기 때문이다.

그림24 한국 일평균 수출 증감률



자료: 한국무역협회, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국 ISM 제조업 vs 한국 선박/반도체 제외 수출



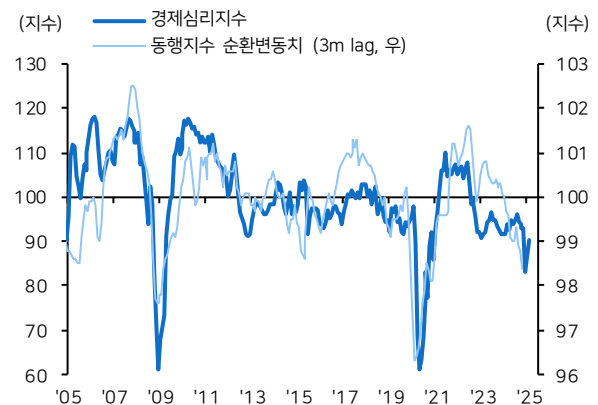
자료: US ISM, 한국무역협회, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국은행 뉴스심리지수 vs 경제심리지수



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국은행 경제심리지수 vs 동행지수 순환변동치

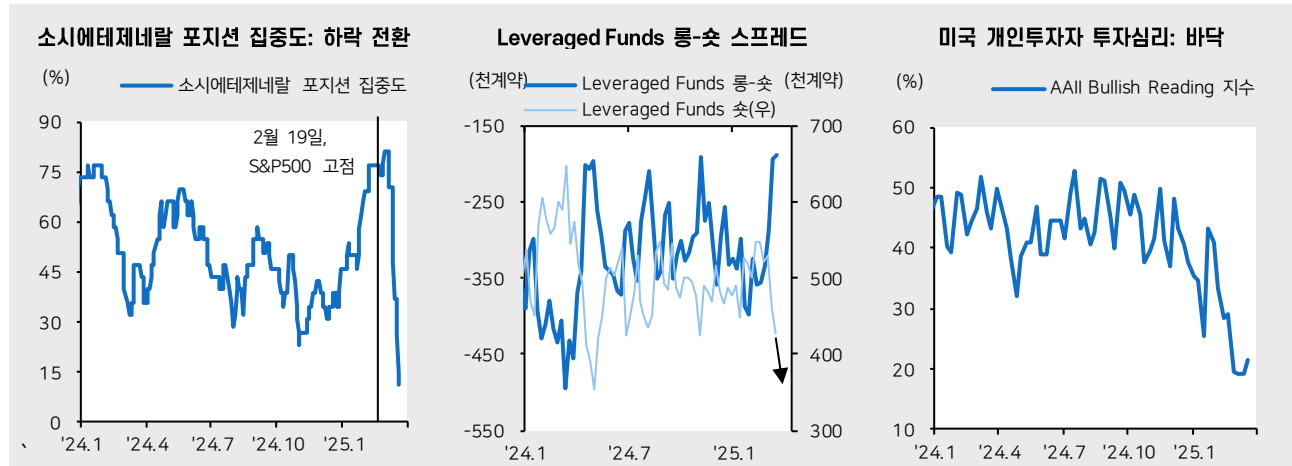


자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

투기적 포지션, 어디까지 왔나



자료: 소시에테제네랄, CFTC, 미국개인투자자협의회, 메리츠증권 리서치센터

숏 포지션 풀림, 해소되고 있을까? 3월 셋째주 미 증시의 주간 하락세가 중단된 가운데, 하락이 재개될 지에 대한 의문이 발생하고 있다. 일각에서는 투기적 포지션의 풀림이 해소되었기 때문에 매도세가 잦아들 것이라는 의견이 제시되었다.

1) 완화된 포지션 집중도 포지션 풀림과 관련해서 소시에테제네랄은 SG Trend 포지션 집중도 지수를 제공한다. 이는 헤지펀드, CTA 등 시스템 기반의 트렌드를 추종하는 펀드들의 포지션 집중도를 나타내는 지수이다. CTA의 포지션 집중도는 2월 27일 81%까지 상승한 이후 하락 전환되며 3월 셋째주 11%를 달성했는데, 이는 기존에 축적되었던 포지션 풀림이 해소되고 있음을 의미한다.

2) 숏 포지션 풀림 완화 기존에 어떤 포지션에 CTA 자금이 집중되었는지는 CFTC가 산출하는 롱-숏 포지션 스프레드 변화 통해 가늠할 수 있다. 헤지펀드 및 CTA의 롱-숏 스프레드는 약 3월 둘째주 이후 2주 동안 약 9.9만 계약 증가하며 2월 셋째주 저점으로부터 반등하고 있다. 동 기간에 롱 포지션은 2천 계약 감소했으며, 숏 포지션은 10.2만 계약 감소했다. 즉 최근의 스프레드 개선은 롱 포지션의 구축보다는 기존의 숏 포지션 풀림이 완화되고 있는 것으로 해석할 수 있다.

3) 개인 투자심리 바닥 통과 매도세가 잦아들 것이라는 기대가 작용하는 가운데, 개인들의 투자심리 또한 바닥을 다지고 있다. 미국 개인투자자협의회는 개인투자자 투자심리 지표를 제공하는데, Bullish, Bearish, Neutral에 대한 응답 비중을 %로 나타낸 것이다. 이때 Bullish의 응답 비율은 21.6%로, 3월 13일 저점을 기록한 이후 반등 시도 중에 있다.

숏 포지션 해소된 가운데 매도세 진정 기대 가능 정리하자면, 숏 포지션 풀림이 해소되기 시작했으며 이에 따라 매도세도 진정될 것으로 보인다. 또한 개인들의 투자 심리 역시 회복되고 있는데 이는 미국 증시가 단기 바닥을 통과한 징후로 보인다.

칼럼의 재해석

김준성 연구위원

가성비 1등 Xpeng의 스마트카 대중화 선도 (Bloomberg)

중국 스마트카 시장에서 가격 경쟁력, 기술 경쟁력, 사업 확장성을 균형 있게 갖춘 Xpeng에 주목한다. 2020년 스마트카 시장 초기에는 NIO, Li Auto와 함께 3강 구도를 형성했지만, 현재 3사 중 가장 뛰어난 실적과 주가 수익률을 보이고 있다. 중저가 시장을 공략하여 15~23만 위안 가격대의 모델들이 총 판매의 90%를 차지한다. 특히 20만 위안 이하 가격대에서 500TOPS 이상의 연산능력을 갖춘 유일한 브랜드로, 가격 대비 성능 측면에서 압도적 1위이다.

자체 개발한 AI 추론칩 'Turing'이 Xpeng 기술력의 핵심이다. 이 칩은 Nvidia Drive Orin-X 3개 분량의 성능 (약 750TOPS)을 제공하며, 2025년 5월 출시되는 신형 모델부터 탑재된다. 휴머노이드 로봇 'Iron'과 플라잉카 'AeroHT' 등으로 사업 영역도 확장하고 있다. 2024년 4분기 매출과 판매량이 크게 증가했으며, 이익률도 개선되었다. 충분한 현금 보유로 지속적인 R&D 투자와 사업 확장이 가능할 것으로 보인다. 2025년에는 5종 이상의 신모델 출시가 예정되어 있다. Xpeng의 성장 모멘텀은 계속될 것으로 전망된다.

뛰는 놈 위에 나는 놈

2020년 미국 증시에 상장한
중국 스마트카 업체
NIO · Xpeng · Li Auto

중국 스마트카 시장은 2020년 이후 Xpeng, Li Auto, NIO를 중심으로 한 3사 경쟁 구도로 형성되었다. Xpeng은 자율주행 기술에 주력하였고, Li Auto는 주행거리 연장형 전기차 (EREV) 기술로 차별화를 꾀했으며, NIO는 프리미엄 전기차 및 배터리 교체 기술을 중점적으로 개발했다. 3사는 각자의 전략을 바탕으로 중국 전기차 시장에서 입지를 마련하고 미국 증시 상장까지 성공했다.

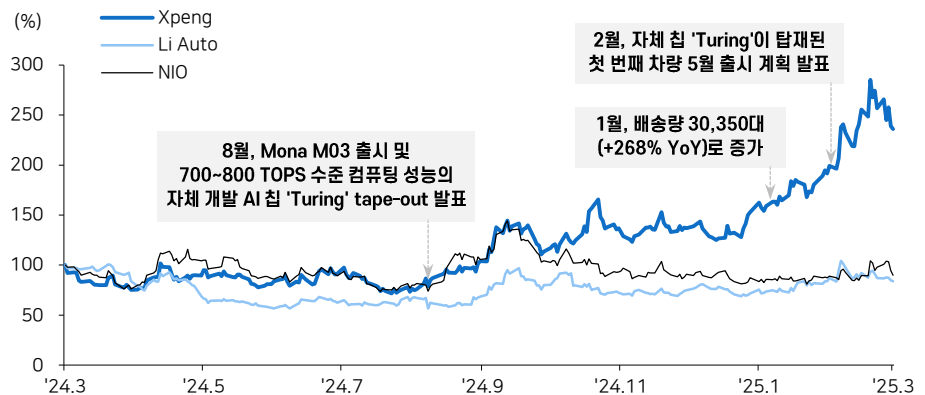
자율주행 기술 독자노선 구축

3사의 공통된 전략적 방향성은 자율주행 기술 경쟁력 강화를 위한 '독자노선 구축'이다. 초기에는 Nvidia의 Drive Orin-X 칩을 기반으로 한 고성능 컴퓨팅 플랫폼을 구축했으나, 2023년부터는 자체 설계 추론칩 개발에 주력하며 기술 주도권 확보에 나섰다. NIO는 'Shenji NX9031' 칩을, Xpeng은 'Turing' 칩을, Li Auto는 'Schumacher' 프로젝트를 통해 각각 자체 칩 개발을 추진 중이다.

2024년 8월, Mona M03 출시
및 자체 추론 칩 Turing 공개
이후 Xpeng 주가 +222% 상승

출발은 비슷했지만, 3사 중 현재 실적과 주가 수익률이 Outperform하고 있는 회사는 Xpeng이다. 이는 가격 경쟁력, 기술 경쟁력, 사업 확장성을 균형 있게 갖춘 결과로 분석된다.

그림1 Xpeng, 독자노선 구축을 시작한 중국 신생 전기차 업체 중 주가 수익률 Outperform



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

가격 대비 기술력 1등

대중을 사로잡은 Mona M03

Xpeng은 현재 6개의 모델 라인업을 운영하고 있으며, 그 중 가장 경제적인 Mona M03 (155,800위안)가 전체 판매량의 약 50%를 차지하며 주력 모델로 자리잡았다. M03를 포함해 P7+, G6등 15~23만 위안 가격대에 포진한 3개 모델이 Xpeng 총 판매의 90%를 점유하고 있어, 중저가 시장에서 강세이다. 이는 NIO가 2024년 프리미엄 세그먼트(30만위안 이상)에서 78%의 매출을 기록한 것과 대조적으로, Xpeng이 가격 민감도가 높은 대중 시장을 선공략했음을 시사한다.

20 만위안 이하 시장 내 독보적 입지

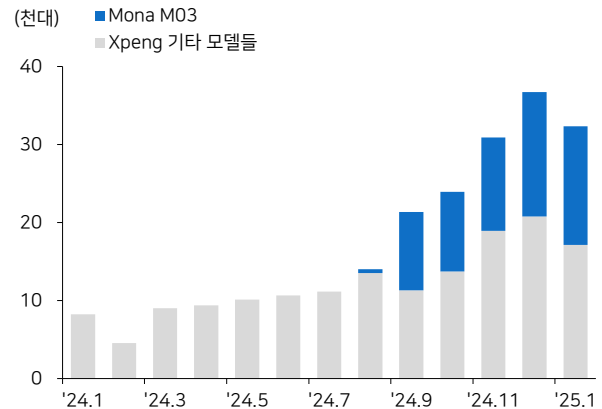
특히 주목할 점은 20만 위안 이하 가격대에서 500TOPS 이상의 연산능력을 갖춘 컴퓨팅 플랫폼을 탑재한 유일한 스마트카 브랜드라는 것이다. 즉, Xpeng은 현재 가격 대비 성능 측면에서 중국 소비자들에게 가장 확실한 선택지를 제시한다.

그림2 중국 스마트카 가성비 1등 = Xpeng의 Mona M03



자료: Xpeng

그림3 총 판매의 50% 차지하는 M03가 판매 성장 견인



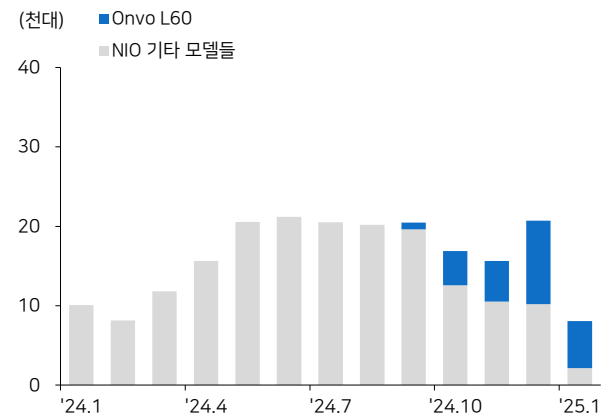
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

표1 Xpeng, 20만위안 이하 고성능 스마트카 시장 독점

브랜드	모델/트림	연산능력 (TOPS)	가격 (위안)
Xpeng	Mona M03 / 580 Ultra LR	508	155,800
Leapmotor	C11 / EREV Smart Driving	254	165,800
Nio Onvo	L60	254	169,900
Xpeng	Mona P7+	508	186,800
BYD	Sealion 7	84	199,800
Xiaomi	SU7 / Standard	84	215,900
Xpeng	G6 / LR Max	508	229,900
Tesla	Model3	500	235,500
Xiaomi	SU7 Pro	508	245,900

자료: CarNewsChina.DB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 동시기 출시된 ONVO, 컴퓨팅 성능 열위로 차별화 실패



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

탈 Nvidia = 원가 경쟁력 확보

핵심 부품 내재화로 비용 절감

Xpeng은 2020년부터 자체 개발에 착수한 AI 추론칩 'Turing'을 통해 고성능 저가형 스마트카 생산의 토대를 마련했다. 2024년 8월 테이프아웃을 완료한 Turing 칩은 단일 칩으로 Nvidia Drive Orin-X (254TOPS) 3개 분량의 성능 (약 750TOPS)을 제공하며, 2025년 5월 출시 예정인 신형 모델부터 탑재될 예정이다. 더 이상 Nvidia에 의지하지 않아도 된다. 더불어, 배터리 · 모터 · 전자제어장치 등 핵심 부품의 자체 생산 비중을 확대하며, 2024년 4분기 기준 차량 제조 원가를 2021년 대비 25% 이상 절감했다.

2026 년은 다양한 품팩터의 자율 이동 로봇 출시의 해

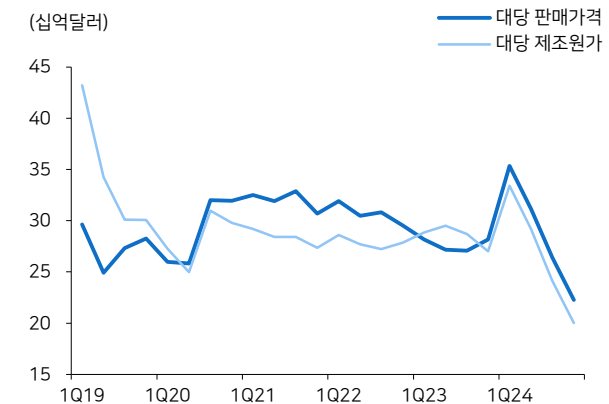
Turing칩은 자동차뿐 아니라 자사 휴머노이드 로봇 'Iron'과 플라잉카 'AeroHT'에도 적용된다. 2024년 11월 공개된 Iron은 60개 이상의 관절과 15개의 손가락 자유도를 갖췄으며 현재 Xpeng 공장에서 P7+ 모델 부품 조립에 투입되고 있다. 2026년부터 본격 양산 및 판매가 시작될 예정이며, AeroHT는 모듈형 설계로 지상 주행과 공중 이동을 자유롭게 전환할 수 있는 혁신적인 이동 수단으로 주목받고 있다.

그림5 2024년 8월, 자체 추론칩 Turing 테이프아웃



자료: CnEVPost

그림6 Xpeng 차량 제조 원가 절감 성공



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2026년부터 'Turing' 칩을 탑재한 Humanoid 'Iron'과 Flying Car 'AeroHT' 양산 및 판매 시작



자료: CnEVPost, XPeng

실적 레벨업, 2025년 성장 잠재력 보유

4Q24 실적 서프라이즈

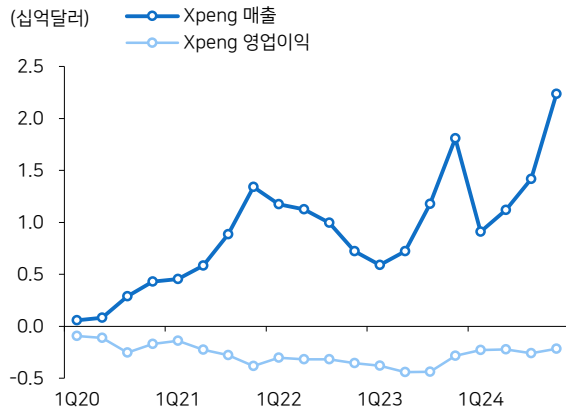
매출 · 판매량, 컨센서스 상회
순손실은 컨센서스 하회

2024년 4분기 괄목할 만한 실적 개선을 달성했다. 총 매출은 161.1억 위안 (+23.4% YoY, +59.4% QoQ), 차량 판매 매출은 146.7억 위안 (+20% YoY, +66.8% QoQ)으로 증가했다. 차량 판매량은 91,507대 (+52.1% YoY)로 증가하여 분기 가이드선 상한선을 초과 달성했다. 총 이익률은 14.4%로 전년 동기의 6.2%에서 크게 개선, 차량 마진율도 10.0%로 전년 동기의 4.1%와 전 분기 8.6%에서 모두 상승했다. 지속적인 원가 절감 노력의 결과로 분석된다. 순손실은 13.3억 위안으로 전년 동기의 13.5억 위안에서 소폭 감소했으며, 애널리스트 예상치를 하회했다. R&D 비용은 20.1억 위안 (+53.4% YoY)으로 증가했는데, 이는 신모델 개발을 위한 투자 확대를 반영한 것으로 보인다.

흑전 is coming

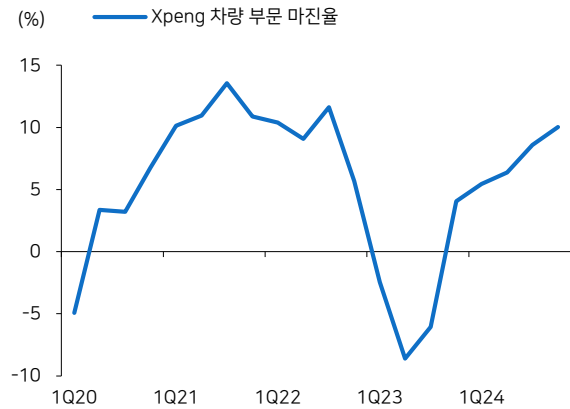
Xpeng의 2025년 1분기 판매 가이드선은 91,000~93,000대 (+317.0%~326.2% YoY)이다. 현금 및 현금성 자산은 2024년 말 기준 419.6억 위안 (+17.4% QoQ)으로 증가했다. 지속적인 R&D 투자와 사업 확장을 위한 충분한 유동성을 확보하고 있음을 시사한다. 판매량 증가, 마진 개선, 손실 축소 등 긍정적인 추세를 보이고 있다. 2025년 5종 이상의 신모델 출시, 기술 혁신, 해외 진출 가속화를 통한 성장 모멘텀 유지가 기대된다.

그림8 Xpeng 4Q24 매출, 영업이익 컨센서스 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 마진율 10% 달성, 재투자 여력 충분



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Xpeng Shares Jump on Plans to Make Flying Cars, Humanoid Robots (Bloomberg),
Xpeng achieves highest-ever quarterly revenue, gross margin in Q4 2024 (China Automotive News)