

2024.09.03

In-Depth Report

[경제/외환]

# 경기, 걱정의 벽을 또 오르는 중

[경제/외환]

박상현 2122-9196  
shpark@imfnsec.com

[RA]

이승재 2122-9143  
lsj7845@imfnsec.com



## [요약: 경기, 걱정의 벽을 또 오르는 중]

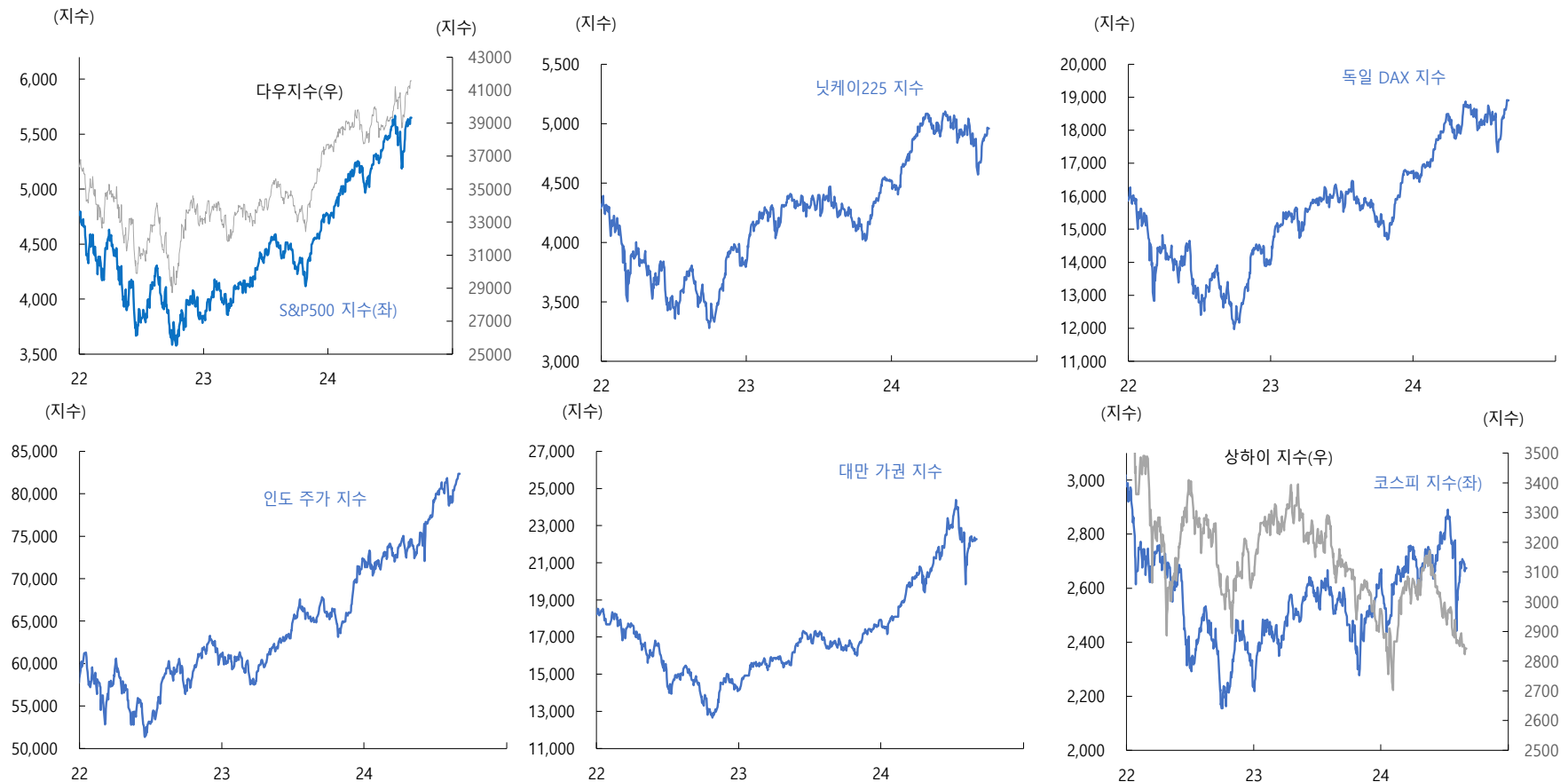
- 글로벌 경기와 금융시장이 8월초 충격에서는 벗어나는 분위기임. 엔 캐리 트레이드발 유동성 충격이 진정된 가운데 노동시장 절벽 리스크도 완화되면서 당장 미국 경제가 침체 리스크를 맞이할 가능성은 낮아짐
- 당사는 그 동안 각종 자료를 통해 단기적으로 미국 경기 침체 리스크가 높지 않았음을 지적한 바 있고 이러한 당사의 기조는 여러 경제지표를 통해 확인되고 있다는 판단임. 물론 걱정거리가 해소된 것은 아니지만 글로벌 경기는 걱정의 벽을 타면서 연착륙 추세를 유지할 공산이 커지고 있음
- 우선, 고용시장 절벽에서 비롯되는 소비둔화 걱정은 우려할 수준은 아님. 둔화 추세가 이어지고 있는 것은 분명하지만 견조한 기업이익 사이클, 낮은 신용리스크 그리고 견조한 투자 흐름 등은 노동시장에 대한 걱정을 덜어주고 있음
- AI 사이클에 대한 과도한 걱정도 경계할 필요가 있음. AI 사이클에 대한 성장성 우려가 완전히 해소되지 못하고 있지만 미국내 하이테크 업종 생산 사이클과 높은 첨단제품 수출입 증가율은 여전히 미국 신성장 사이클이 유효함
- 무엇보다 글로벌 경기가 안고 있는 걱정거리를 완화시켜주는 변수는 유동성 확대임. 미 연준 등 주요국의 금리인하 사이클, 낮은 신용위험 그리고 제한적 강세가 예상되는 엔화 흐름 등은 유동성 랠리의 기대감을 강화시켜주고 있음
- 반면, 한국과 중국 경기에 대한 걱정은 커지는 양상임. 중국 경제가 사실상의 디플레이션 리스크에 벗어나지 못하면서 글로벌 경기 모멘텀을 약화시키는 블랙홀 역할을 하고 있음. 이 여파는 국내 경기에도 직간접적으로 미치고 있음. 지연되고 약화되는 중국 경기 모멘텀은 국내 수출경기에 부담을 줄 공산이 높음. 여기에 국내 내수 경기 부진 현상이 심화되고 있음은 국내 경기와 금융시장의 걱정 벽을 높이는 요인으로 작용 중임
- 잠재적 리스크가 있지만 글로벌 경기와 금융시장은 걱정의 벽을 당분간 잘 타고 올라갈 것으로 기대되지만 국내 경기와 금융시장이 직면한 걱정의 벽은 높아 보임

## 현 글로벌 증시는 무엇을 말하고 있는 것일까?

- 미국 다우지수 등 주요국 증시는 8월 초 충격을 딛고 사상 최고치 랠리 중이지만 나스닥 지수와 더불어 동아시아 3국 증시만 전고점 수준을 회복하지 못함. 글로벌 증시에 또 다시 차별화 현상이 뚜렷해지고 있는 양상임

- 주요국의 글로벌 증시 랠리 재개가 의미하는 것은 ? 1) 미국 등 글로벌 경기 연착륙 가능성, 2) '금리인하 사이클 시작 = 긴축시대 종료'에 따른 유동성 흐름 강화 및 위험자산 선호 강화

<그림1> 8월 초 충격? 주요국 증시는 사상 최고치 랠리 중

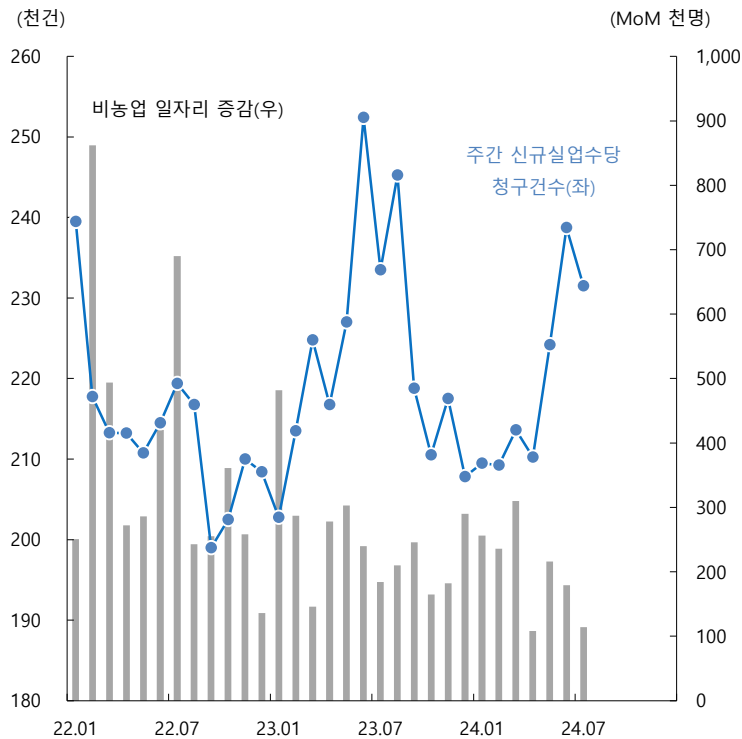


## 고용시장, 절벽 리스크는 낮다

- 우려와 달리 미국 고용시장 절벽 리스크가 현실화될 가능성은 크지 않음. 이는 미국 경기의 연착륙과 더불어 미 연준의 빅컷(50bp 금리인하) 가능성을 낮추어 주고 있음

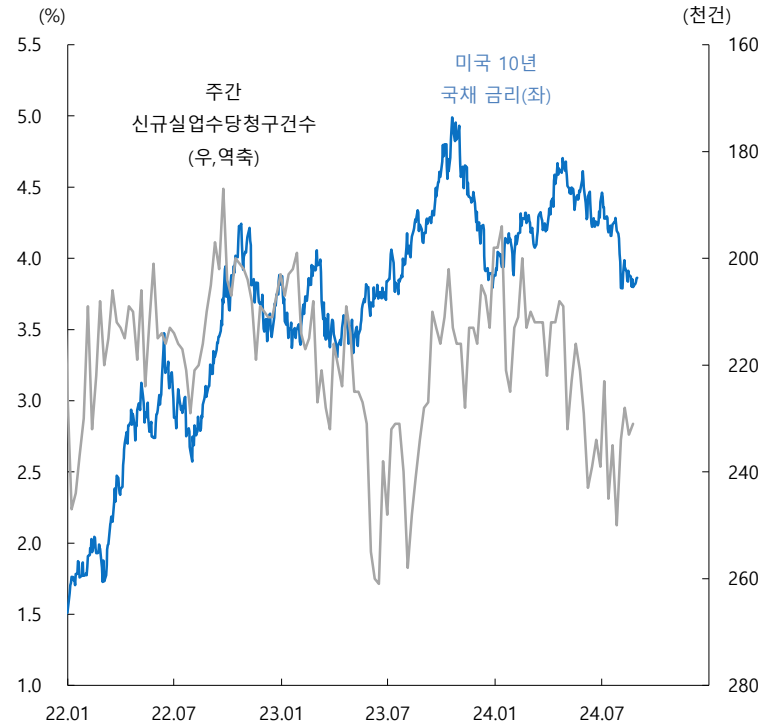
- 2분기 미국 GDP 성장률도 고용시장 및 물가 리스크 둔화와 금리인하 기대감 등으로 전기비 연율 2% 내외 수준을 기록할 공산이 높음

<그림2> 주간 실업수당청구건수 추이는 8월 고용지표 개선을 시사



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림3> 고용지표 안정 속 국채 금리도 소폭 반등 중



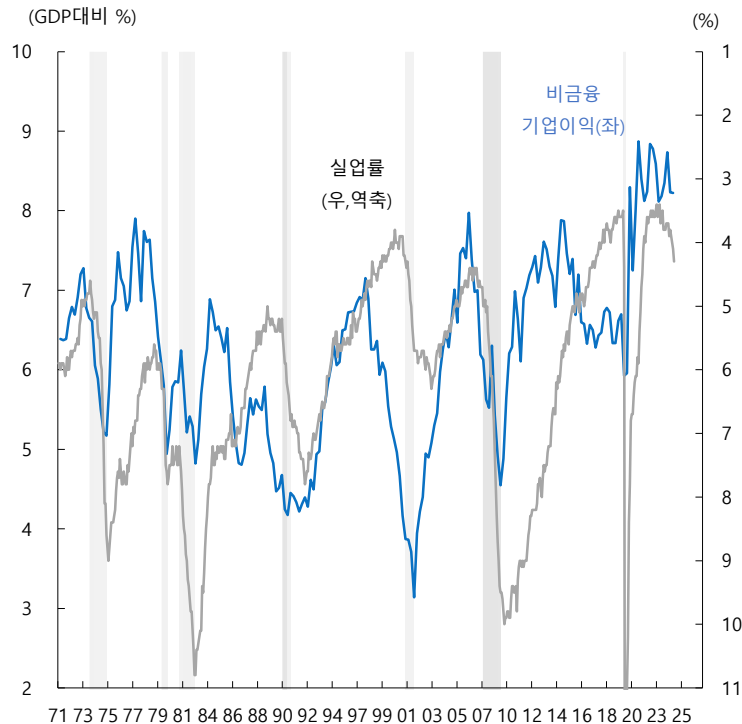
자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 기업이익 사이클은 고용시장의 절벽 리스크를 낮추는 요인

- 역사적으로 기업이익 사이클과 고용시장은 높은 상관관계를 보여 왔음. 다행스럽게도 현 미국 기업이익 사이클은 고금리 장기화에도 불구하고 안정적 추세를 유지 중임. 오히려 최근에는 기업이익 증가율이 반등하는 모습마저 보여주고 있음

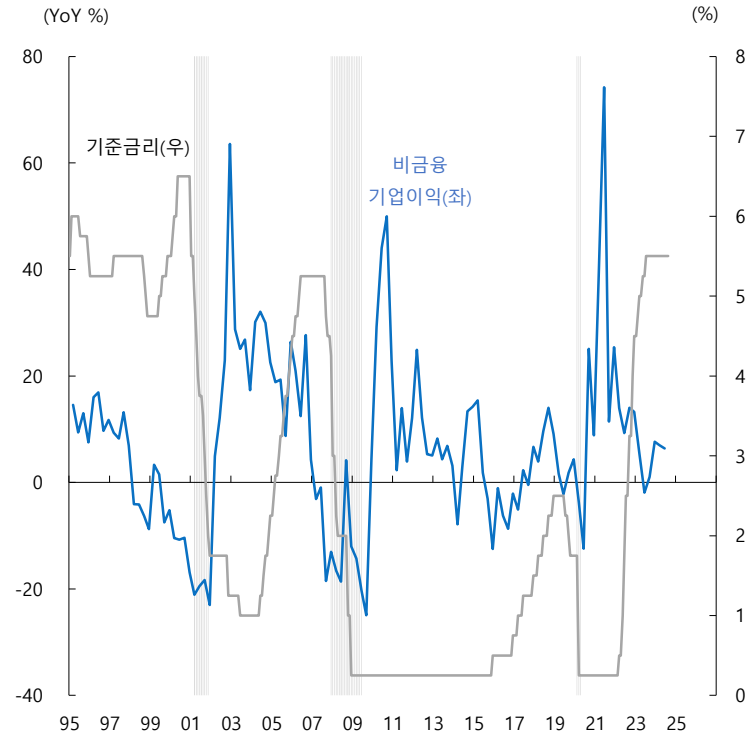
- 안정적 기업이익 사이클은 고용시장 절벽 현상이 나타날 가능성이 낮음을 의미함

<그림4> 기업이익 사이클에서 침체 기미는 없음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림5> 고금리 장기화에도 기업이익은 상대적으로 견조

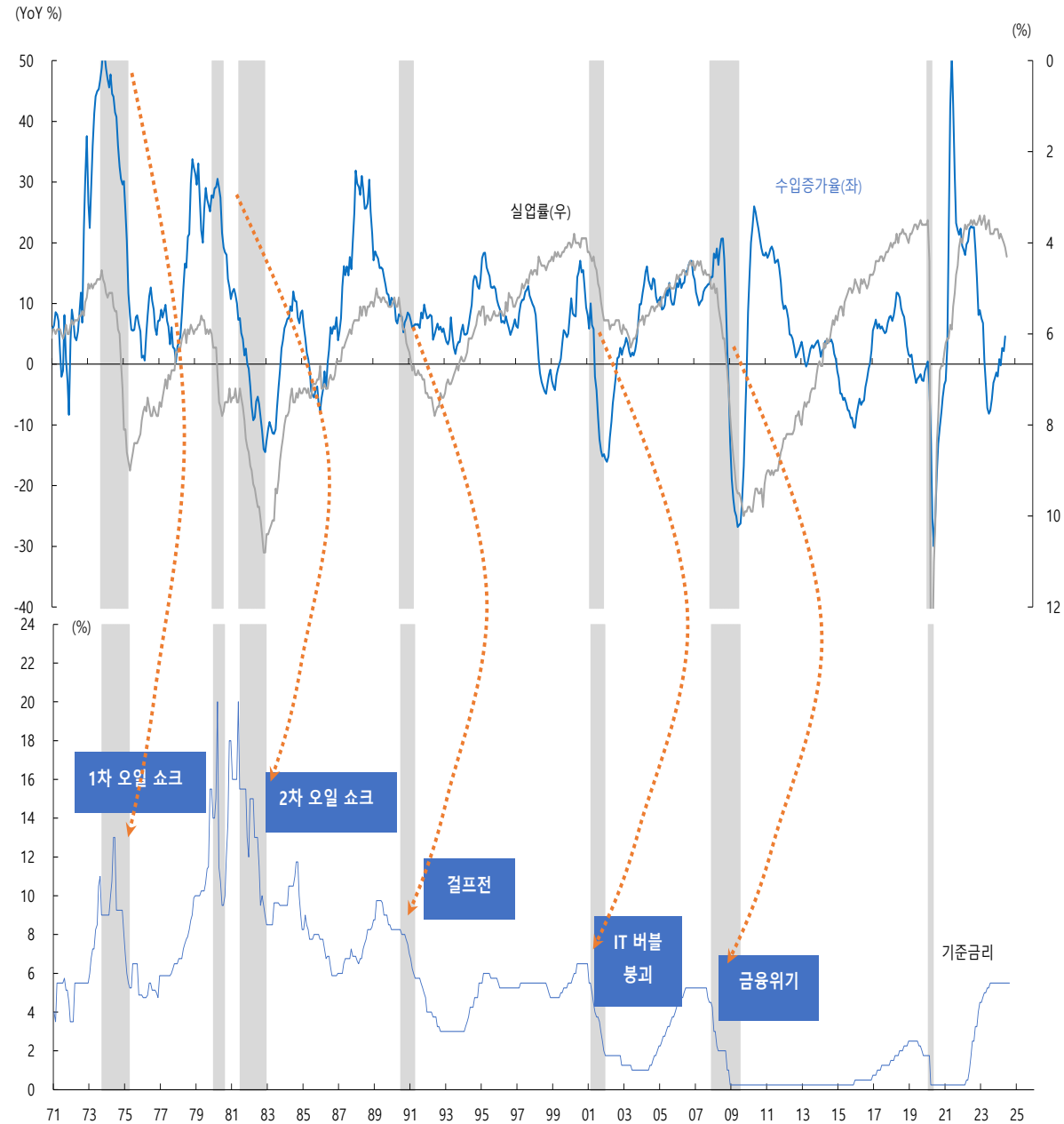


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 미국, 수입 수요 양호

- 실업률 상승과 수입 수요 감소세가 나타날 경우 미국 경제는 어김없이 침체국면에 진입한 바 있음
- 그러나 최근 완만한 실업률 상승폭에서도 미국 수입증가율은 상승하고 있음
- 미국 내 각종 수요사이클은 견조함을 시사함

<그림6> 실업률 상승과 수입증가율 감소 현상이 동반될 때 미국 경기는 침체를 맞이했지만



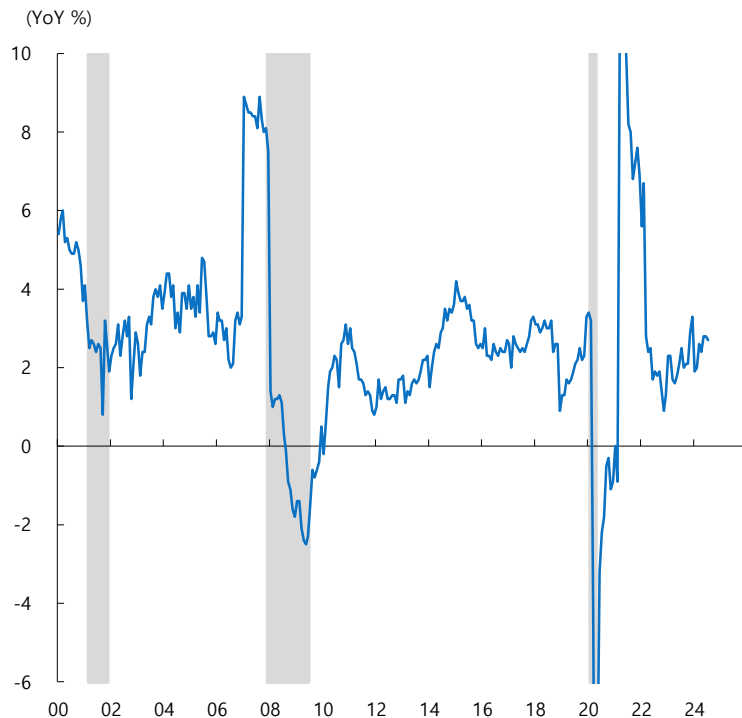
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 미국 가계 순자산, 다시 늘어나고 있는 중

- 고용시장이 다소 둔화되고 있는 것은 분명하지만 개인소득이나 소비 사이클에는 아직 큰 악영향을 미치지 않고 있음을 의미. 소비 사이클이 건조한 추세를 유지하고 있는 배경 중에 자산효과를 눈 여겨 볼 필요가 있음. 24년 1분기 기준으로 가계 순자산 규모가 증가 중임. 2022년 금리인상 사이클과 함께 큰 폭으로 감소했던 가계 순자산 규모는 주가 상승 등으로 개선 중임. 2분기 미국 주가 상승세를 고려하면 가계 순자산 규모는 더욱 증가했을 것으로 기대됨

- 이전 경기침체 당시를 보면 가계 순자산 규모는 늘 감소 추세를 보여 왔음. 이번 경우 2022년 충격에서 벗어나 가계자산이 재차 증가하고 있다는 점은 미국 경기의 또 다른 연착륙 신호로 해석됨

<그림7> 실질 개인소비 지출 증가율 추이 역시 소비 사이클은 물론 미국 경기가 건조함을 뒷받침



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림8> 2022년 금리인상 사이클과 함께 큰 폭으로 증가했던 가계순자산 규모가 다시 회복하고 있는 중임

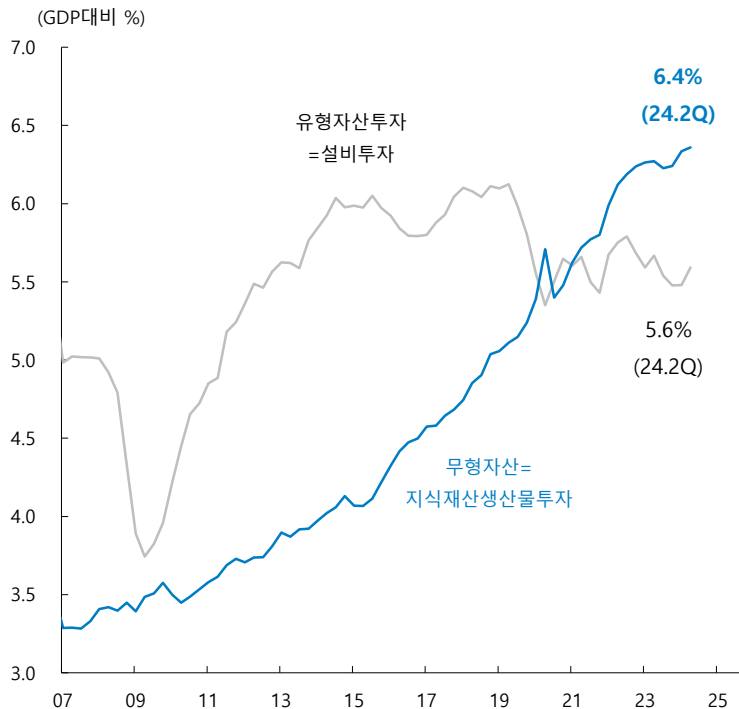


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 미국 경제 패러다임 전환은 현재형이자 미래형

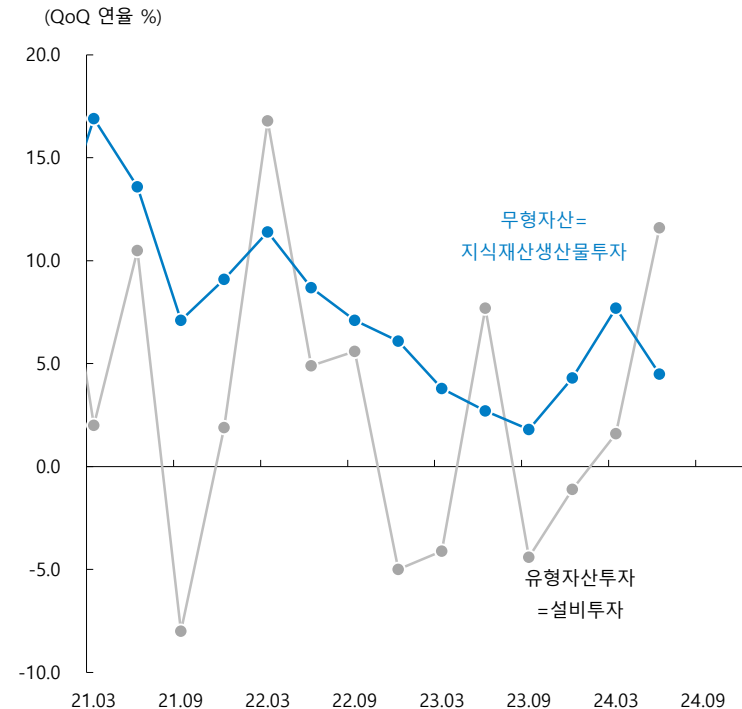
- AI 등 기술혁신 사이클에 대한 우려도 있지만 일시적 수요정체 현상, 즉 캐즘으로 판단됨. 미국 내 경제 및 산업 그리고 소비지출 패턴이 이미 변화되었고 앞으로도 경제 패러다임이 더욱 변화될 수 없다는 점에서 기술혁신 사이클이 여전히 투자와 수요를 견인할 가능성은 크다고 판단됨

<그림9> 미국 경제 및 산업 패러다임 전환을 뒷받침하는 투자 비중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림10> 견조한 미국 투자사이클



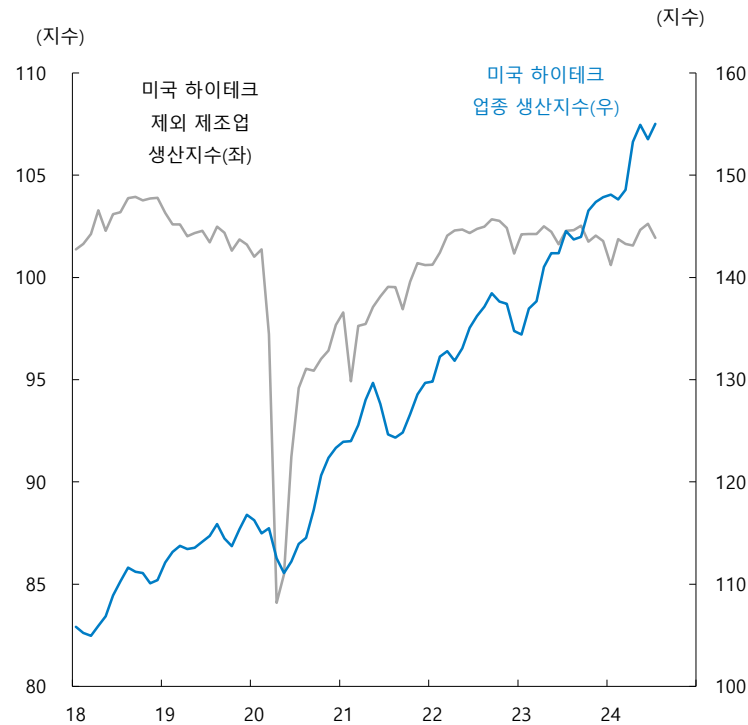
자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부



## 하이테크 산업생산, 흔들림은 없다

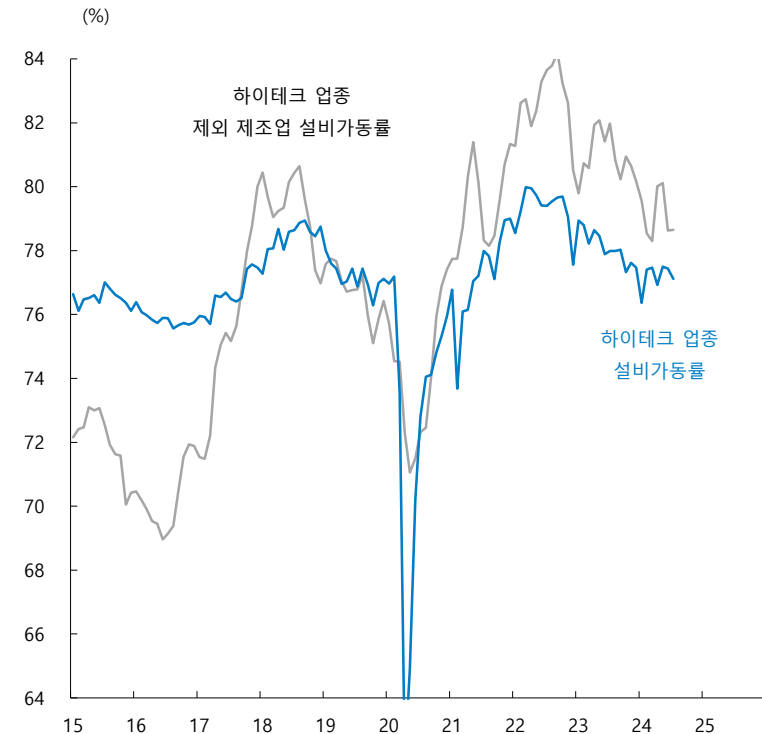
- 산업생산 사이클을 보더라도 팬데믹 이후 하이테크 업종과 하이테크 제외 업종의 산업생산 사이클은 확연히 대비되고 있음. 일부 우려에도 불구하고 하이테크 업종의 생산은 양호한 흐름을 보이고 있음을 주목. 단순히 희망이 아닌 실물지표가 하이테크, 즉 기술혁신 사이클을 지지해주고 있음

<그림11> 하이테크 업종의 생산은 꾸준히 증가 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림12> 설비가동률 둔화 현상은 주의

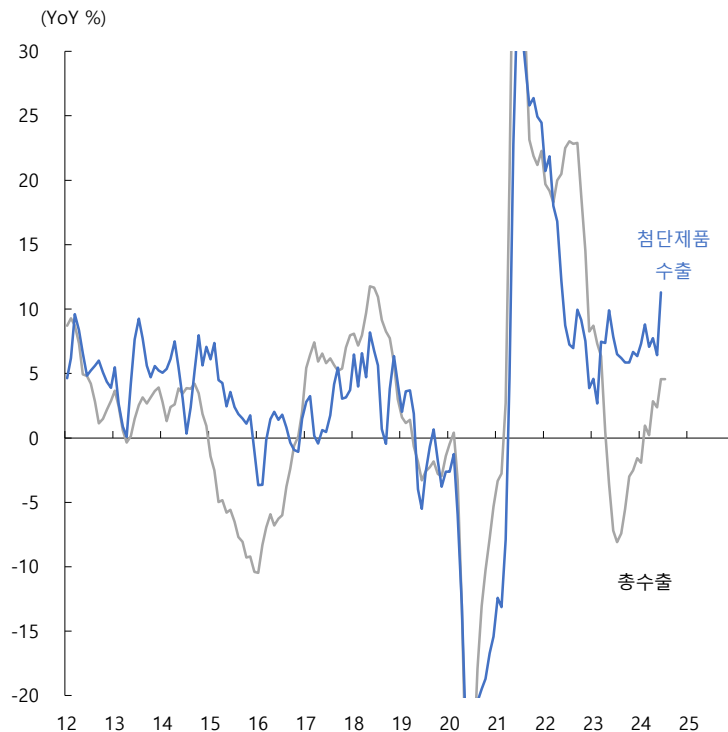


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 미국 첨단제품 수출입도 하이테크 산업 성장 흐름을 뒷받침

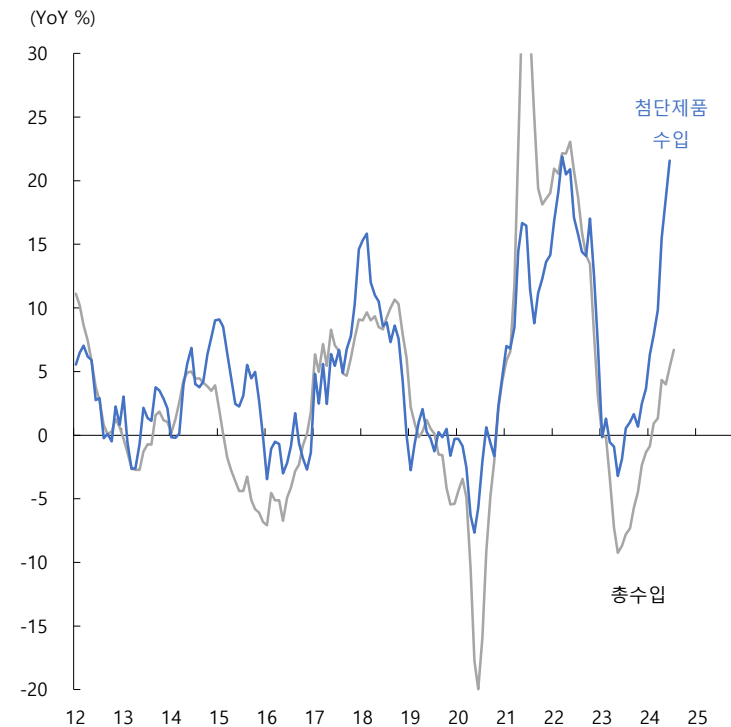
- 기술혁신 사이클의 건재함을 확인할 수 있는 가장 좋은 지표는 미국 첨단제품 수출입증가율임. 첨단제품 수출증가율은 물론 첨단제품 수입증가율이 가파른 증가세를 유지 중임

<그림13> 미국 첨단제품 수출증가율



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림14> 미국 첨단제품 수입증가율

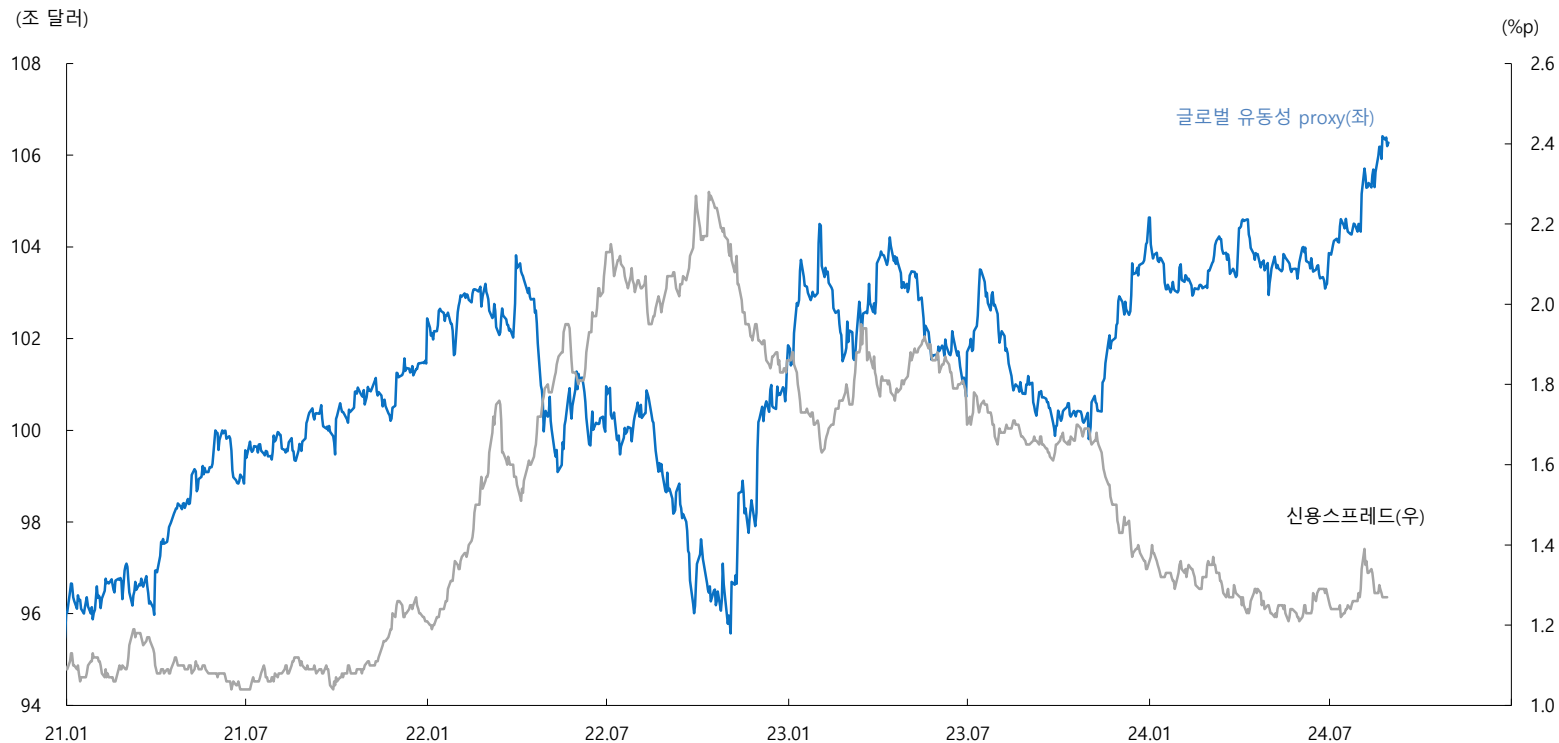


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 금리인하 사이클에 기대 유동성 랠리 기대

- 미국 경기 경착륙 리스크가 완화됨과 동시에 일부 신용스프레드 수준은 8월 초 수준까지 하락함. 미국 경기 연착륙과 인플레이션 압력 완화로 당사가 지적한 미 연준 등 주요국 중앙은행의 금리인하발 유동성 랠리 가능성이 커지고 있음
- 경기 경착륙 리스크에서 벗어나 연착륙 기조가 탄력을 다시 받으면서 주식시장 등 각종 자산시장에서 유동성 랠리 기대감이 강화될 것임

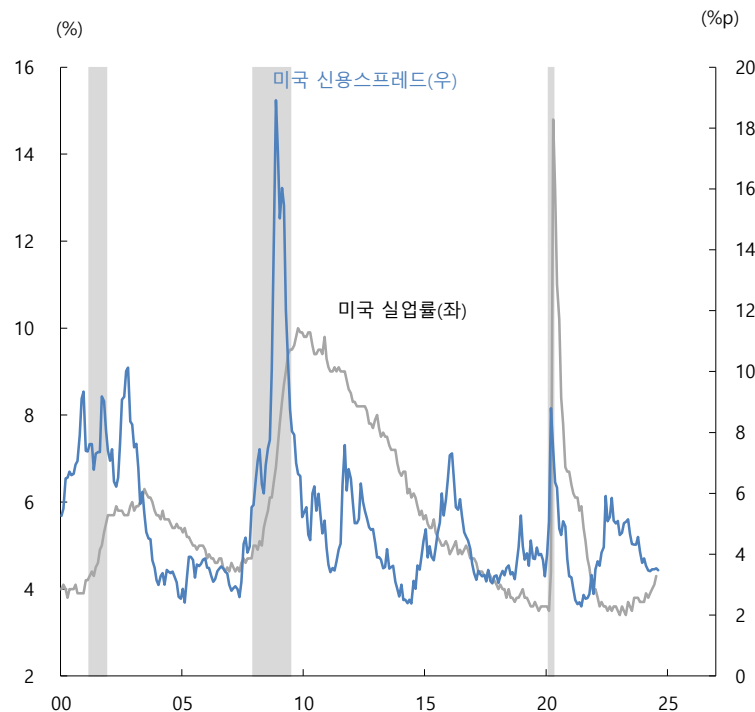
<그림15> 8월 초 충격에도 불구하고 글로벌 유동성은 강한 증가세를 유지 중



## 신용리스크 안정은 고용시장 안정을 의미

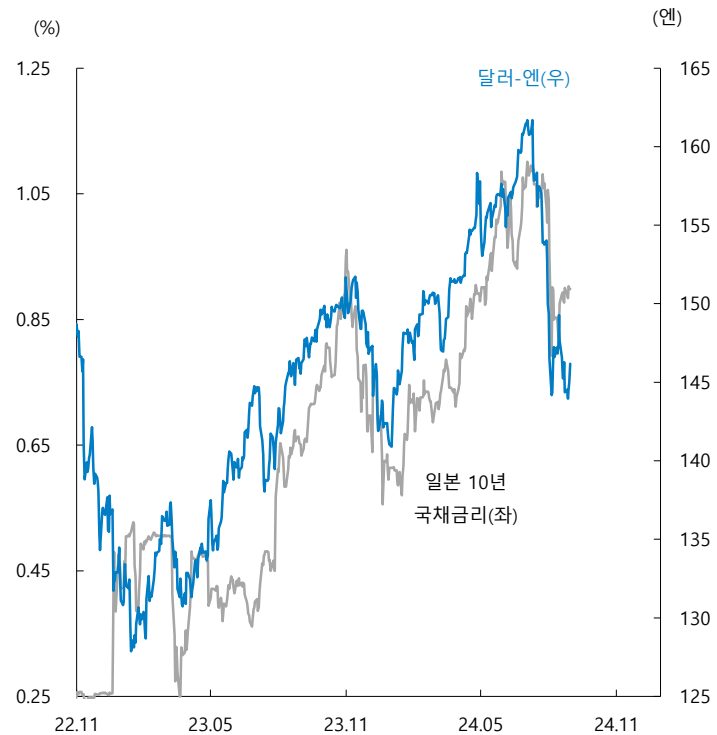
- 8월 초 앤 캐리 트레이드 청산 등으로 촉발된 엔 강세발 유동성 충격이 마무리되면서 각종 신용스프레드의 하향 안정세가 유동성 랠리 기대감을 강화 시켜주고 있음. 특히 미국 신용스프레드의 안정세는 미국 고용시장의 안정이 유지될 것임을 의미함

<그림16> 8월 초 수준으로 재차 하락한 미국 신용스프레드



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림17> 엔화 역시 앤 캐리 트레이드 충격발 초강세 현상에서 벗어나 안정 회복



자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

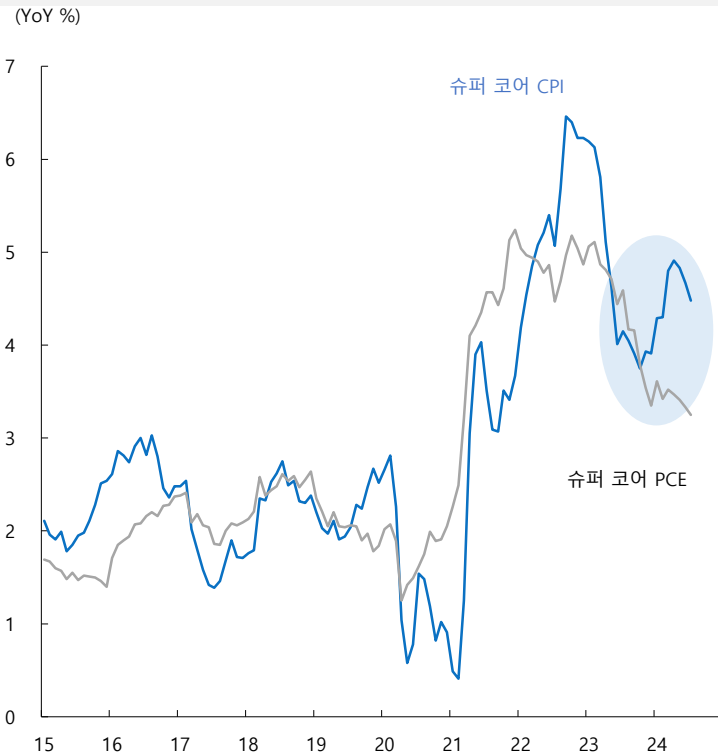
## 미 연준 통제권내로 진입한 물가

- 인플레이션 리스크도 꾸준히 완화되고 있음. 7월 근원 PCE 상승률이 2.6%로 6월과 동일한 수준을 기록했지만 미 연준이 주목하는 슈퍼 코어 PCE 상승률은 3.25%로 지난 3월 3.52% 이후 4개월 연속 완만한 둔화됨

- 기대인플레이션 둔화는 더욱 고무적임. 8월 미시간대 1년 인플레이션율 2.8%로 2020년 11월 이후 가장 낮은 수준을 기록함. 2021년부터 물가압력이 확대되었음을 고려할 때 물가와 기대인플레이션이 2021년 이전 수준, 즉 미 연준의 목표 범위내로 진입 혹은 통제되기 시작했음을 의미함. 에너지 가격 안정 기조도 추후 물가 추가 안정에 기여 할 것임

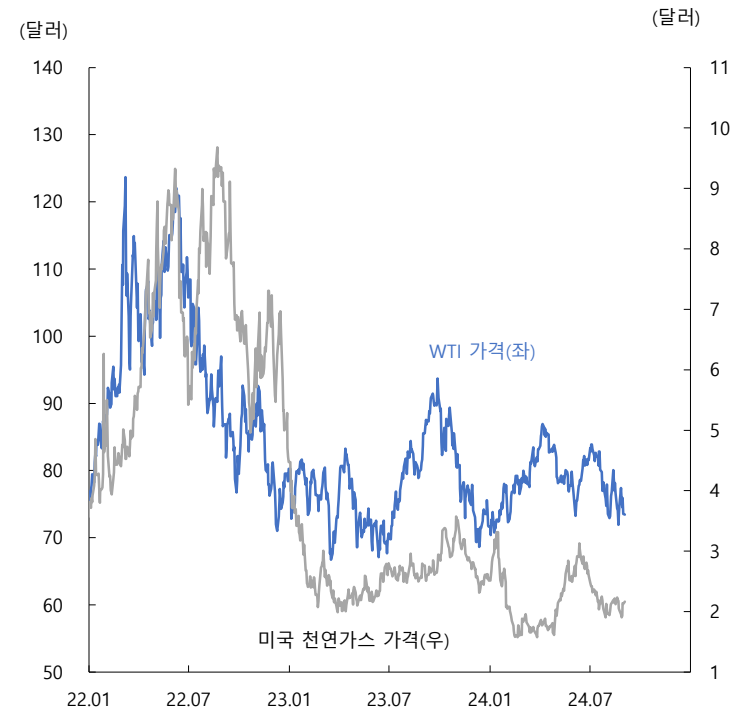
- 이처럼 디스인플레이션 기조가 더욱 뚜렷해지고 있음도 유동성 흐름에는 긍정적 영향을 미칠 것임

<그림18> 미 연준이 주목하는 슈퍼 코어 PCE 상승률도 둔화세를 이어가고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림19> 에너지 가격의 하향 안정기조도 미 연준 물가통제에 기여

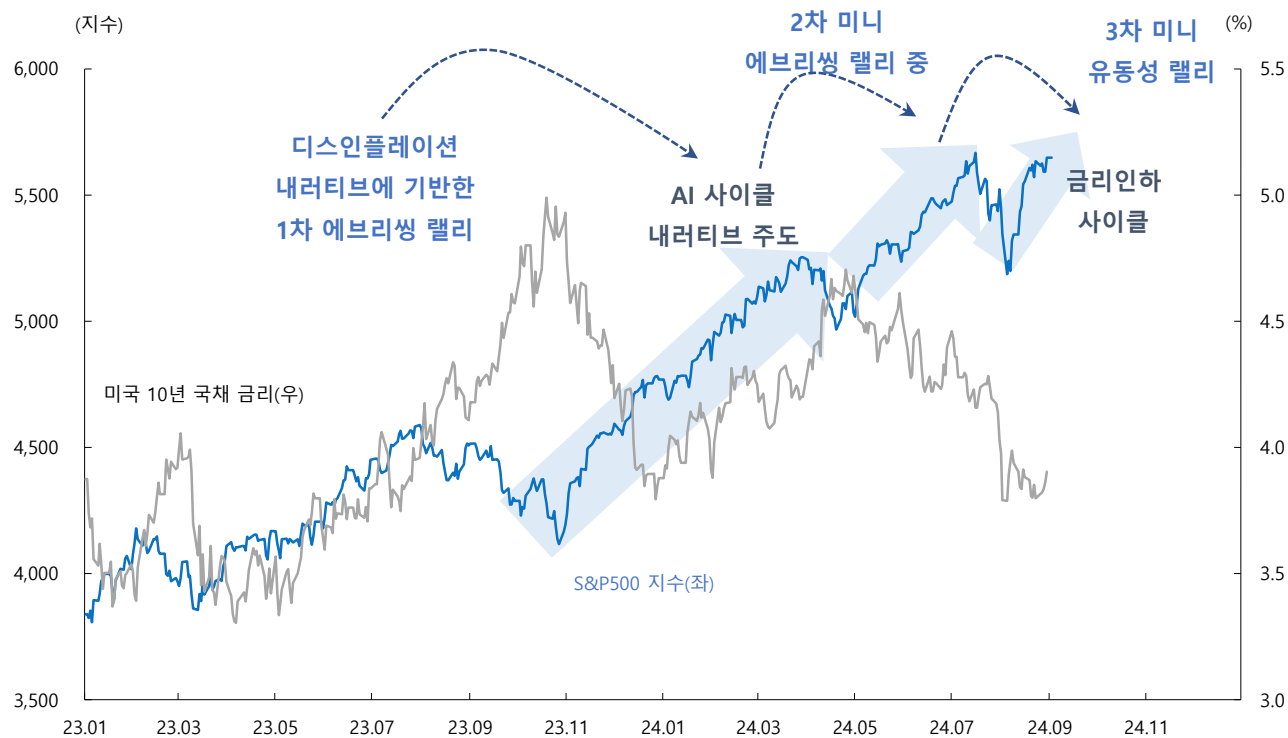


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 미니 유동성 랠리 예상

- 지난해 말 디스인플레이션 기대감에 의한 1차 에브리씽 랠리 그리고 올해 상반기 AI 사이클 중심의 유동성 랠리에 이어 당분간 미 연준 등 주요국 금리인하에 기댄 미니 유동성 랠리를 예상함

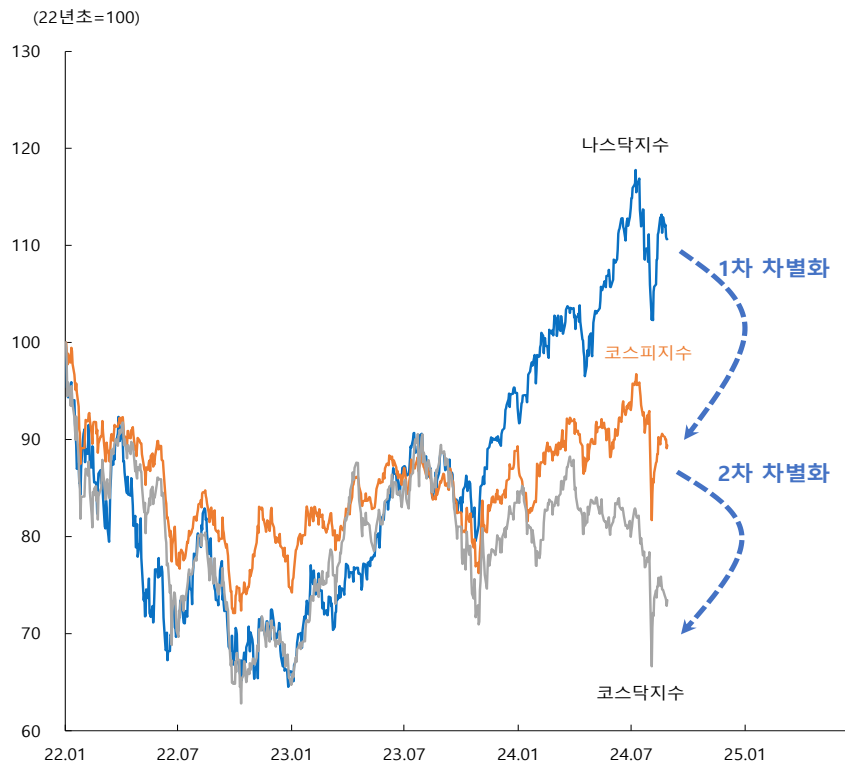
<그림20> 연말까지 미 연준 금리인하발 유동성 랠리 예상



## 한국 증시는 디커플링 해소될까?

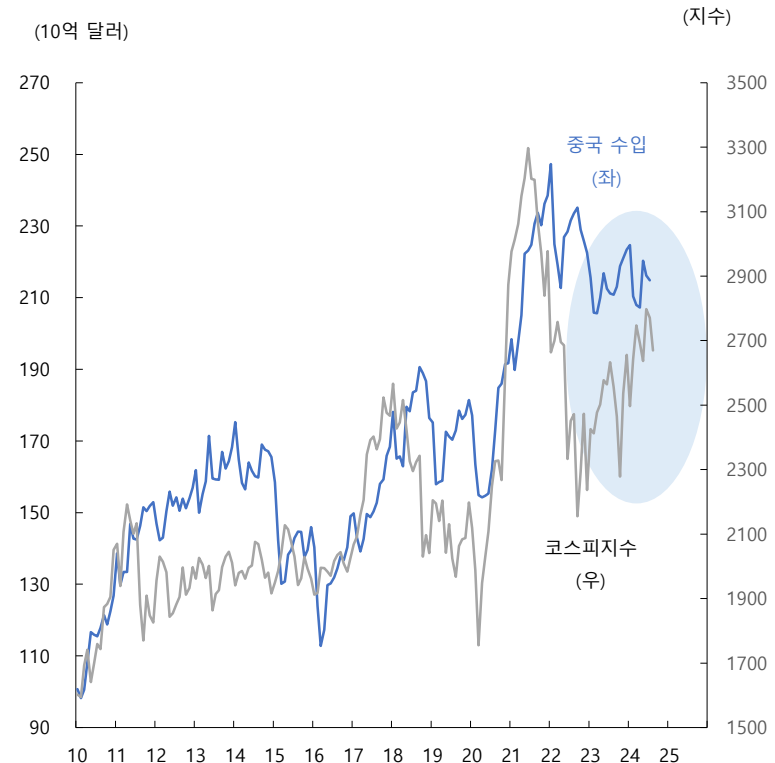
- 국내 증시는 미국 등 글로벌 증시의 차별화와 함께 코스피와 코스닥 간 차별화 현상과 같은 이중 차별화 현상에서 벗어나지 못하고 있음
- 중국의 리스크가 국내 증시에 미치는 악영향은 다소 약화되었지만 중국 리스크에서 벗어나지는 못한 상황임

<그림21> 올해 들어 차별화 현상이 더욱 시달리고 있는 국내 증시



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림22> 중국 리스크가 국내 증시에 미치는 영향은 점차 약화되고 있지만



자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

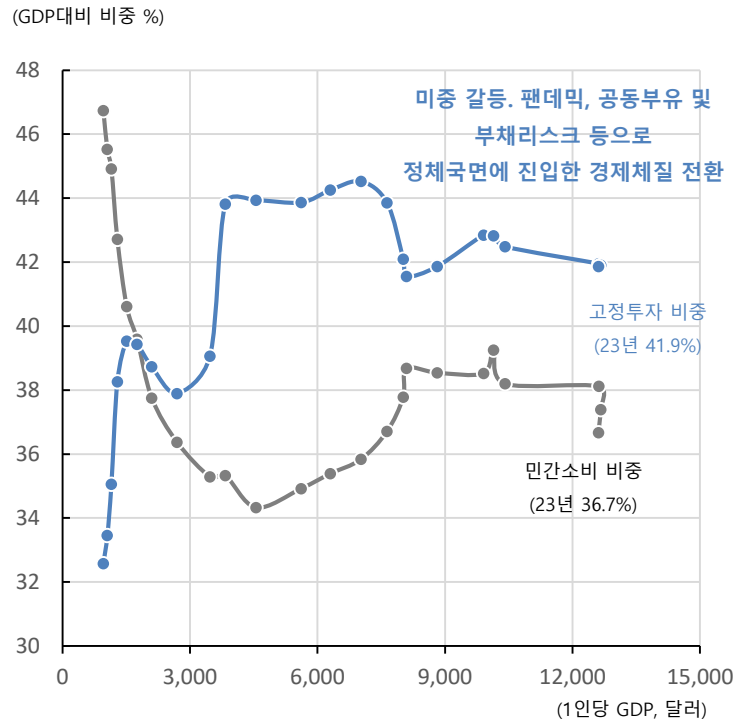
## 해소되지 못하는 중국 리스크 : 소비사이클과 무역수지

- 차이나 리스크가 중국뿐만 아니라 글로벌 경제와 금융시장에 큰 부담

- 중국 무역수지 흑자 규모는 확대되고 있으나 각종 부양조치에도 불구하고 중국 내수 경기는 오히려 뒷걸음치고 있는 상황. 중국 경제가 성장하고 있지만 글로벌 시장으로서의 역할을 하지 못하고 글로벌 경제의 작은 블랙홀 역할만을 하고 있는 형국임. 미국처럼 '무역수지 적자 확대=글로벌 수요 증가'와 같은 역할을 하지 못하고 중국은 '무역수지 흑자폭 확대 = 글로벌 수요 둔화'라는 기이한 현상을 유발하고 있음

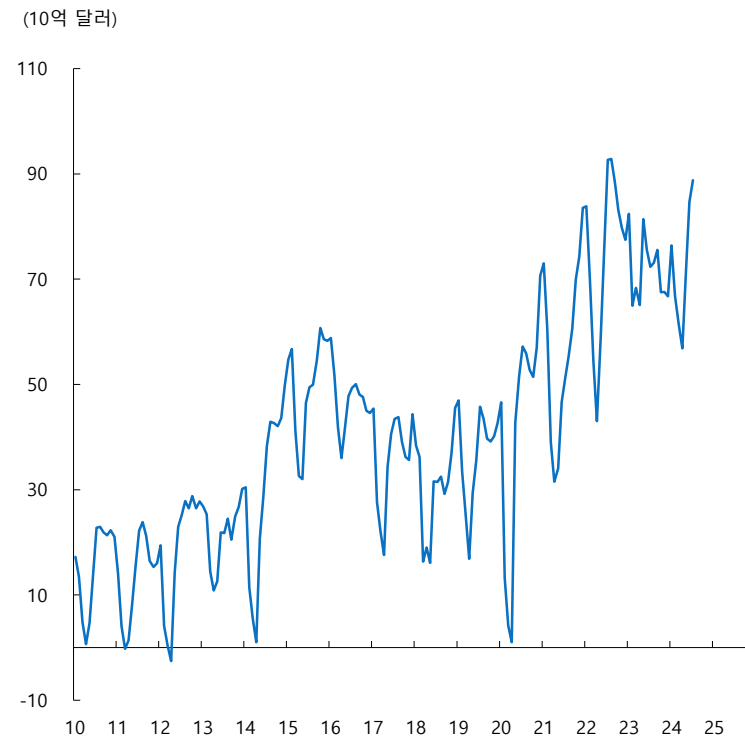
- 참고로 중국 소비 비중이 EU 나 일본 같은 수준이라면 연간 가계지출 규모가 6조 7천억 달러 수준이 아닌 9조 달러 수준에 이를 것임(연합인포맥스, 8월 29일 기사 참조)

<그림23> 중국 경제 수준에 비해 소비 등 내수시장은 뒷걸음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림24> 중국 무역수지 흑자 규모는 확대: 일종의 글로벌 경제의 블랙홀



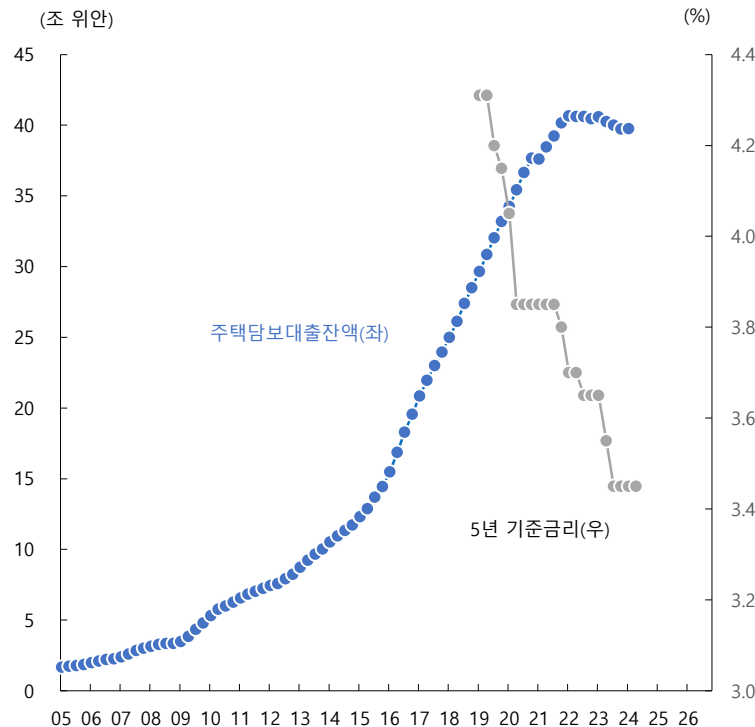
자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부



## 중국 정부는 부동산 살리기에 나서겠지만 정책효과가 나타날지는 미지수 : 중국 부동산은 내일이 더 싸다

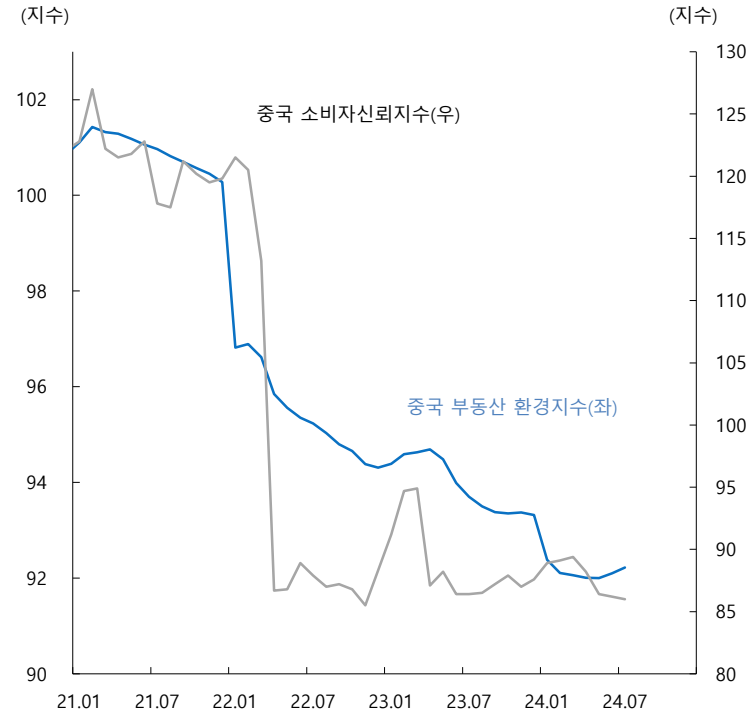
- 중국 정부가 주택담보대출 재융자, 즉 기존 주택담보대출의 저금리 대출로의 재융자를 추진할 전망이지만 동 정책을 통해 중국 부동산 시장이 장기 침체에서 벗어날 수 있을지는 미지수임

<그림25> 중국 정부가 주택담보대출 재융자에 나설 것임을 검토 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림26> 중국 내수 관련 심리지표의 반등 기미가 없음



자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 중국 국채 금리 급락 현상, 디플레이션 리스크 반영

- 중국 국채 금리의 급락 현상은 인민은행 금리인하 사이클, 물가 둔화 및 자금 쏠림 현상 등도 원인이지만 높아지고 있는 중국 경제의 디플레이션 리스크의 한 단면이라고 판단됨

<그림27> 연일 급락중인 중국 국채 금리

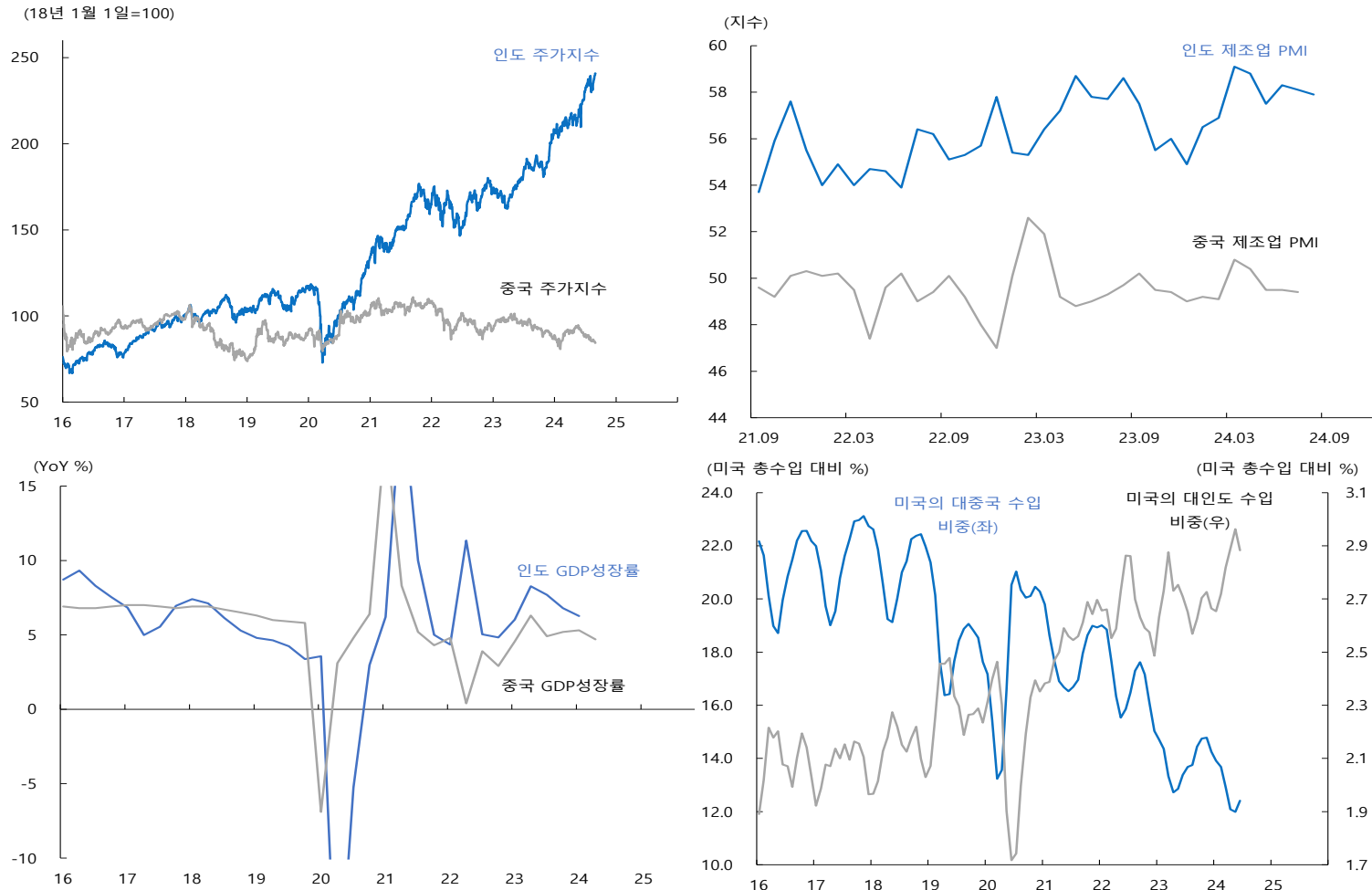


## 중국을 대체하기 시작한 인도: 나홀로 강한 상승 랠리를 보여주고 있는 인도 증시

- 예상은 했지만 차이나 리스크 속에 인도 메리트가 현실화되는 분위기임. 중국과 인도 증시가 차별화는 물론 경기 사이클도 크게 대비되고 있음

- 미국 주도의 글로벌 공급망 재편이 글로벌 경제와 산업 구도를 변화시키기 시작한 것임

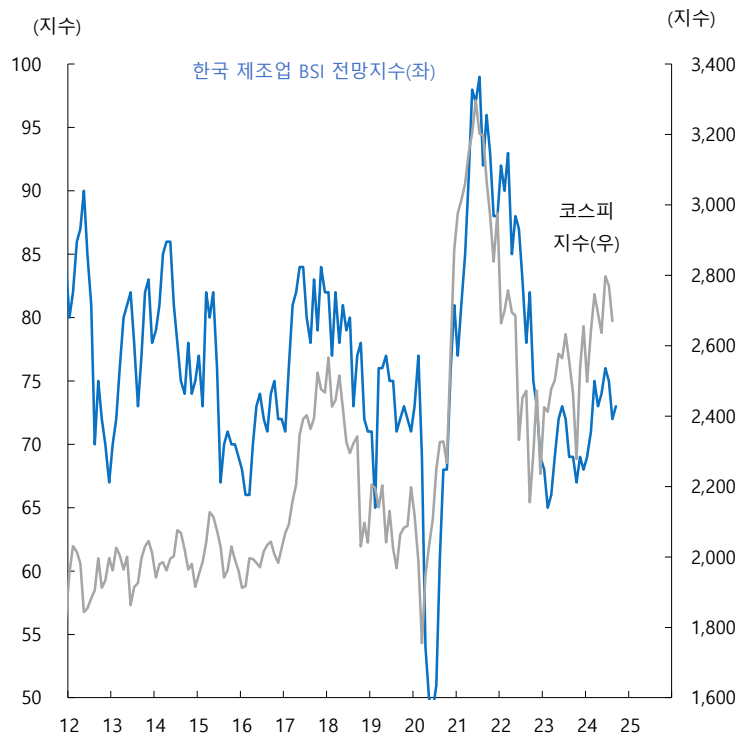
<그림28> 차이나 리스크 지속 속에 인도 경제와 증시의 부상이 눈에 띈



## 원가 아쉬운 국내 경제지표

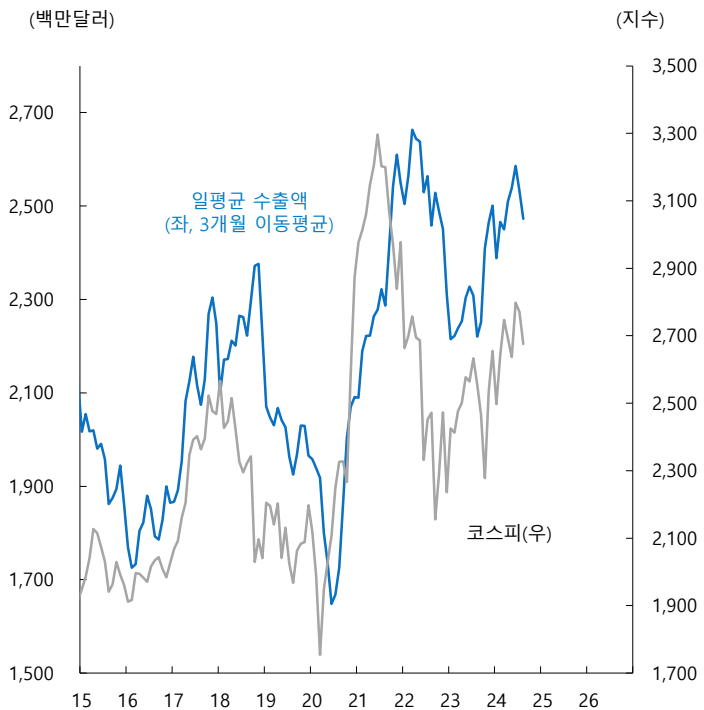
- 국내 수출 및 제조업 경기 사이클은 국내 증시의 추가 상승 동력이 약화되었음을 시사함
- 국내 코스피 지수와 높은 상관관계를 보여왔던 한국 제조업 BSI 지수는 2분기 들면서 답보 추세를 보여주고 있음

<그림29> 국내 제조업 경기와 코스피 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림30> 국내 일평균 수출액과 코스피 추이

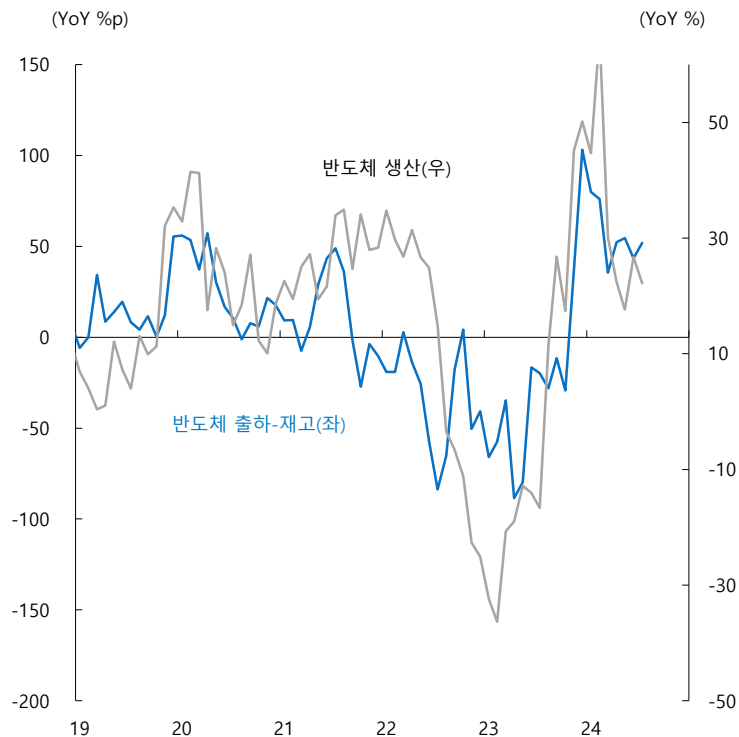


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 반도체 빅 사이클은 아직 유효하지만

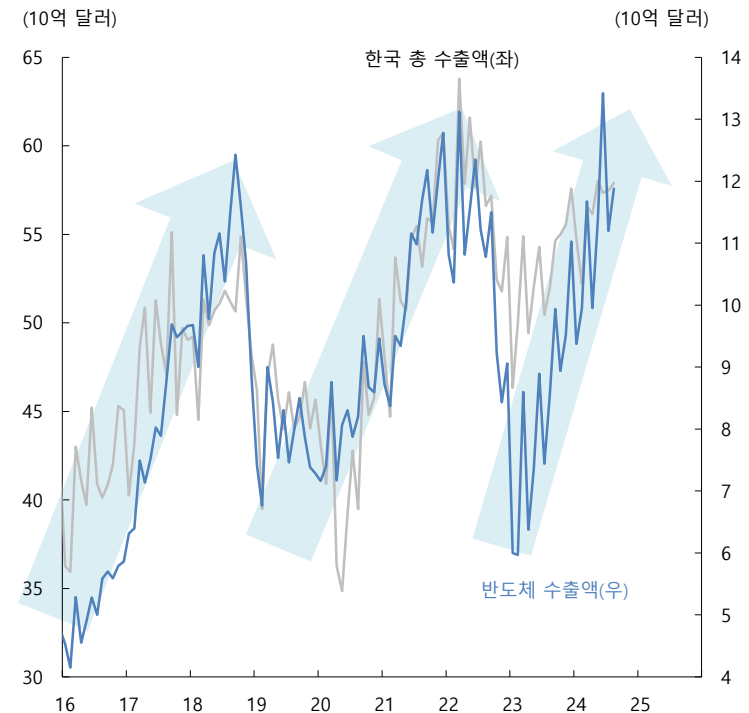
- 반도체 업황 사이클을 보여주는 제반 지표는 여전히 양호한 수준으로 반도체 빅 사이클 추세가 지속될 가능성을 시사해주고 있음. 다만 기저효과 등으로 수출 모멘텀의 둔화는 불가피함

<그림31> 반도체 업황 사이클은 건조한 추세 유지 중



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림32> 반도체 수출도 건재

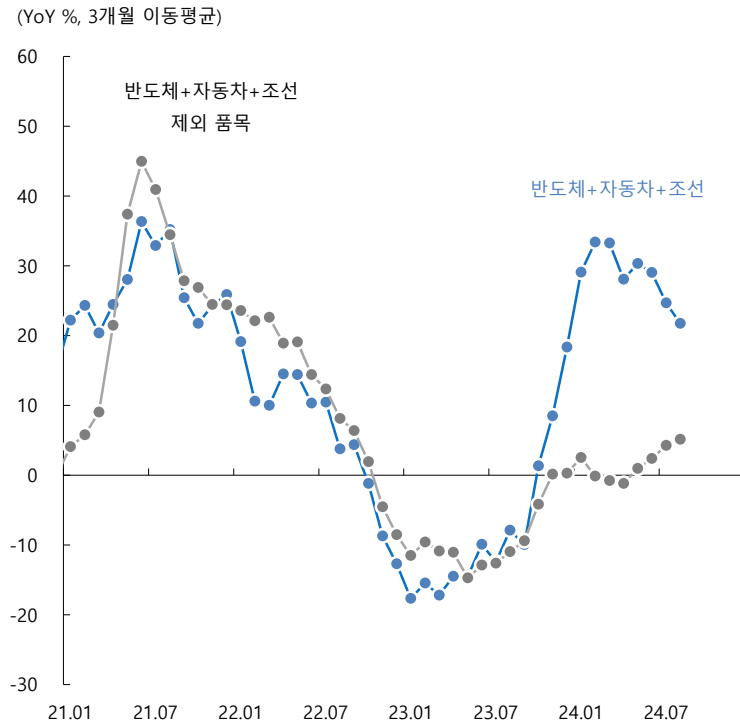


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 국내 수출 경기의 업종별 차별화, 미묘하지만 약간의 변화가 시작

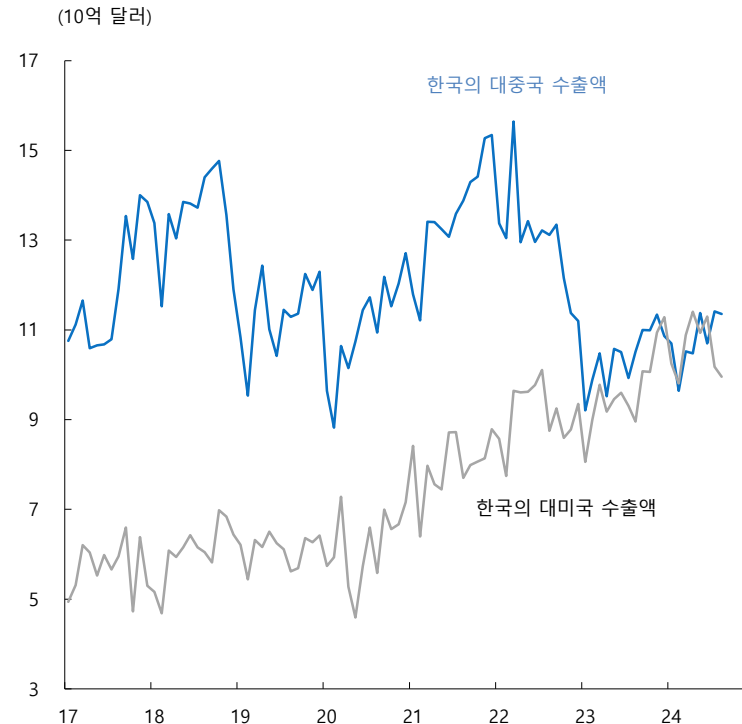
- 국내 수출을 견인하던 트리오 업종(반도체, 자동차 및 조선)의 수출증가율이 다소 둔화되고 있는 가운데 비트리오 업종의 수출증가율이 다소 회복되고 있는 추세임. 그러나, 트리오 업종의 수출 모멘텀을 대체하기에는 비트리오 업종의 수출 회복세가 미약함
- 대중 수출 회복세가 여전히 미약하다는 점은 하반기 수출경기의 중요한 불확실성 리스크임

<그림33> 그 동안 국내 수출경기를 견인하던 트리오(반도체, 자동차 및 조선) 업종 수출증가율 둔화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림34> 기대했던 대중국 수출 모멘텀은 여전히 답보 수준



자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 안심할 수 없는 내수 경기(1)

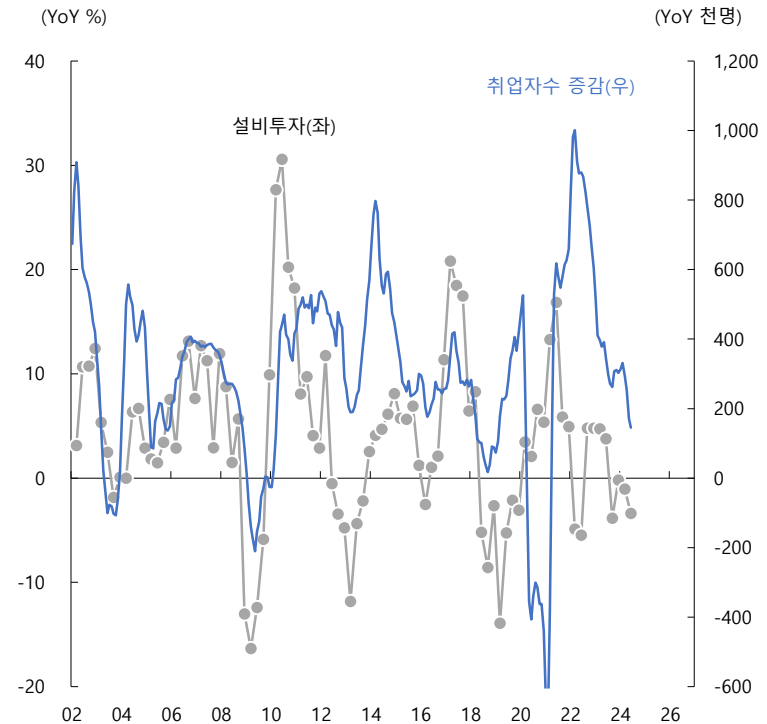
- 소비 및 서비스 업황 부진 등으로 내수 경기회복이 불안한 추세를 보이고 있음. 동행지수 순환변동치는 급락하고 있음이 이를 뒷받침함
- 서울지역을 중심으로 한 부동산시장 과열에 따른 기준 금리인하 시점 지연 및 대출 규제 강화 등도 내수 회복세에 악영향을 미칠 수 있고 수출경기의 차별화 현상 지속 등도 내수경기에 부정적 리스크임

<그림35> 내수 부진을 보여주는 동행지수 순환변동치는 급락세



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림36> 설비투자과 고용자 수가 동반 둔화 중

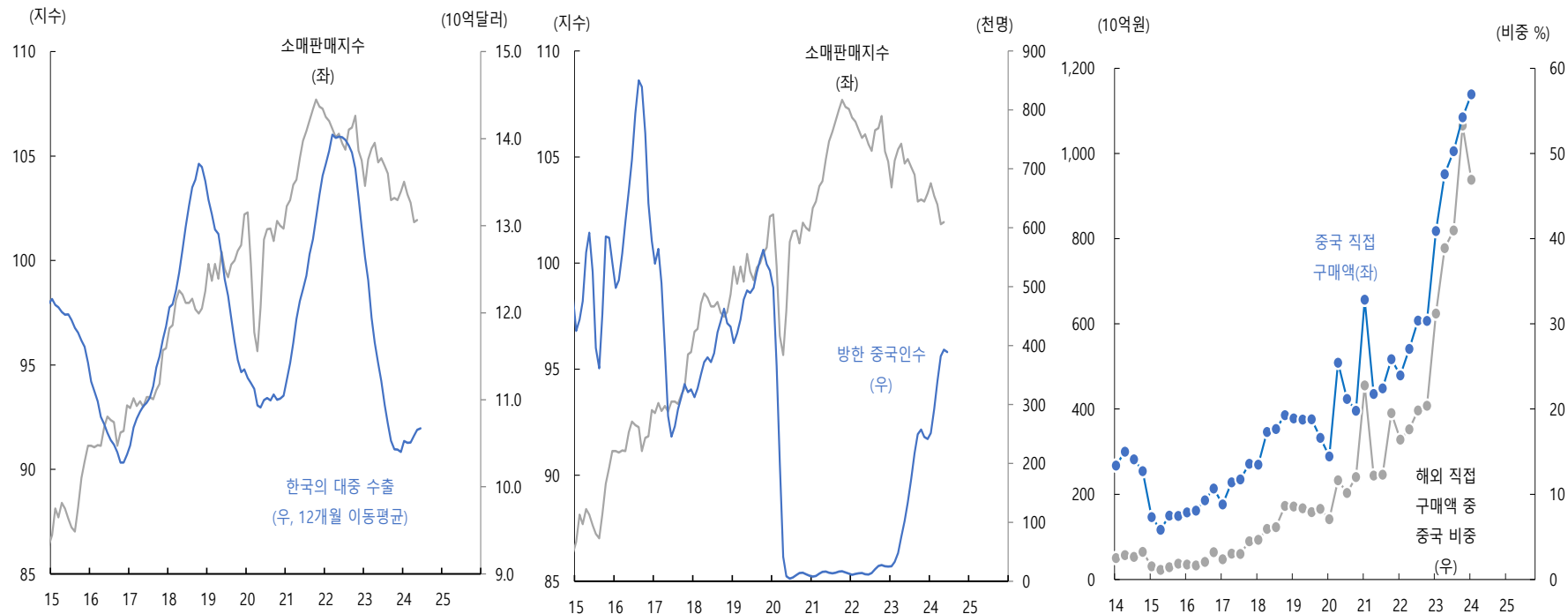


자료 : Bloomberg, CME, iM증권 리서치본부

## 안심할 수 없는 내수 경기(2)

- 직간접적으로 차이나 리스크가 국내 내수 경기 회복에 부정적 영향을 미치고 있음
- 방한 중국인 회복세 지연 및 중국 전자상거래 업체의 공격적인 국내 진출은 내수 회복에 또 다른 걸림돌임

<그림37> 차이나 쇼크가 직간접적으로 국내 내수 경기에 부정적 영향을 미치고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부



#### Compliance notice

---

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.