

2025년 글로벌 경제 및 금융시장 전망

# Back to Normal: 1990s Redux

허진욱

Chief Economist

I. Back to Normal

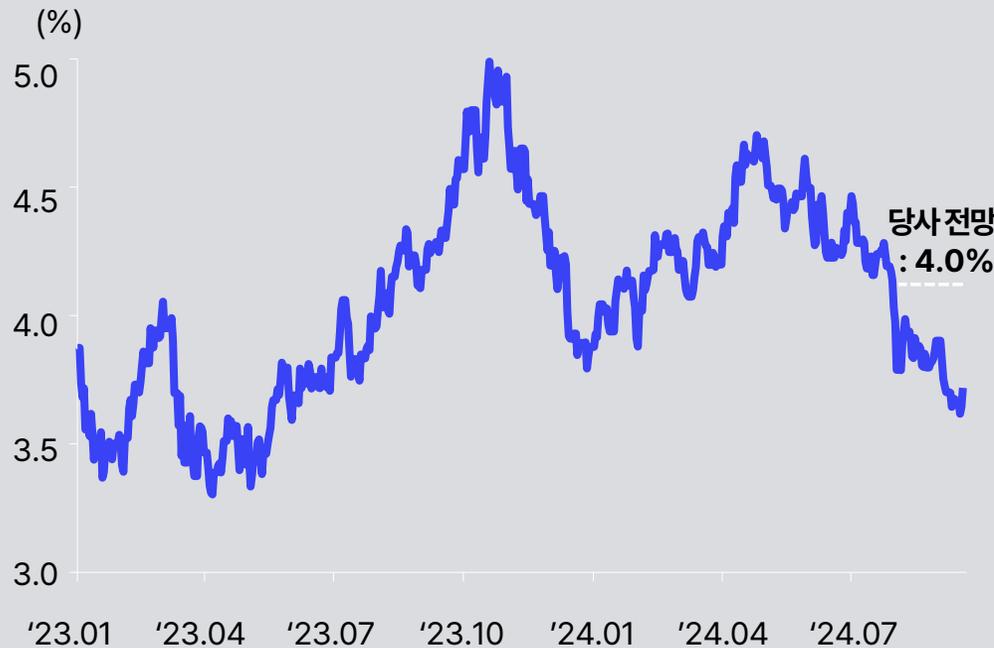
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

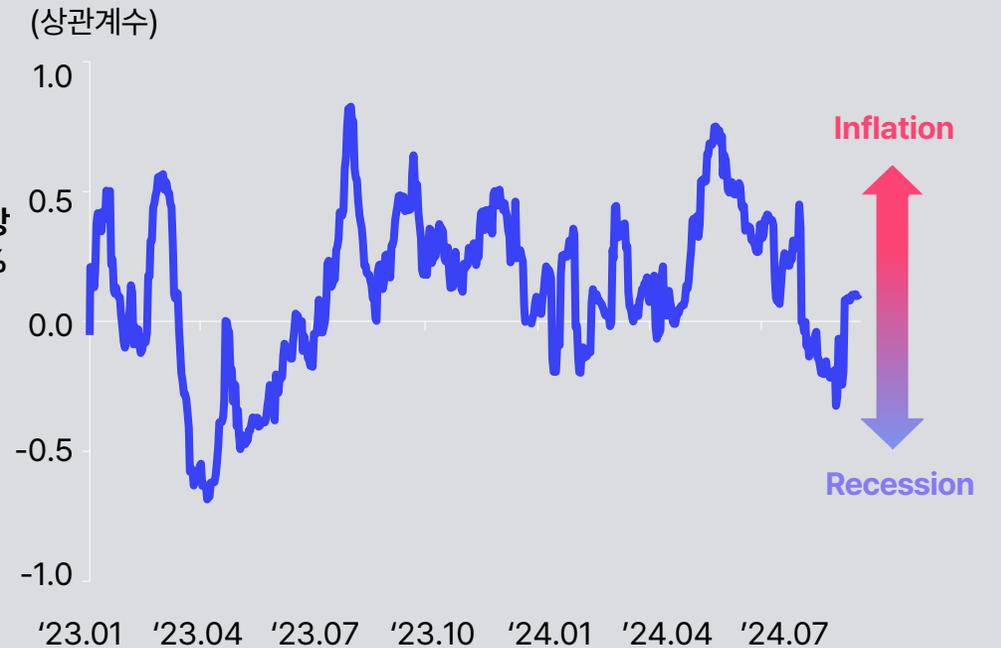
IV. 금융시장 시사점

## 7월 고용 지표 부진 이후 금융시장 내 미국 경기 침체 우려 빠르게 확대

미 장기 침체 우려로 장기 금리가 당사 전망을 하회하기 시작



주식과 채권 간 상관관계수 변화: Goldilocks vs. Recession



I. Back to Normal

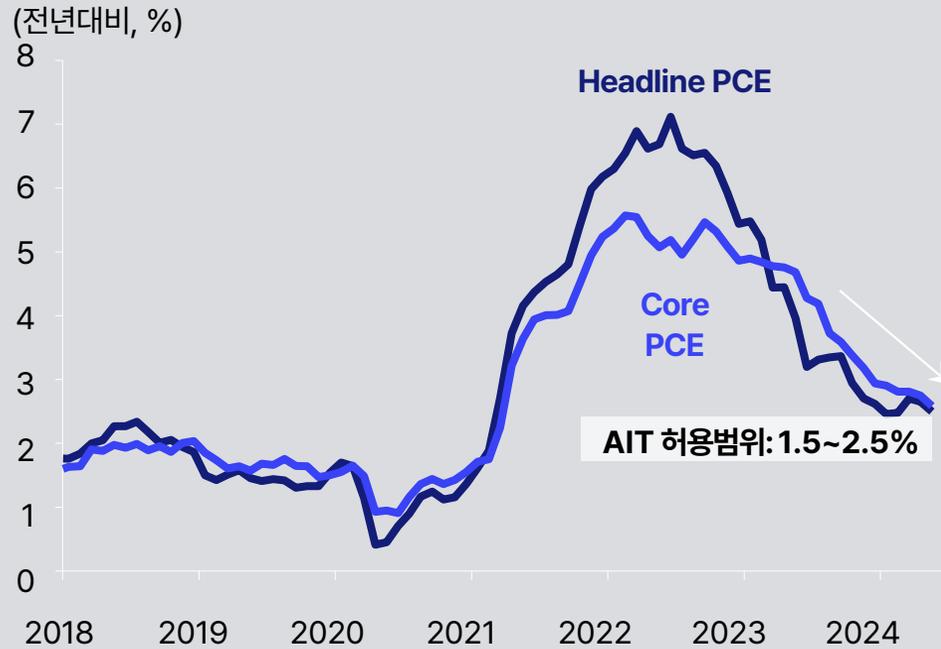
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

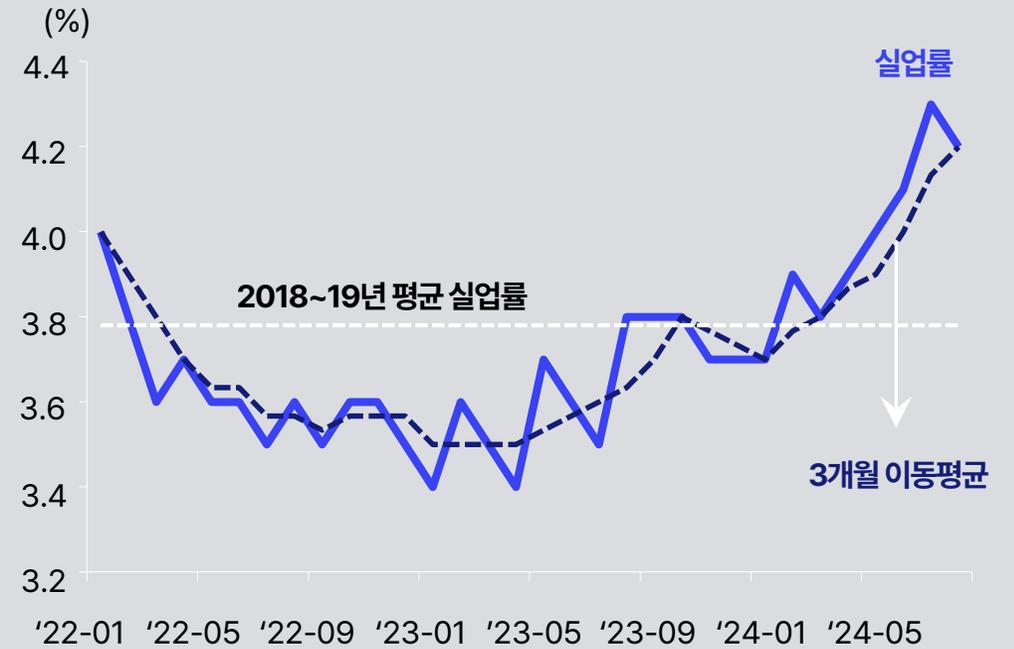
IV. 금융시장 시사점

# Dual mandate is back: 더 이상 "물가 안정"이 최우선 목표가 아님

## Price Stability: 물가목표 허용범위 상단(2.5%)에 근접



## Maximum Employment: 노동시장 과열 이미 해소



I. Back to Normal

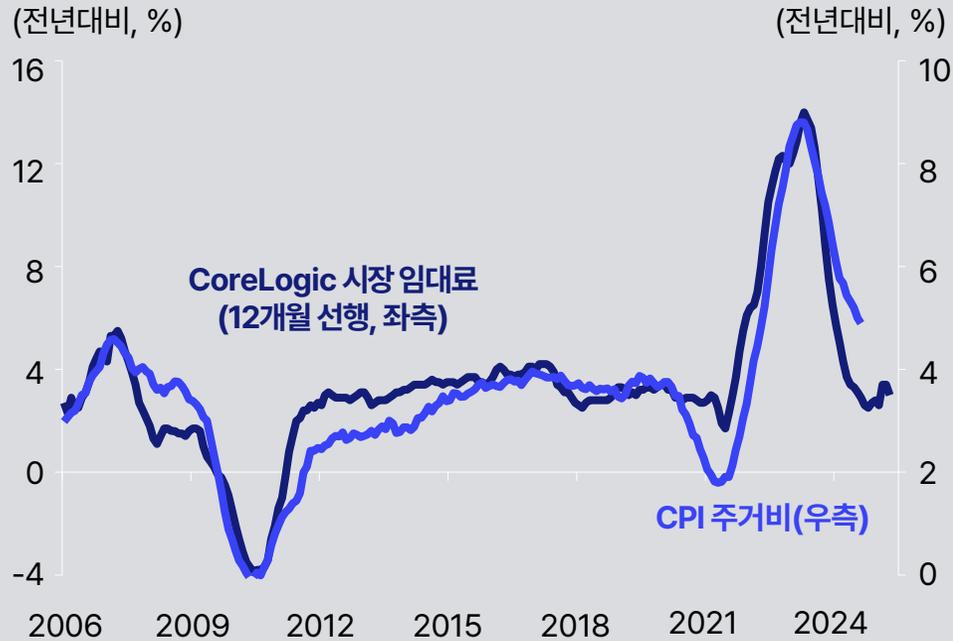
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# 주거비 항목의 Catch-down이 마무리되는 내년 초 미국 인플레이션 정상화될 것

시장 임대료는 하반기 주거비 항목의 추세적 둔화를 예고



주거비를 제외한 핵심인플레이션 압력은 이미 2.0% 하회



I. Back to Normal

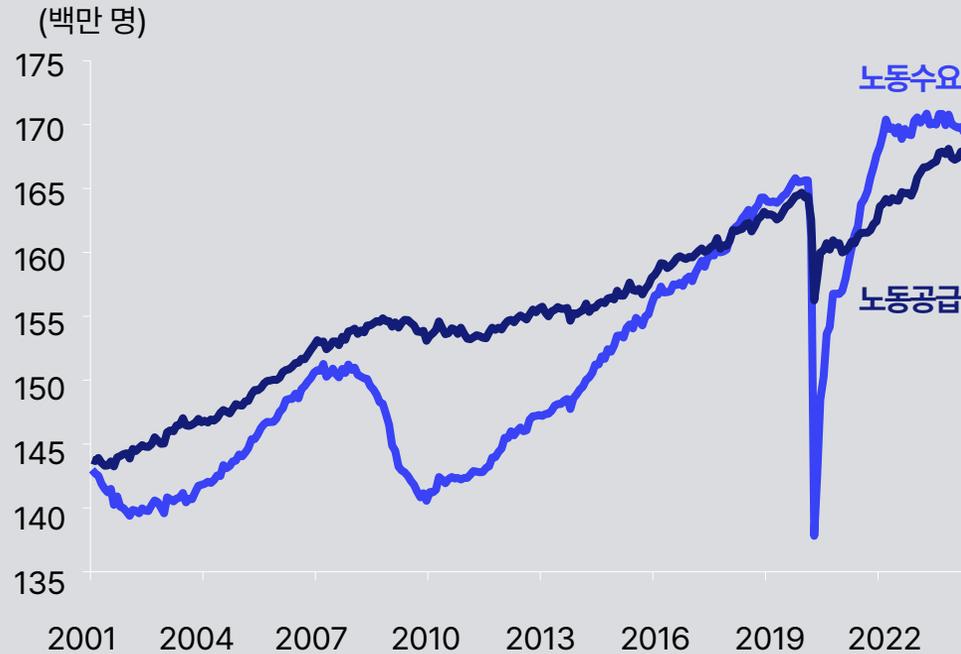
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 과열되었던 미국 노동시장이 팬데믹 이전의 정상적인 완전 고용 국면으로 복귀

팬데믹에 따른 미 노동시장의 수급 불균형 완전히 정상화



극심했던 노동력 부족 해소는 물가 압력의 정상화를 의미



I. Back to Normal

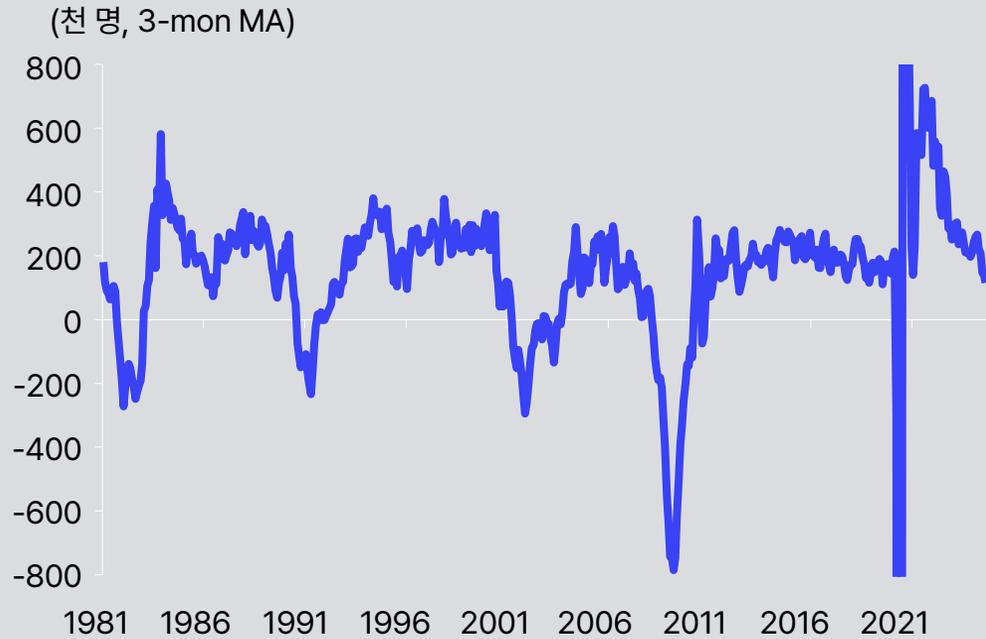
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

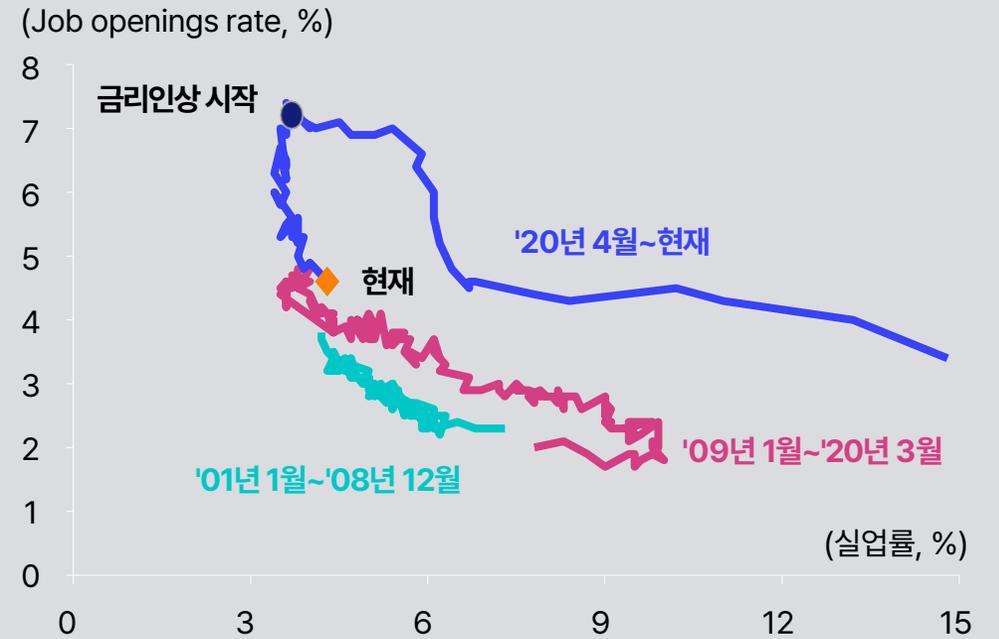
IV. 금융시장 시사점

# 노동시장의 리밸런싱이 "Layoffs"가 아닌 "Job openings" 축소를 통해 진행됨

### 미국 취업자 수: Moderating, but not Deteriorating



### "Layoffs"가 아닌 "Job openings" 축소를 리밸런싱 진행



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## No Negative Layoff Spiral

실업수당 청구 건수, 여전히 역사적 저점 수준에서 안정세 유지



해고 증가에 따른 소비 감소 징후 나타나지 않음



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 미국 및 글로벌 경제의 골디락스 전망 유지: Back to Normal

글로벌 및 주요국 경제성장률 및 인플레이션 전망

(% )	경제성장률			잠재성장률	Headline CPI (PCE)			현재 금리	종립 금리
	2023년	2024년	2025년		2023년	2024년	2025년		
미국	2.5	2.6	2.1	1.8	4.1	2.5	2.1	5.00	3.0~3.5
유로존	0.5	0.8	1.3	1.2	5.5	2.2	1.9	3.50	1.5~2.0
일본	1.7	0.3	1.2	0.8	3.3	2.4	2.0	0.25	1.0
중국	5.2	4.8	4.4	4.5	0.2	0.5	1.1	2.50	2.5~3.0
한국	1.4	2.5	2.2	2.2	3.6	2.3	1.9	3.50	2.5~2.75
선진국	1.6	1.9	2.1	-	4.5	2.5	2.2	-	-
신흥국	4.2	4.1	4.0	-	5.2	4.0	4.1	-	-
글로벌	2.8	3.1	3.1	2.9	4.9	3.7	3.3	-	-

I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 2025년으로 갈수록 미국과 미국외 지역 간 경기 격차 축소 지속

### 주요국 경기모멘텀 변화: US vs. Non-US

(6개월 성장률, %, 연율)



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 반도체 중심의 수출 증가가 한국 경기회복을 주도: 내수 소비 여력은 제한적

### 높은 부채부담으로 한국 가계의 소비여력은 미미



### 반도체 중심의 수출 및 설비투자 회복 본격화



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

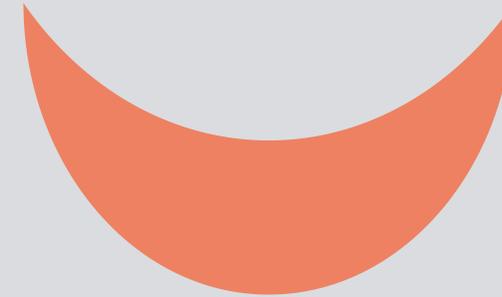
III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## US Dollar Smile Curve

### 달러 강세: 글로벌 위기/침체

- 2000(Tech bubble)
- 2008(Sub-prime)
- 2020(COVID-19)

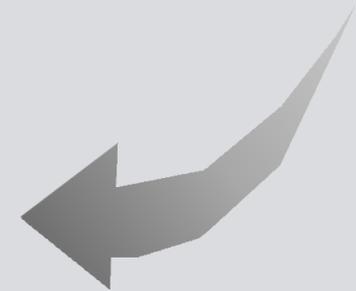


### 달러 강세: 미국外 지역 부진

- 2015~2016
- 2018~2019 1H
- 2021 2H~ 2024 1H

### 달러 약세: 주요국 동반 호조

- 2002~2007 • 2017
- 2009~2011 • 2020 2H
- 2024 2H~



I. Back to Normal

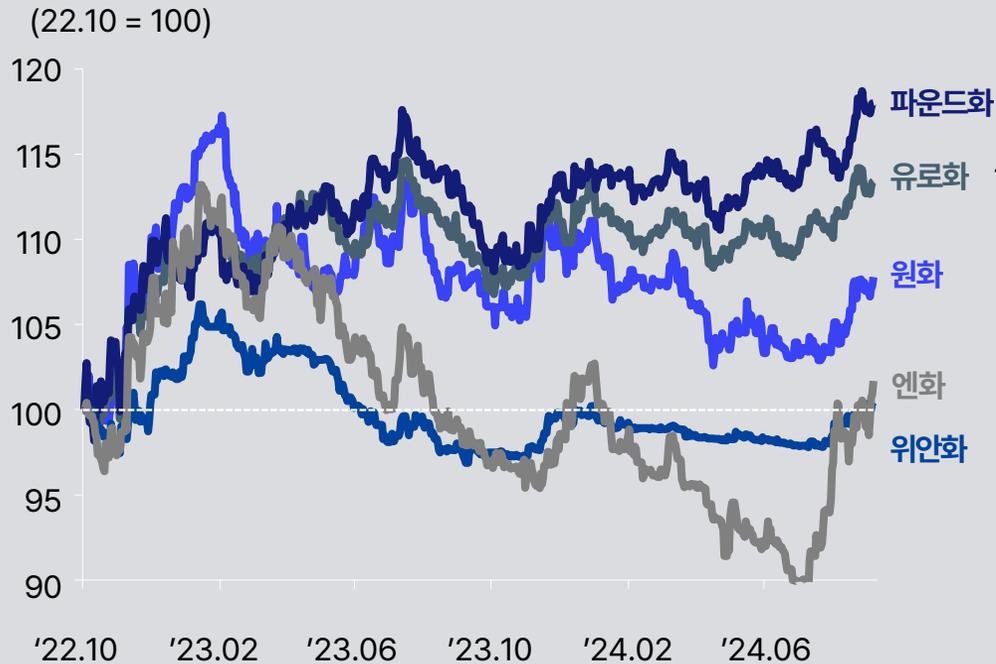
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

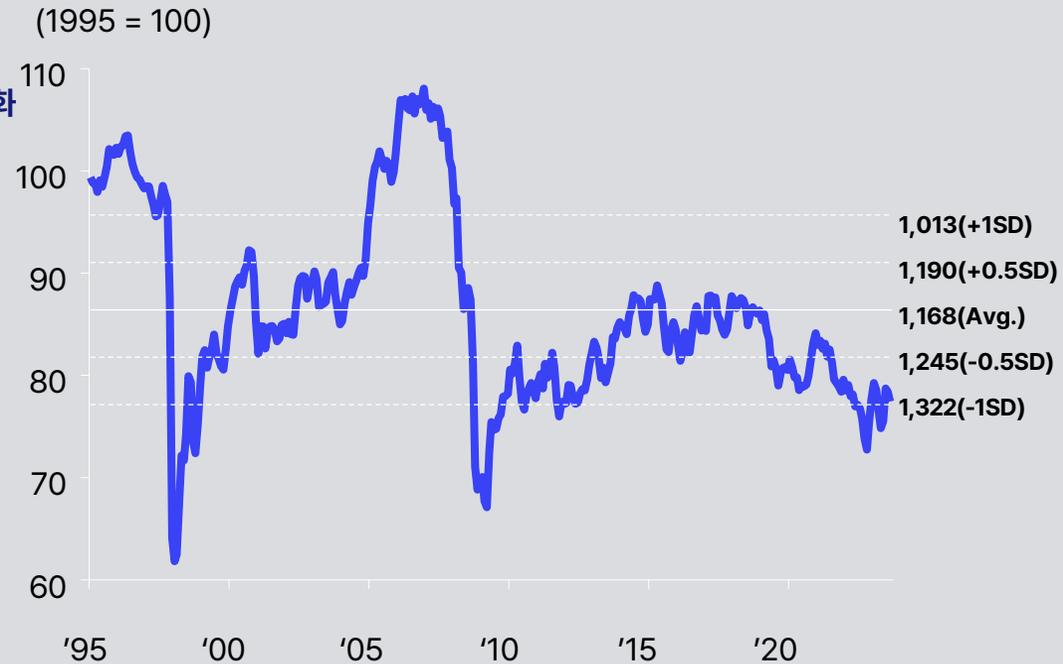
IV. 금융시장 시사점

## 완만한 달러 약세 예상: '24년과 '25년 말 원/달러 각각 1,300원과 1,250원 전망

8월 초 이후 글로벌 달러 약세 재개 (달러 대비 통화가치)



원화의 밸류에이션(실질실효환율) 추이



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

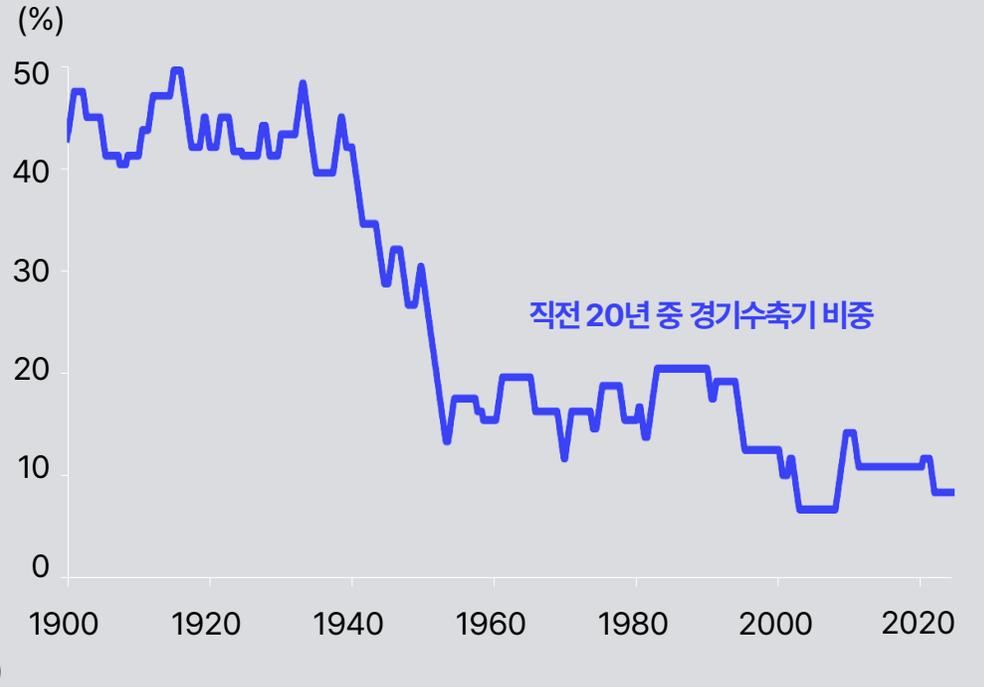
IV. 금융시장 시사점

## 미국의 경기확장 기간이 추세적으로 길어짐; 확장이 정상, 침체는 예외

### 추세적으로 길어지고 있는 미국의 경기확장 사이클



### 반면, 경기 둔화/침체 기간은 지속적으로 짧아짐



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

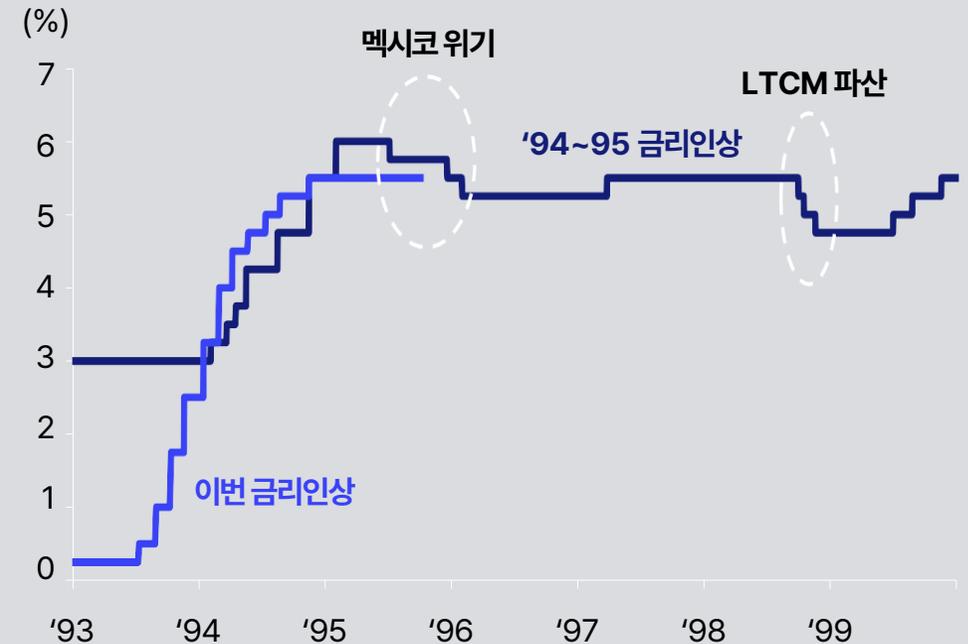
IV. 금융시장 시사점

# 미래의 경기 침체에 대응할 수 있는 Fed의 firepower 충분

## 다음 경기침체 시, QE없이 금리인하만으로 충분히 대응

경기침체시기	금리인하폭 (% 포인트)	핵심PCE물가(%)	실업률갭(% 포인트)
57년 8월~58년 4월	2.9	3.2	(1.3)
60년 4월~61년 2월	2.8	2.1	(0.3)
69년 12월~70년 11월	5.5	4.8	(2.4)
73년 11월~75년 3월	7.7	10.2	(1.4)
80년 1월~80년 7월	4.8	9.1	(0.2)
81년 7월~82년 11월	10.4	8.8	1.0
90년 7월~91년 3월	5.3	4.3	(0.4)
01년 3월~01년 11월	4.8	2.0	(0.8)
07년 12월~09년 6월	5.1	2.3	0.1
20년 2월~20년 4월	1.5	1.8	(0.4)
역사적평균	5.1	4.9	(0.6)
현재	5.4	2.8	(0.2)

## 1995년 인상 사이클 종료 후, 두 차례 Insurance cuts 단행



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

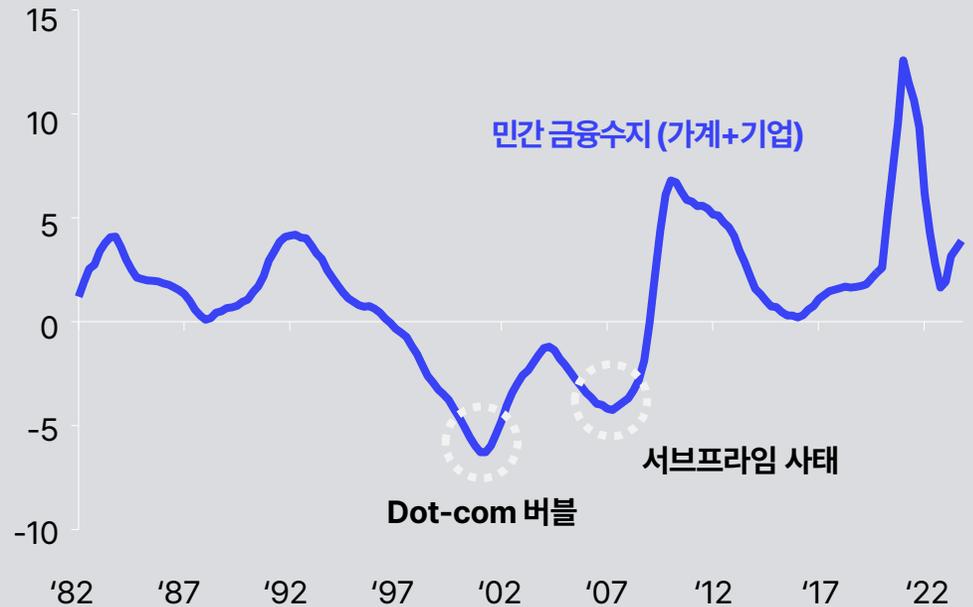
# Post-War expansion were all murdered by the Fed (R. Dornbusch)

## WW2 이후 美 경기침체의 원인: Fed, Oil and 금융불균형

	Industrial	Oil	Monetary	Financial	Fiscal
Feb-45					
Nov-48					
Jul-53					
Aug-57					
Apr-60					
Dec-69					
Nov-73					
Jan-80					
Jul-81					
Jul-90					
01-Mar					
07-Dec					

## 미국 민간부문의 과도한 금융불균형 징후 없어

(GDP 대비, %)



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

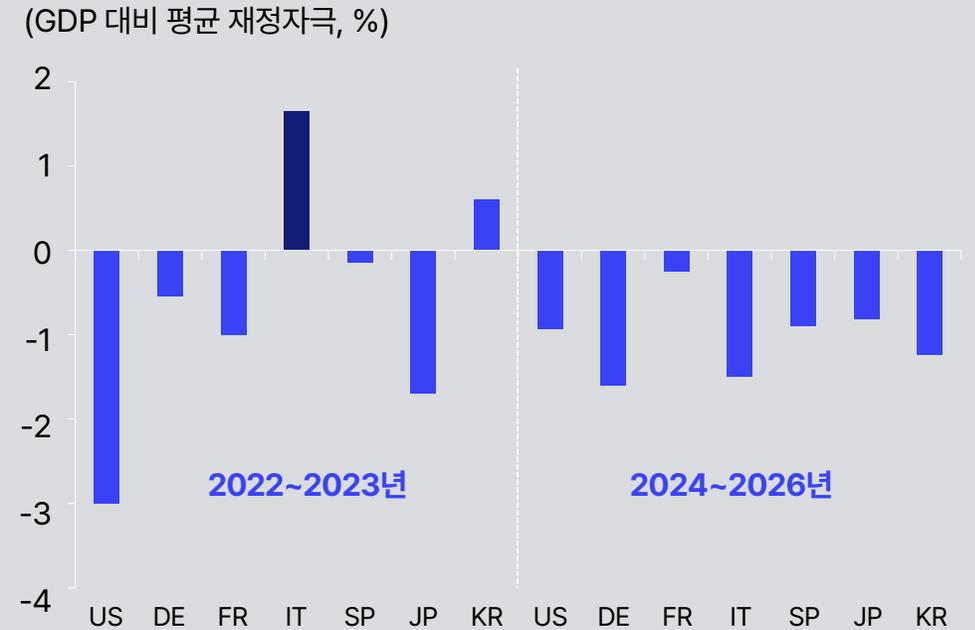
IV. 금융시장 시사점

## GFC 직후와는 달리, 주요국 모두 급격한 재정 긴축 전환 가능성 낮아

### GFC 이후의 급격한 재정 긴축: Secular stagnation 유발



### 주요국 대부분 향후 3년간 최근의 재정긴축 강도를 유지할 것



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

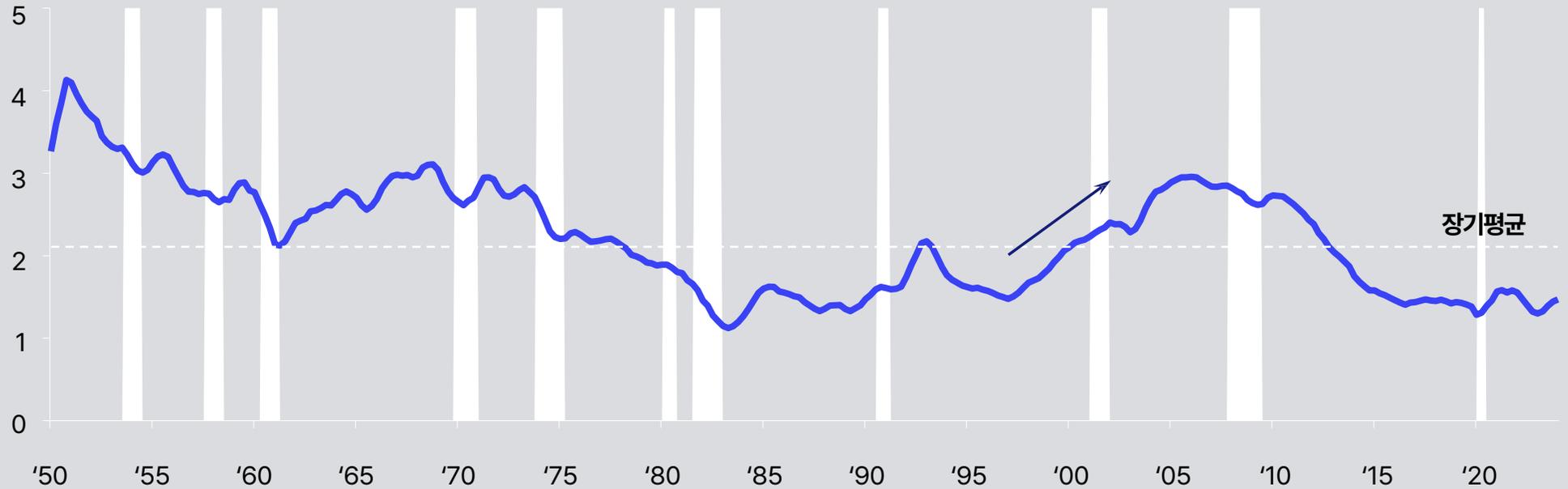
III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 미국 장기 생산성 변화 추이

4~5년간 누적된 Tech 투자가 1995년 이후 미국 생산성의 추세적인 상승으로 이어짐

(전분기 대비, %, 연율)



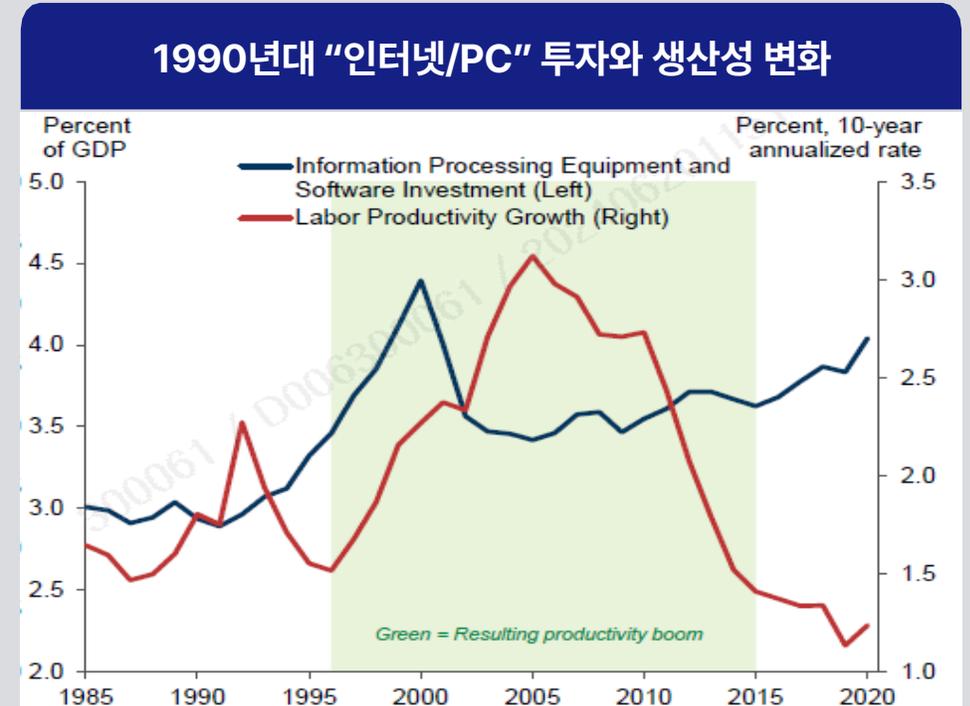
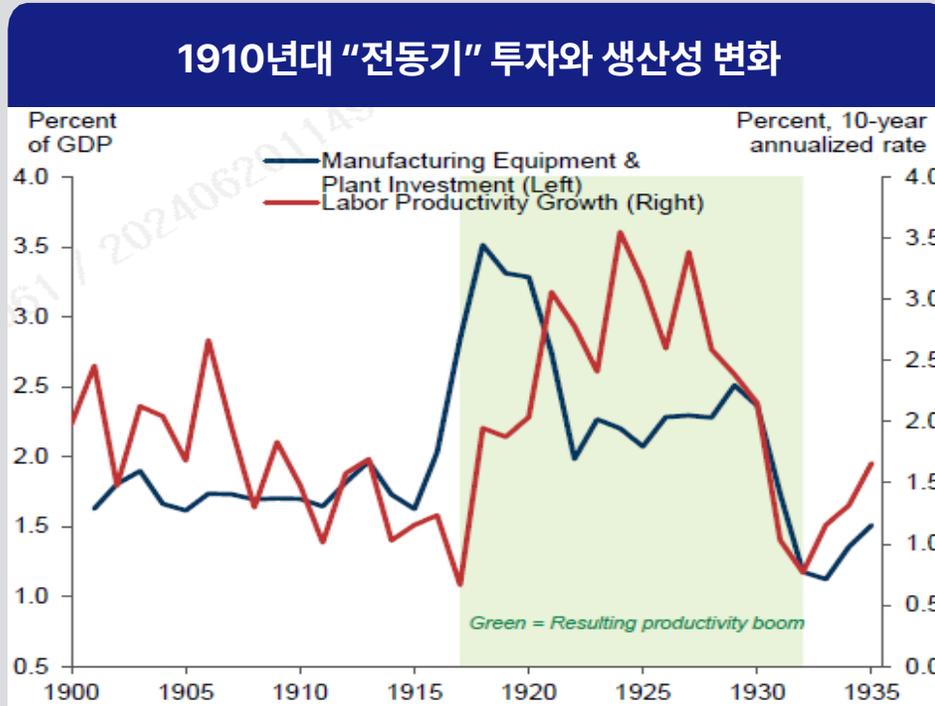
I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# Productivity Booms Always Led by Large Investment Cycles



I. Back to Normal

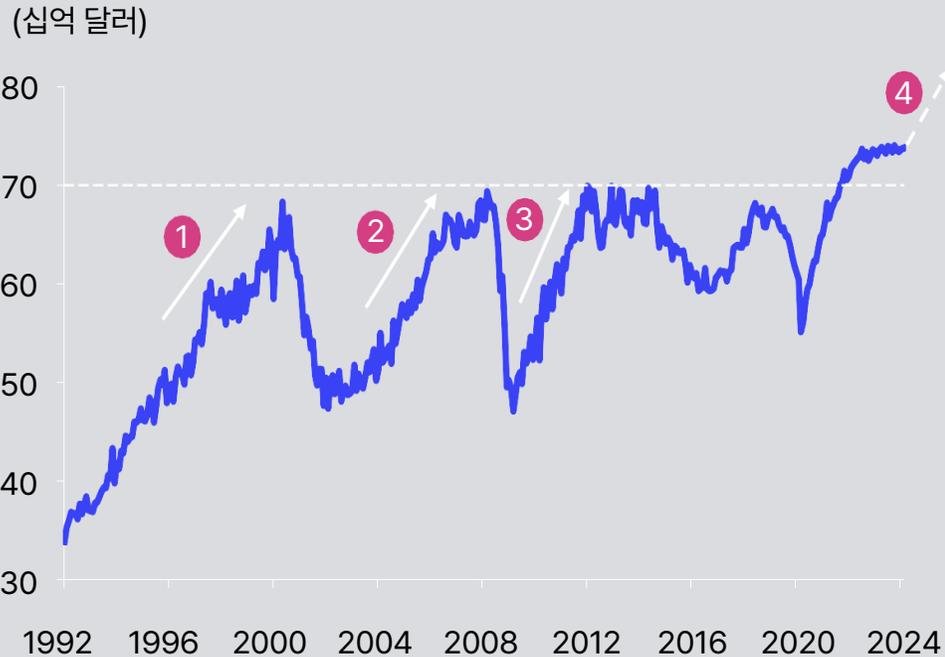
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# AI가 주도하는 새로운 글로벌 Capex cycle의 시작

### 미국 제조업 설비투자 추이(핵심자본재 주문)



### Global Capex Cycle 비교

국면	기간	주도 국가	주도 Sector
1	1990년대	미국	Internet / Telecom
2	2000년대	중국	원자재
3	GFC 직후	DM, EM	산업재 / Shale
4	2020~	미국 /  유럽 /  중국	AI / Green

I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## PwC's 2024 AI Jobs Barometer: Key Findings

### Productivity growth

4.8x

Sectors with highest AI penetration are seeing almost fivefold (4.8x) greater labour productivity growth. Rising labour productivity can generate economic growth, higher wages, and enhanced living standards.

### Job growth

3.5x

Growth in jobs that require AI specialist skills has outpaced all jobs since 2016 (well before ChatGPT brought fresh attention to AI), with numbers of AI specialist jobs growing 3.5 times faster than all jobs.

### Wage premium

25%

Jobs that require AI specialist skills carry up to a 25% wage premium in some markets.

I. Back to Normal

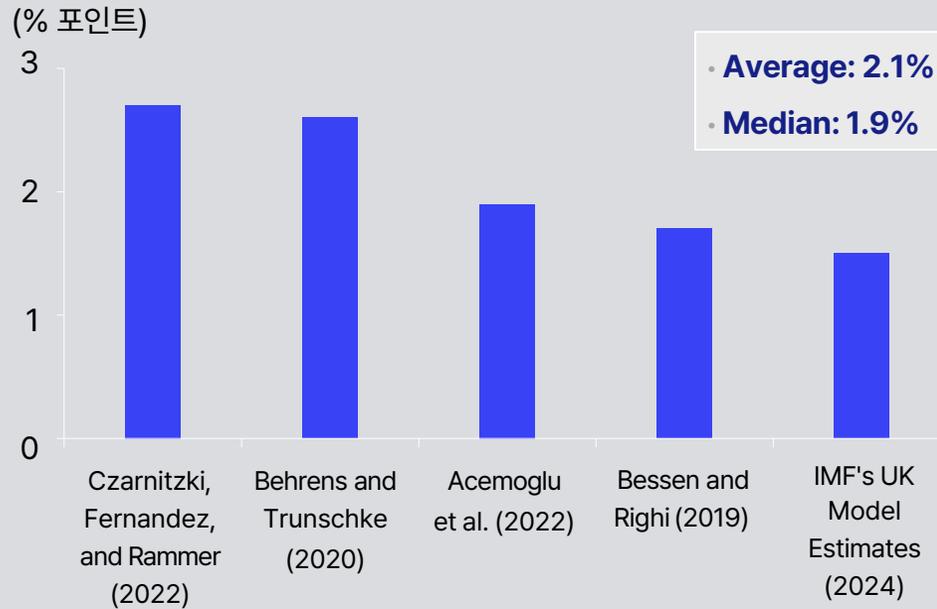
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

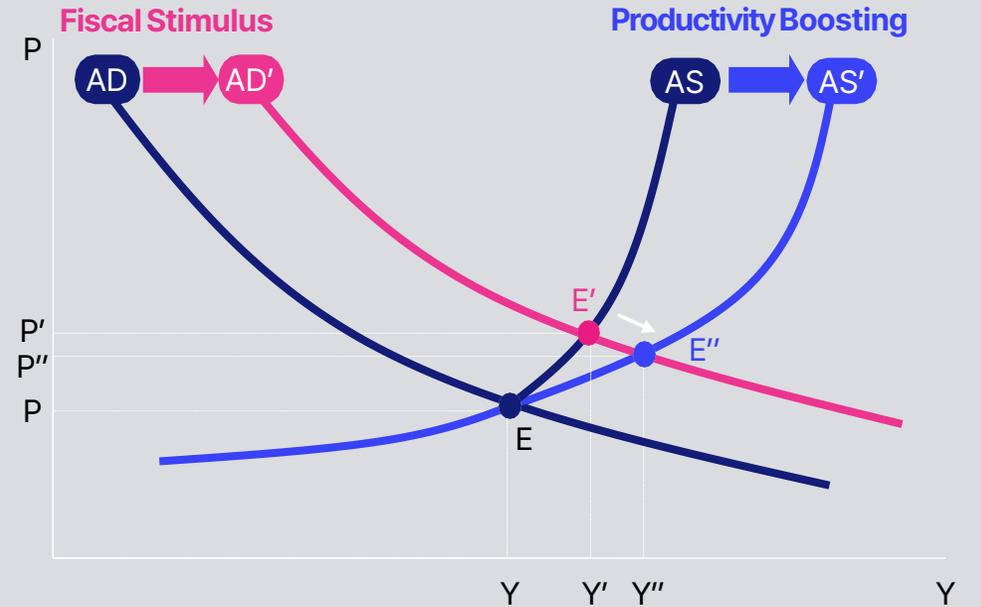
IV. 금융시장 시사점

# 역사적으로 획기적인 기술 보급은 약 10년간 연평균 1.5%pts의 생산성 붐 유발

## 주요 연구 결과, AI는 연간 노동생산성을 약 2.0%pts 향상



## AI가 주도하는 생산성 제고는 골디락스의 장기화를 의미



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 9월 FOMC 파월 의장 핵심 발언

1

**We might well have cut rates in July, if we'd gotten the report before FOMC**

: 9월 50bp 인하 결정은 7월 인하까지 포함한 "Catch-up cut" 성격

2

**Take this (-50bp) as a sign of our strong commitment "not to get behind"**

: 주식 시장에는 "Fed put"으로, 채권 시장에는 "Don't fight the Fed"로 작용할 것

3

**노동시장의 하방리스크가 인플레이션의 상방리스크보다 확대**

: "We will do everything we can to support a strong labor market"

4

**50bp를 새로운 금리 인하의 속도로 간주해서는 안 됨**

: We're going to "Go Carefully" meeting by meeting: 25bp가 기본 속도임을 시사

I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

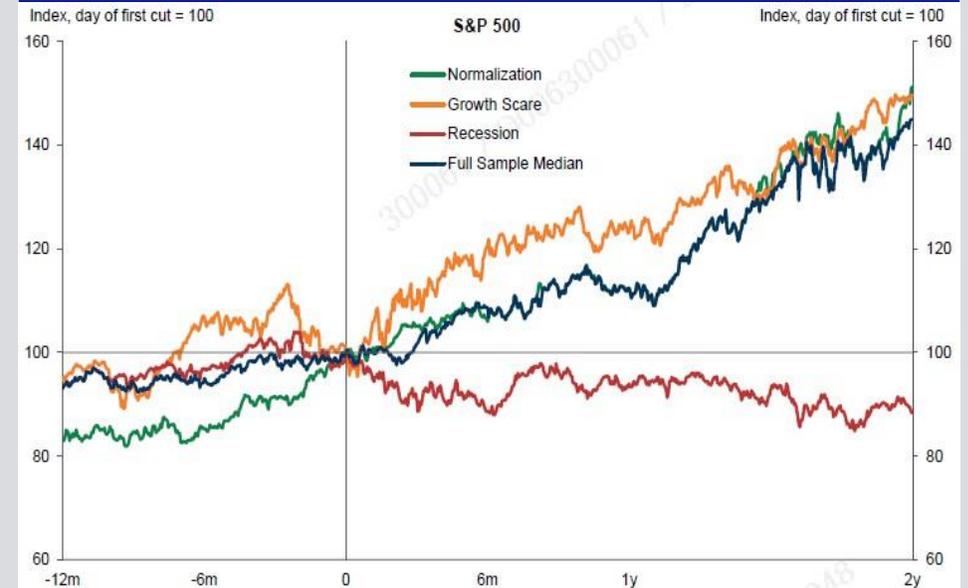
IV. 금융시장 시사점

# 첫 금리 인하 이후의 미국 경기 궤적이 핵심 변수: Soft-landing vs. Recession

## 현재 미국의 펀더멘털 환경은 '89년, '95년과 유사

	금리인하폭 (%)	성장률 (%)	Core PCE (%)	실업률갭 (%)	민간금융수지 (% of GDP)	FFR (%)	S&P 500 12M (%)
Sep-84	550	6.9	3.7	-1.3	4.2	11.5	9
Oct-87	75	4.5	3.5	-0.1	2.3	7.3	23
Jun-89	150	3.7	4.2	0.5	2.9	9.8	13
Jul-90	525	1.7	4.1	0.1	4.1	8.3	4
Jul-95	75	2.7	2.0	-0.3	3.7	6.0	18
Sep-98	75	4.1	1.2	0.7	-1.3	5.5	21
Jan-01	550	2.2	2.0	0.6	-3.4	6.5	-14
Sep-07	500	2.4	2.1	0.1	-0.7	5.3	-21
Jul-19	75	2.7	1.7	0.8	4.7	2.4	10
Mar-20	150	1.2	1.5	0.0	5.2	1.6	27
현재	200~250	2.8	2.6	0.0	4.7	5.4	-

## 과거 40년간 금리인하 유형별, S&P 500 추이



I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

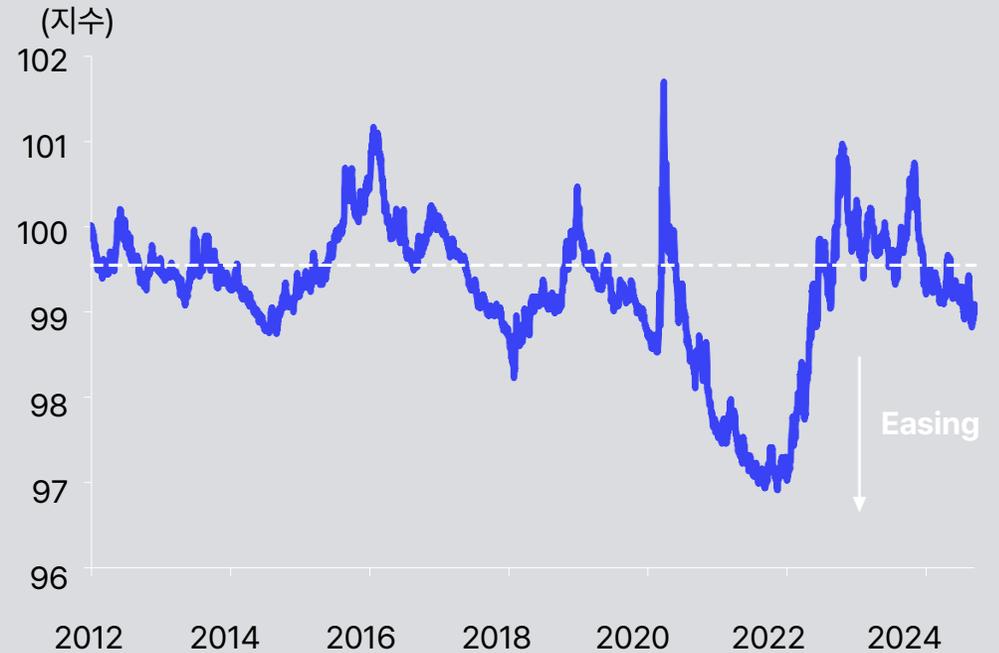
III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# 우려에도 불구하고, 미국 경제의 리세션 징후는 여전히 미미

NBER Recession Indicators		
Most Important		
Monthly		
	Recent Trend	As of
Nonfarm payrolls	0.9%	8월
Real personal income ex. transfers	2.6%	7월
Quarterly		
Real GDP	3.0%	2Q
Real GDI	1.3%	2Q
Less Important		
Industrial production	1.5%	7월
Real Manufacturing and trade sales	2.2%	7월
Household employment	0.8%	8월
Monthly real PCE	4.8%	7월

## 미국 금융여건지수 이미 완화 국면으로 전환



I. Back to Normal

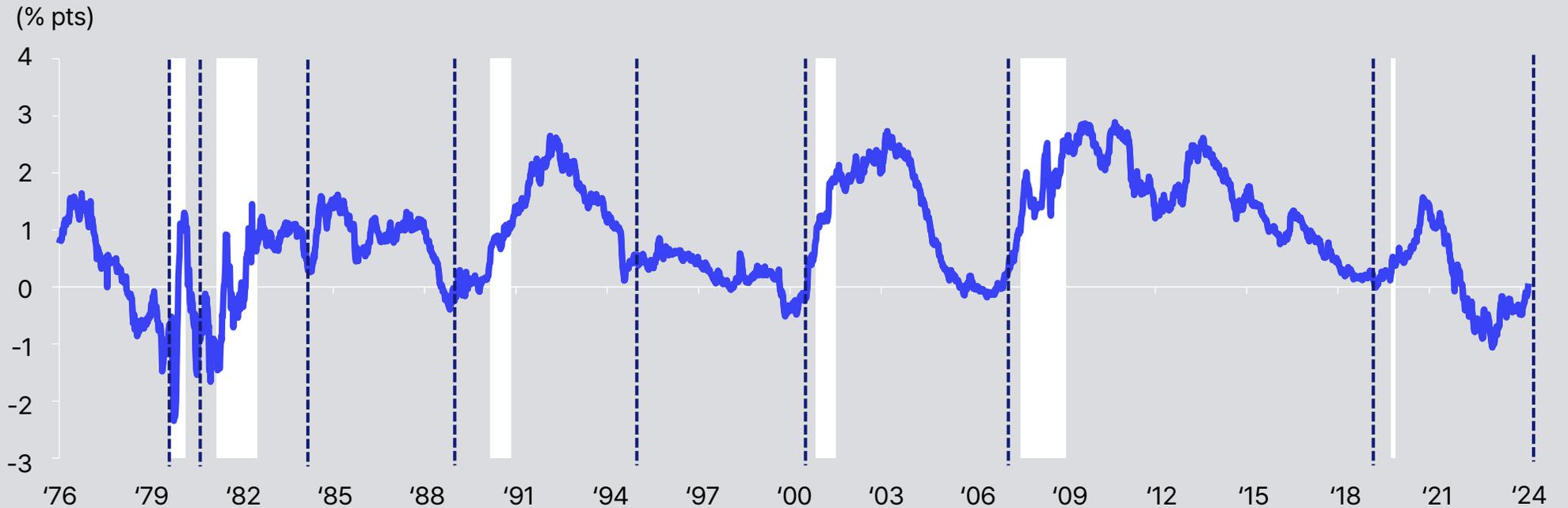
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 일드커브의 정상화는 Recession 시그널이 아니라, 금리 인하의 시그널

미국 장단기 금리 스프레드와 Recession (10년물-2년물)



참고: 음영은 경기침체기간, 점선은 Fed 금리인하시작시점

I. Back to Normal

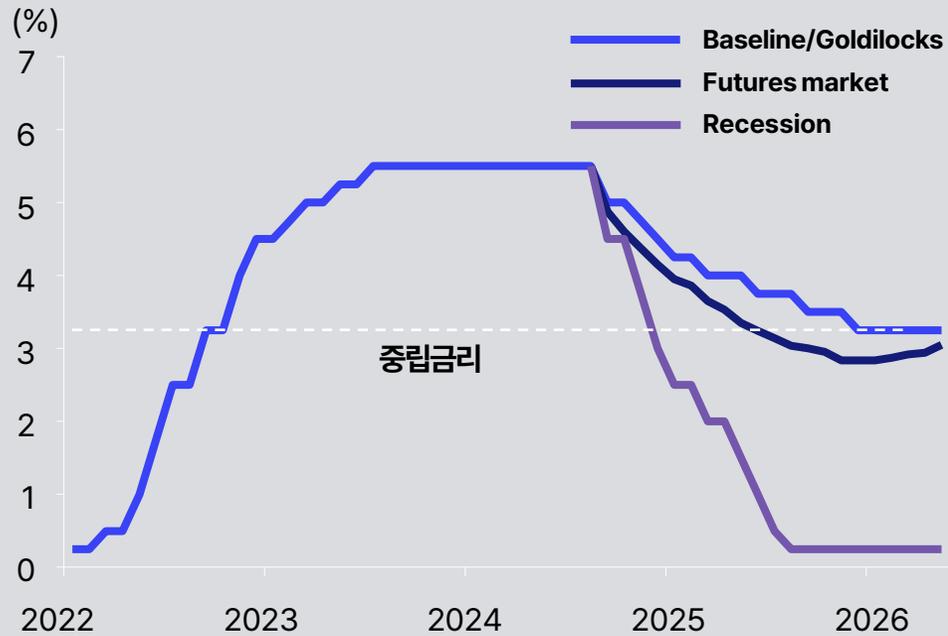
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

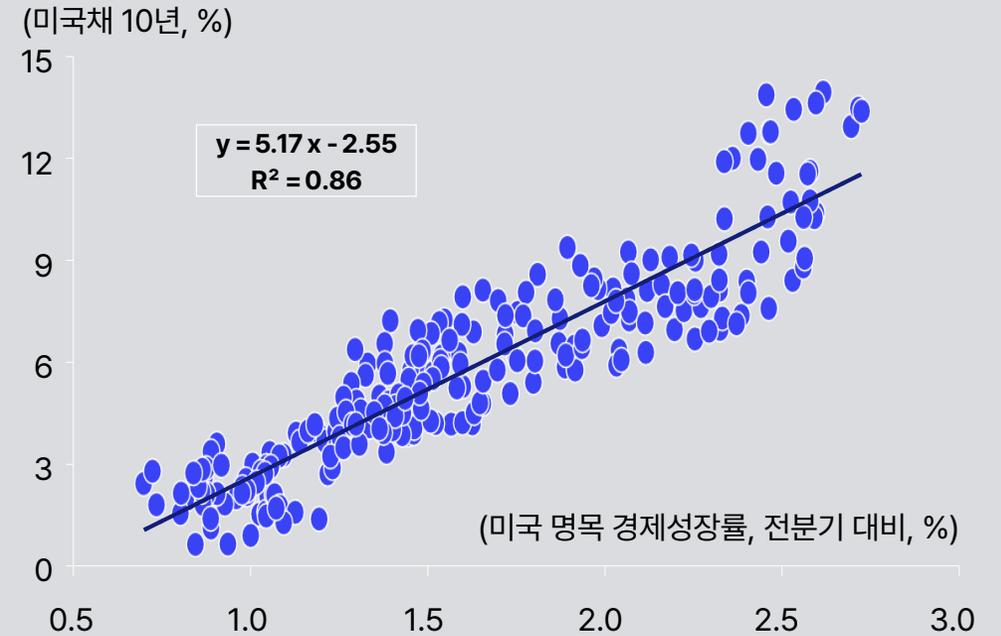
IV. 금융시장 시사점

# Recession이 아니라면, 정책금리 인하가 장기금리 하락을 의미하지 않음

### 시나리오별 연방기금금리 전망: 중립금리를 향한 정상화



### 장기금리는 정책금리가 아닌 경제성장률에 크게 좌우됨



I. Back to Normal

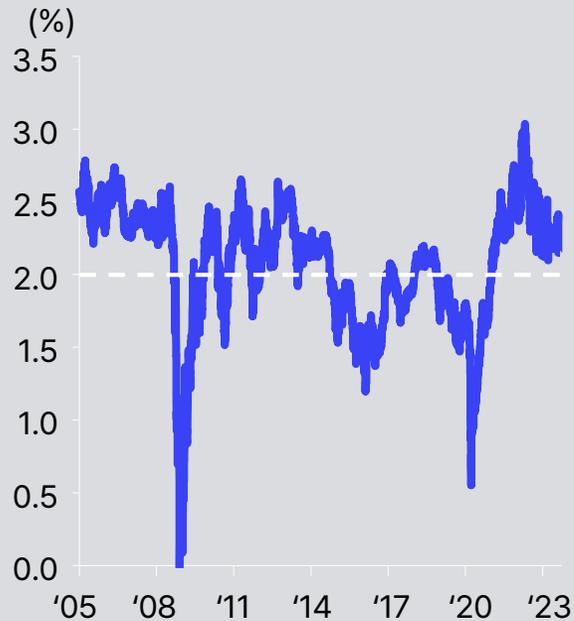
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# 골디락스 지속 시, 미 10년 장기금리는 적정수준은 4.0%내외 수준

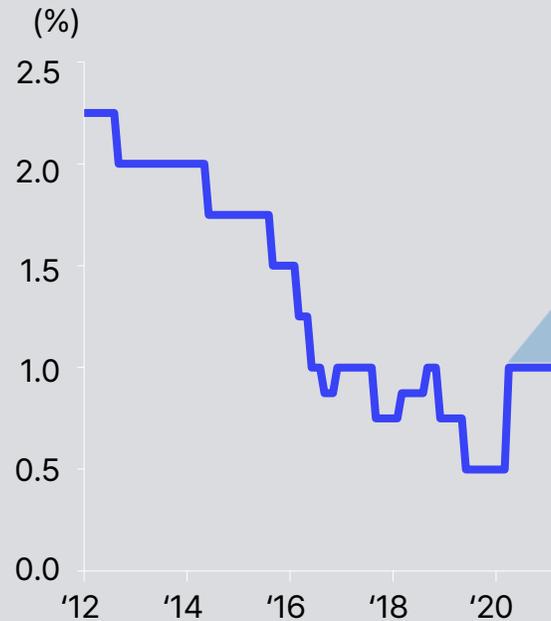
### 기대인플레이션(BEI, CPI기준)



2.0%



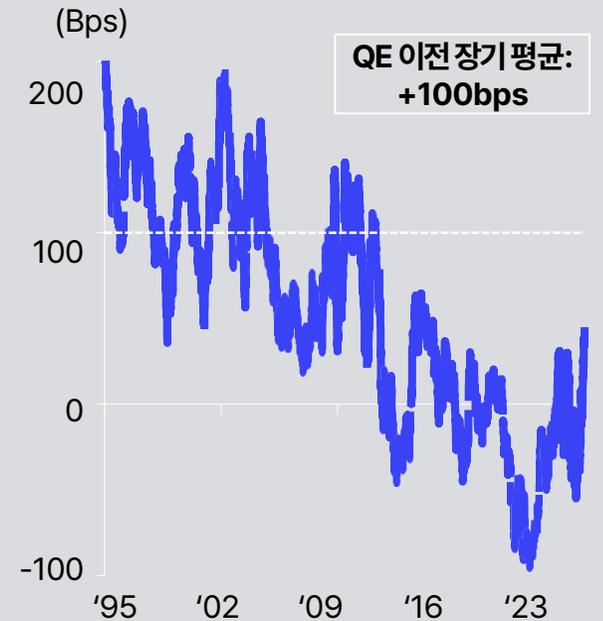
### 실질중립금리( $r^*$ )



1.0~1.5%



### Term Premium



0.5% 내외

I. Back to Normal

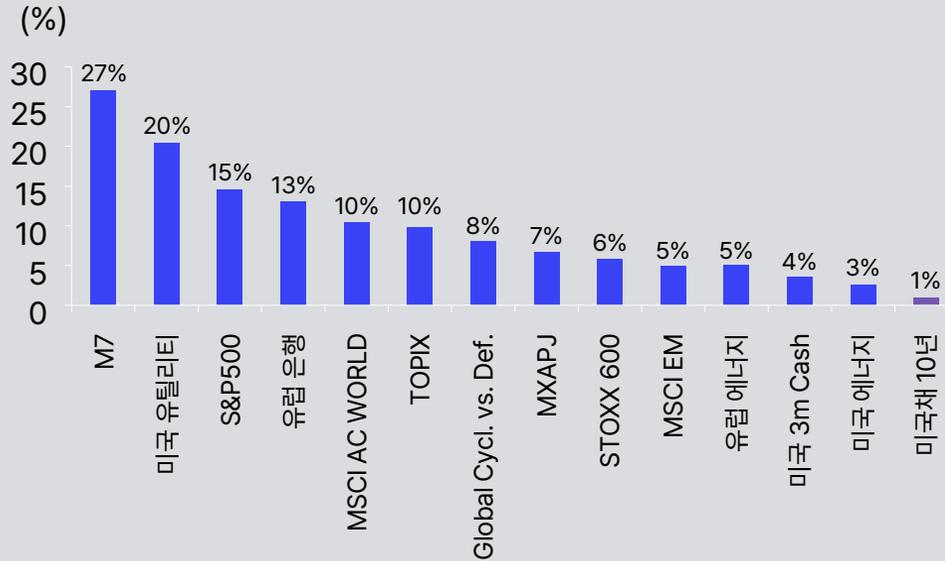
II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

# "Not too hot, not too cold" is Best for 60/40 Portfolios: Diversification

## The Emergence of Balanced Portfolios (YTD 수익률)



## Best in "Goldilocks", Worst in "Stagflation"

US 60/40 실질 수익률 (1900년 이후, 10-year rolling return p.a.)

실질 GDP 성장률

인플레이션

	<2%	2% to 4%	>4%	평균
<2%	6.9%	7.7%	5.8%	7.1%
2% to 4%	2.0%	7.2%	4.5%	5.7%
>4%	-0.9%	2.3%	1.3%	1.7%
평균	4.4%	5.5%	4.2%	5.0%

I. Back to Normal

II. 경기 확장의 장기화

III. 1990s Redux:  
AI & Productivity

IV. 금융시장 시사점

## 리스크 요인들

1

### 단기상방위험: Trump당선리스크 (확률50%)

경기 및 인플레이션 상승 위험: 채권 부정적 / 주식은 섹터 로테이션

2

### 단기하방위험: 미국경기침체리스크 (확률20%)

단, 예상되는 경기침체는 짧고, 얇을 것: 채권 긍정적 / 주식 Buy the Dip

3

### 중장기하방위험: 중국의 Japanification리스크 (확률40%)

수요 부족 및 기대인플레이션 안정책 부재: 글로벌 구조적 저성장 재현

**“You imagine, We supply”**