

수정 선행지수 통한 경기 전망



Economist

이진경

☎ (02) 3772-2634

✉ jk.2@shinhan.com

하건형

☎ (02) 3772-1946

✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

미국 경기선행지수의 낮아진 경기 설명력

경기선행지수는 통상 경기에 약 12개월 선행한다고 알려져 있어 단기 경기 예측력이 높다. 다만 최근 선행지수와 실제 경기 간 괴리가 확대됐다. 선행지수는 경기 침체를 가리키는 반면 GDP는 양호한 흐름을 유지한다. 또한 2022년부터 전년비 낙폭을 크게 확대한 선행지수와 달리 동행지수는 평탄하다. 선행지수의 경기 설명력 훼손 이유를 코로나 이후 달라진 미국 경제 환경을 통해 파악해봤다.

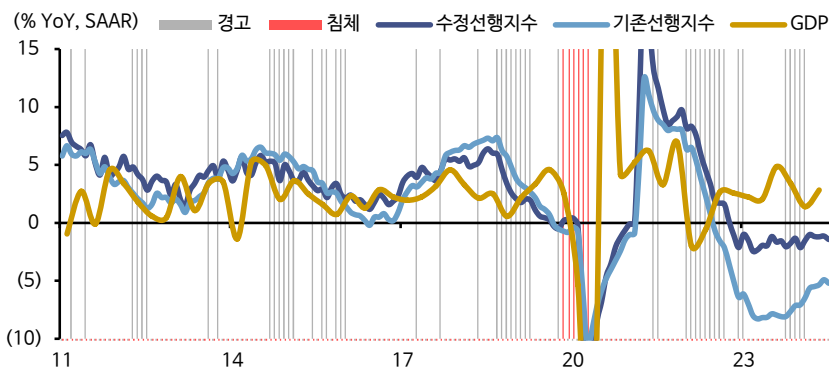
선행지수의 경기 예측력을 떨어트리는 요인과 이유

선행지수의 경기 예측력을 떨어트리는 구성 지표는 1)ISM 제조업 신규주문, 2)신규주택건축허가, 3)제조업 주간근로시간이다. 1)과 3)의 경우 코로나 이후 제조업에 비해 양호했던 서비스업이 지표에 반영되지 않아 경기 설명력이 저하됐다고 판단한다. 2)의 경우 건축 장기화로 크게 둔화한 주택 시장이 전체 산업 내 주택 산업 비중에 비해 과도하게 반영되면서 선행지수를 하방으로 끌어내렸다고 본다.

수정된 선행지수는 침체를 가리키지 않는다: 지표 보완법 고안

기존 선행지수의 보완을 위해 다음의 방법을 적용했다. 1) 서비스 수요를 반영하기 위해 취약계층(저학력, 흑인) 고용과 소비자신뢰지수 내 고용 증가 기대를 활용했다. 또한 2) 자본 시장의 발달을 고려해 주택 지표의 비중을 줄이고 금융환경지수를 추가했다. 결론적으로 경기 설명 변수를 추가해 보완한 경기선행지수에 따르면 최근의 경기 흐름은 침체 경로라기보다 경제 신호가 이어지는 연착륙 또는 얇은 침체 경로에 가깝다. 하반기 연준 금리 인하를 고려하면 기존 선행지수가 가리키는 침체 가능성은 제한적이라고 판단한다.

수정 선행지수, 기존 선행지수, GDP와 수정된 경기 침체 신호



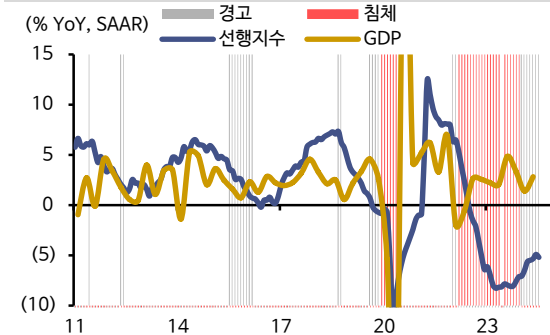
자료: WorkSpace, 신한투자증권

미국 경기선행지수의 낮아진 경기 설명력

미국 경기선행지수는 단기 경기 예측을 위해 주요 경제지표를 가중평균해 산출한 지수이다. 통상 경기에 12개월정도 선행한다고 알려져 있어 선행지수 추이를 통해 경기 국면을 판단해볼 수 있다.

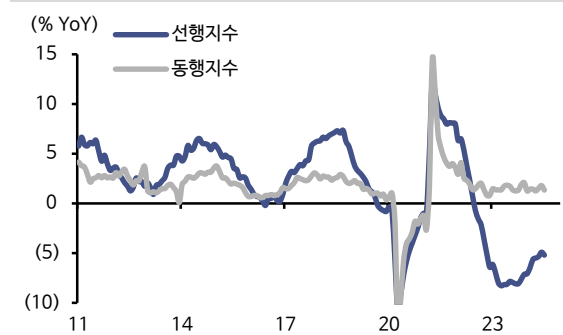
다만 최근 들어 선행지수와 실제 경기 간의 괴리가 확대되고 있다. 컨퍼런스보드는 선행지수를 통해 경기 침체를 진단하는 두 가지 기준을 제시한다. 1) 6개월 경기확산지수가 50 미만이면 경기 위험 신호, 2) 경기선행지수의 6개월간의 하락률까지 기준선(-4.4%)을 하회하면 경기 침체 신호로 해석한다. 해당 기준에 따르면 선행지수는 2022년 초부터 경기 침체를 가리키지만 실제 GDP 성장률 추이를 보면 침체와는 거리가 멀다. 또한 2022년부터 선행지수의 전년비 낙폭이 크게 확대된 반면 동행지수는 비교적 평탄한 흐름을 유지한다. 선행지수의 경기 설명력이 훼손된 이유를 코로나 이후 달라진 미국 경제 환경을 통해 파악해봤다.

미국 경기선행지수, GDP 성장률과 침체 신호



자료: The Conference Board, WorkSpace, 신한투자증권

미국 경기선행지수와 동행지수



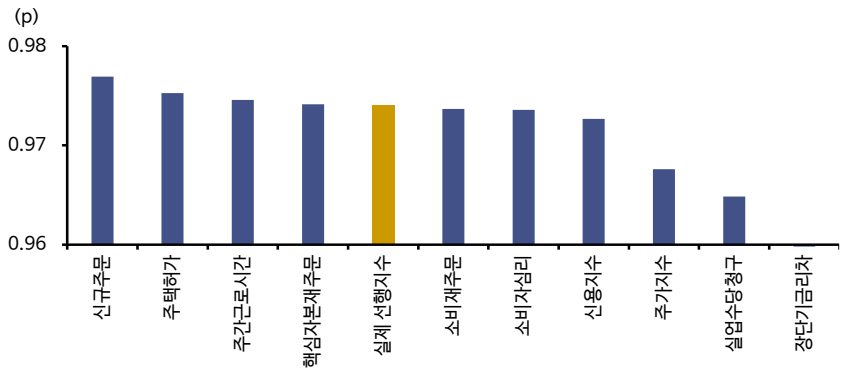
자료: WorkSpace, 신한투자증권

선행지수의 경기 예측력을 떨어트리는 요인과 이유

미국 컨퍼런스보드 경기선행지수는 총 10개의 경제지표로 구성되어 있다. 구체적으로 살펴보면 금융 지표인 (1) S&P500, (2) 신용지수, (3) 장단기 금리차와 비금융 지표인 (4) 제조업 주간 평균근로시간, (5) 주간 신규실업수당 청구건수, (6) 소비재주문, (7) 비국방자본재주문, (8) ISM 제조업 신규주문지수, (9) 신규주택건설 허가건수, (10) 소비심리 향후전망지수로 이루어져 있다.

개별 구성지표의 경기 설명력을 분리해보기 위해 각 지표를 제외했을 때 경기선행지수가 동행지수를 얼마나 잘 설명하는지 살펴봤다. 즉, 특정 지표를 선행지수에서 제외했을 때 오히려 동행지수와의 상관관계가 높아진다면 해당 지표의 경기 설명력이 떨어진다고 해석했다. 계산의 편의를 위해 경기선행지수와 동행지수 간 시차는 고려하지 않았다.

개별 지표 누락한 선행지수와 동행지수 간 상관계수



자료: WorkSpace, 신한투자증권

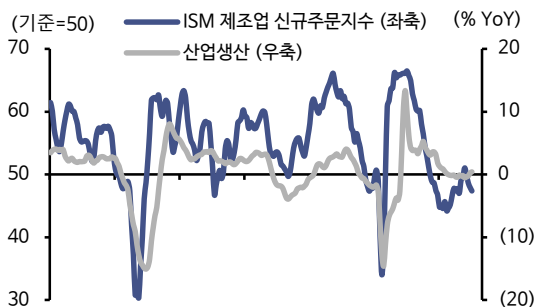
결과적으로 선행지수에서 제외했을 때 오히려 경기 설명력이 높아진 지표는 (1) ISM 제조업 신규주문지수, (2) 신규주택건축허가, (3) 제조업 주간근로시간이다. 핵심자본재주문도 선행지수에서 누락 시 동행지수와의 상관관계가 높아졌으나 실제 선행-동행지수 간 상관관계 수준과 근소한 차이에 그쳐 설명력이 의심되는 지표에서 제외했다. 다음으로 각 지표별 경기 설명력이 저하된 이유를 살펴봤다.

1) ISM 제조업 신규주문지수

ISM 제조업 신규주문지수의 제조업 경기 설명력은 여전히 유효하다. 신규주문지수는 최근에도 전체 산업생산에 선행한다. 다만 코로나 이후 달라진 제조업과 서비스업 경기 사이클이 해당 지표의 전체 경기 설명력을 저해했다.

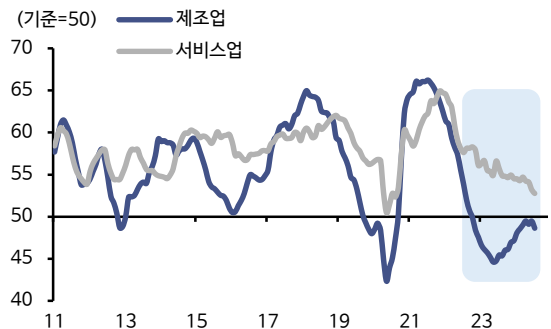
코로나 이후 예상보다 견조한 고용이 서비스업 수요를 뒷받침한 반면 내구재 교체 주기가 지연되며 제조업 수요 회복은 더뎠다. 또한 고금리 장기화에 훼손된 소비심리가 제조업 수요의 확산을 제한했다. 상대적으로 양호한 서비스업 부문이 지표에 포함되지 않아 전체 경기 설명력이 저하됐다고 판단한다. 미국 경제 내 제조업(35%)과 서비스업(65%) 수요 비중에 따라 제조업과 서비스업 신규주문지수를 가중평균한 지수로 단순 대체만 해도 동행지수와의 상관관계가 높아진다.

ISM 제조업 신규주문지수와 산업생산



자료: WorkSpace, 신한투자증권

ISM 제조업과 서비스업 신규주문지수



자료: WorkSpace, 신한투자증권

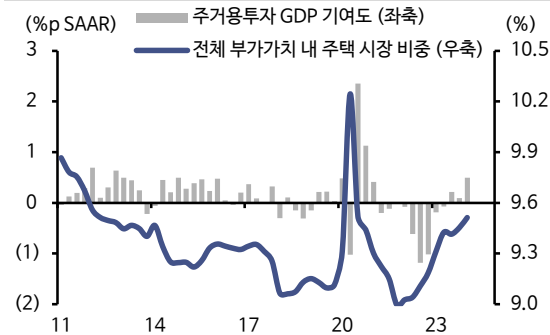
2) 신규주택건축 허가건수

미국 경제 내에서 주택 산업이 차지하는 비중은 9~10%이며 GDP 내 주거용투자 비중은 3% 수준이다. 주택 건설의 증가는 목재나 철강 등 중간재 수요를 창출하고 건설노동자 고용 확대를 유발하는 등 여러 경제 부문에 영향을 미친다.

코로나 이후 신규주택건축 허가가 착공으로 이어지는 횡수가 줄어들었다는 점이 눈에 띈다. 이는 건축 허가부터 착공까지의 시차가 과거에 비해 길어졌음을 의미한다. 주택 착공 이후의 파급효과(중간재 수요, 고용 창출)를 고려해봤을 때 미국 주택 시장은 건축 허가건수로 나타난 수준보다 더욱 위축된 상황이라고 볼 수 있다. 코로나 이후 주거용투자의 성장기여도 또한 장기간 음(-)의 수준을 보였다.

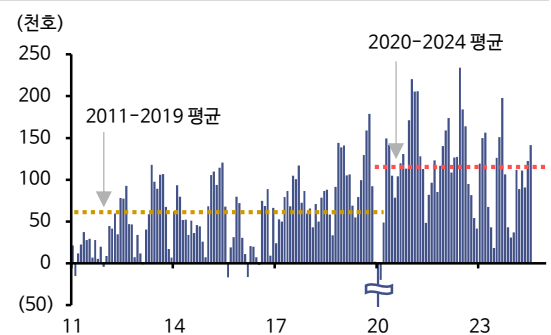
주택 시장의 위축은 코로나 이후 고금리 장기화에서 기인한다. 반면 선행지수 내 주택 지표의 비중은 그대로 유지됐다. 건축 허가건수의 선행지수 내 비중을 단순히 1%p 낮추었을 때 선행지수의 동행지수에 대한 설명력이 높아진다. 결과적으로 코로나 이후 선행지수에 주택 시장의 위축이 GDP 내 비중에 비해 과도하게 반영되면서 경기 전반에 대한 설명력을 저해했다고 판단한다.

주택 시장 비중과 주거용투자 GDP 기여도



자료: WorkSpace, 신한투자증권

신규주택건축 허가 건수와 착공 건수 차이



자료: WorkSpace, 신한투자증권

3) 제조업 주간 평균근로시간

제조업 주간 평균근로시간의 경기 설명력이 떨어진 이유 또한 1) ISM 제조업 신규주문지수와 비슷한 논리이다. 즉, 제조업에 비해 상대적으로 양호한 서비스업을 지표에 충분히 반영하지 못했기 때문에 코로나 이후 경기 설명력이 저해됐다.

추가로 코로나 이후 발생한 전통적 고용 패턴의 변화 또한 고려해야 한다. 코로나 이후 유연 근무와 파트타임 근무의 비중이 늘어나면서 평균근로시간과 실제 경제활동 간의 상관관계가 약화됐다. 그럼에도 제조업 주간 평균근로시간이 선행지수 내 가장 큰 가중치(27%)를 유지하고 있어 선행지수의 예측력을 약화시켰다.

수정된 선행지수는 침체를 가리키지 않는다: 지표 보완법 고안

우선 선행지수의 경기 예측력을 왜곡하는 지표 3개를 제거한 지수를 산출해봤다. 나머지 7개 구성 지표는 기존 가중치를 고려해 재조정했다. 컨퍼런스보드 경기 침체 판단의 두 가지 기준(6개월 경기확산지수가 50 미만이면 위험 신호 + 경기 선행지수의 6개월간의 하락률까지 기준선(-4.4%)을 하회하면 침체 신호)을 동일하게 적용했을 때, 기존 선행지수와 달리 수정 선행지수는 2022년 이후의 경기 상황을 침체 기간으로 진단하지 않고 경고 기간으로 진단했다. 즉, 왜곡을 덜어내고 본 선행지수는 경기 침체를 가리키지 않는다.

기존 선행지수와 수정 선행지수의 경기 진단 차이

		침체 기간	경고 기간
코로나 직후	기존 선행지수	19년 12월 ~ 20년 5월	19년 8월 ~ 19년 11월
	수정 선행지수	19년 12월 ~ 20년 4월	19년 10월 ~ 19년 11월
최근	기존 선행지수	22년 3월 ~ 23년 12월	24년 1월 ~ 진행 중
	수정 선행지수	X	22년 3월 ~ 24년 1월

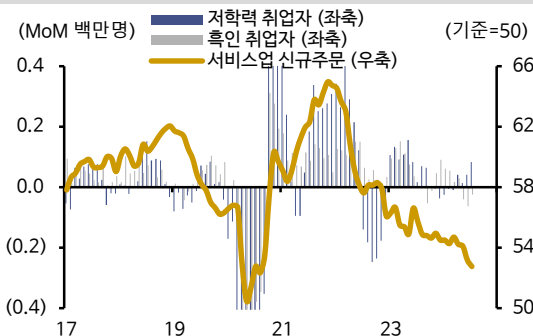
자료: WorkSpace, 신한투자증권

따라서 코로나 이후 달라진 미국 경제 환경 변화에 맞춰 선행지수 구성 항목을 수정할 필요가 있다. 앞서 살펴본 바로 선행지수의 예측력이 떨어진 이유를 정리해보면 1) 서비스 수요를 반영하는 지표가 부족하다는 점과 2) 긴축 사이클 간 둔화가 부각된 주택 지표의 반영 정도가 과도하다는 점이다.

1) 서비스 수요 선제적으로 반영하는 취약계층 고용과 소비자 고용 증가 기대

서비스 수요 부문을 반영하기 위해 각종 고용 지표를 활용해 볼 수 있다. 우선 저학력 취업자와 흑인 취업자 등 취약계층 고용을 통해 경기 하방 압력을 미리 확인할 수 있다. 경기 둔화 초입에서 기업들은 신규 채용을 줄이고 그 중에서도 일용직 비중이 높은 취약계층이 첫 채용 감축 대상이 되기 때문이다.

취약계층 취업자수 증감과 서비스업 신규주문



자료: WorkSpace, 신한투자증권

서비스업 신규주문과 소비자 고용 증가 기대



자료: WorkSpace, 신한투자증권

또한 소비자신뢰지수 항목 중 향후 고용 증가 기대 항목을 활용해 볼 수 있다. 소비자신뢰지수는 선행지수에 이미 포함되어 있는 미시간대 소비심리지수와 달리 고용 시장에 대한 가계의 반응에 무게를 둔 지표다. 6개월 후의 경기 전망을 기반으로 집계돼 경기 선행성 또한 갖추고 있다. 그 중에서도 소비자들의 고용 증가 기대는 시차를 두고 소득 증가 및 소비 경기 개선으로 이어지기 때문에 고용 경기의 대용 지수로 적절하다.

2) 실물(주택건축허가) 대신 금융(금융환경지수) 비중 높이기

자본 시장의 발달을 고려해 주택 지표 대신 금융 지표의 비중을 높이는 방법도 있다. 금융환경지수는 전통 은행 시스템부터 그림자금융까지 미국 금융상황에 대한 포괄적인 정보를 담고 있어 대표적인 금융 지표로 적절하다.

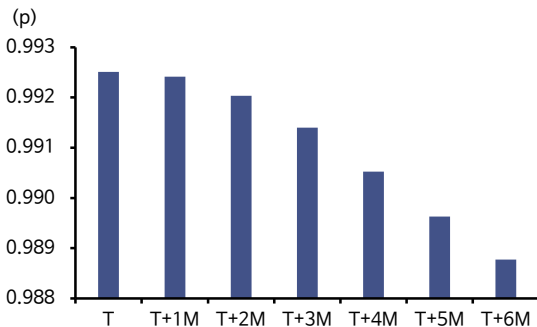
3) 장단기 금리 역전 = 경기 침체?

통상 장단기 금리 역전은 향후 경기 침체를 시사한다고 알려져 있다. 이번 장단기 금리 역전 사이클의 경우 처음 역전이 발생한 2022년 7월 이후 26개월 간 지속되고 있다. 침체를 시사하는 장단기 금리차와 달리 코로나 이후 주가지수를 비롯한 각종 경제 지표들은 양호한 흐름을 유지하고 있다. 과거와 달리 경기 침체 신호로의 기능이 약화된 장단기 금리차의 지표 내 비중을 줄이고 그 외 금융 지표인 주가지수와 신용지수의 비중을 높이는 것이 적절해 보인다.

1), 2), 3)의 수정사항을 반영한 선행지수를 산출해봤다. 추가로 ISM 제조업 신규 주문지수를 제조업(35%)과 서비스업(65%) 신규주문의 가중평균지수로 대체했다.

수정 선행지수와 동행지수 간 시차상관관계를 살펴봤을 때 동행지수에 2~3개월 선행하는 것으로 나타났다. 또한 기존 선행지수에 비해 수정 선행지수에서 동행지수와의 상관관계가 더욱 높게 나타났다. 시계열을 장기로 설정했을 때 기존 선행지수의 동행지수에 대한 선행성이 뚜렷하게 나타나지만 비교적 최근인 2010년대 이후부터는 선행성이 약화됐음을 보여준다.

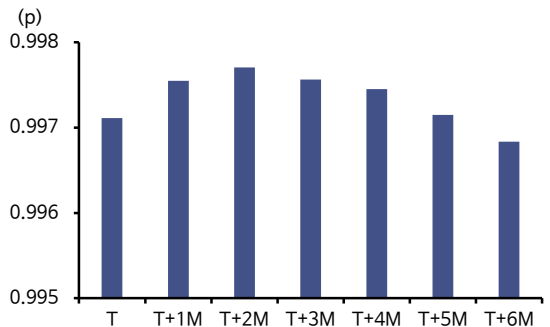
기존 선행지수와 동행지수 간 시차상관관계



자료: WorkSpace, 신한투자증권

주: 시계열은 2010년부터 2019년으로 설정

수정 선행지수와 동행지수 간 시차상관관계

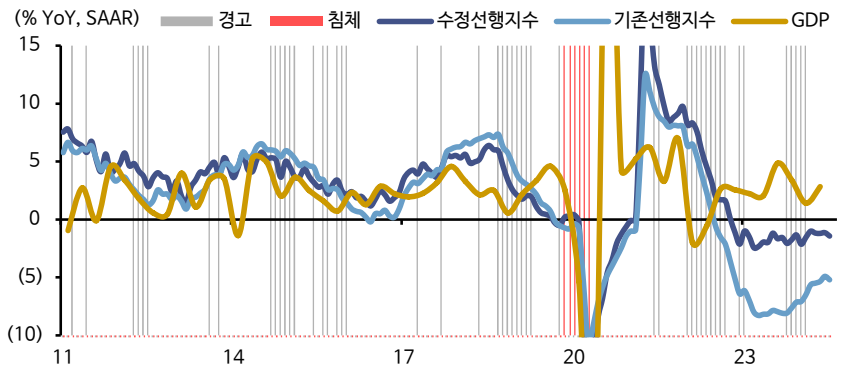


자료: WorkSpace, 신한투자증권

주: 시계열은 2010년부터 2019년으로 설정

최종적으로 수정한 선행지수에 동일하게 컨퍼런스보드 경기 침체 판단의 두 가지 기준을 적용해봤다. 수정 선행지수는 코로나 이후 급속한 경제 지표의 하강으로 경고 신호를 보내고 있으나 기존 선행지수와 같이 장기간 침체를 가리키지는 않는다. 코로나 이전 시기에는 기존 선행지수와 수정 선행지수가 유사한 흐름을 보이면서도 2023년 이후에는 지표 보완을 통해 경기 하강의 폭이 조정되었다.

수정 선행지수, 기존 선행지수, GDP와 수정된 경기 침체 신호



자료: WorkSpace, 신한투자증권

결론적으로 경기 설명 변수를 추가해 보완한 선행지수에 따르면 최근의 경기 흐름은 침체 경로라기보다 경계 신호가 이어지는 연착륙 또는 얇은 침체 경로에 가깝다. 하반기 남아있는 연준 금리 인하와 대선 불확실성 해소를 고려하면 기존 선행지수가 시사하는 침체 가능성은 제한적이라고 판단한다.

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이진경, 허건형, 김찬희).
- ◆ 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 주관사로 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.
- ◆ 당자료는 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.