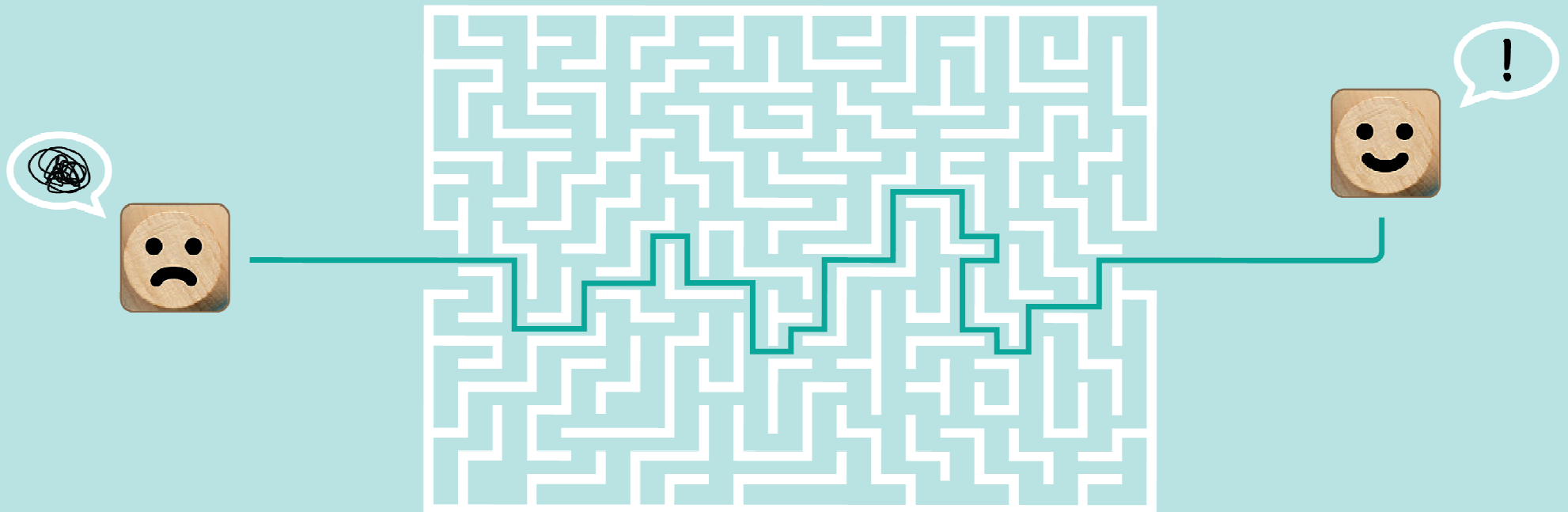


주식 투자를 위한 경제지표 사용설명서

송주연 시황분석 | songjy02@daolfn.com



CONTENTS

03	Executive Summary
05	I. 물가 물가란 무엇인가? 국가별 물가 종류와 특징 과거 사례를 통해 살펴보는 물가
21	II. 고용 고용지표와 경기침체 실업률과 물가의 관계 실업률은 경기 후행지표
35	III. 소비 소득과 소비의 구성요소 저축률과 소비의 관계 글로벌 소비는 수요 창출 동력
43	IV. 대외무역 경기 사이클에 동행하는 수출 사이클 국내 수출입 특징 수출 사이클에 따른 업종별 수익률
55	V. Epilogue & Appendix

Executive Summary

증시 흐름을 이해하기 위해 반드시 점검해야 하는 경제지표

- 2000년 이후 글로벌 증시는 IT 버블, 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기, 코로나19 등 다양한 이벤트를 경험하면서 위기 극복을 위한 다양한 정책들이 등장하였고, 이 과정 속에서 경제 흐름을 파악하고 시장을 잘 이해하기 위해서 매크로 지표들의 중요도가 높아지고 있음. 이 자료를 통해서 각각의 매크로 지표들은 어떠한 특징을 가지고 있는지 살펴보고, 국내 증시에 직접적인 영향을 미치지 않을 것 같지만 실제로는 증시 방향성을 결정하는 데 있어 관심을 갖고 살펴봐야 할 주요 지표들이 가지는 의미를 점검해보고자 함. 각 지표들이 발표될 때, 어떠한 관점에서 이를 해석해 볼 수 있을지 점검해 볼 필요가 있다는 판단. 각 국가의 경제지표는 서로 유기적인 관계를 형성하고 있고, 이들의 조합이 전반적인 경제 사이클을 형성할 수 있기 때문에 서로 연결 지어서 이해할 필요가 있음

I. 물가

- 물가는 시장에 미치는 중요도가 높은 지표들 중 하나로 대외 환경부터 국내 펀더멘털까지 다양한 요소들의 복합체. 1960년대 이후 석유파동과 여러 번의 경기 침체를 경험하면서 저물가, 중물가, 고물가를 모두 경험해오고 있음. 각 국면마다 환경적 요인과 통화정책 방향성이 다르기 때문에 지표들간의 상관관계가 항상 동일하게 나타나는 것은 아니지만, 유사한 흐름이 반복되는 경향. 인플레이션은 일반적으로 경기가 호황일 때 발생하는 현상이고, 주가의 펀더멘털은 경기 그 자체를 의미하는 것이기 때문에 장기적 관점에서 물가와 주가는 높은 상관관계를 가짐

II. 고용

- 장기 시계열 상에서 실업률이 급등했던 시기는 대체로 경기침체가 선언되었던 시기와 유사. 또한, 실업률은 경기 후행지표로서 실업률 급등 초기 국면에서 주가는 하락 흐름을 보이다가 실업률이 정점을 확인하는 시점 부근에서 주가는 반대로 바닥을 다지고 반등하는 흐름들이 나타나기도 함. 노동시장의 수요-공급은 소비에 영향을 미치는 주요 변수 중 하나이기 때문에 물가와 함께 경기 사이클을 형성하는 주요 지표

Executive Summary

III. 소비

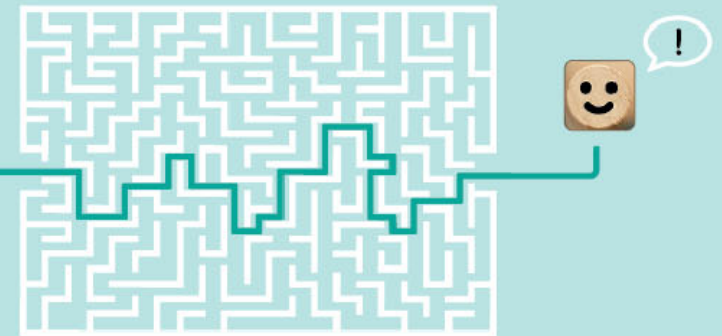
- 소비는 국내 증시에 더 직접적인 영향을 미치는 지표 중 하나로 물가와 고용, 경기에 대한 심리까지 모든 지표들과 밀접한 관계를 가짐. 가계 소득이 증가함에 따라 소비가 확대될 수 있고, 소비는 GDP의 주요 구성 항목 중 하나라는 점에서 경기 사이클에 중요. 또한, 미국과 중국은 전체 글로벌 소비의 약 40%를 차지하고 있기 때문에 두 국가의 소비 확대는 무역 환경에도 영향을 줄 수 있는 요인

IV. 대외무역

- 대외무역 중에서도 특히 수출은 국내 펀더멘털을 가장 잘 반영하는 지표로서 증시 흐름과 동행하는 경향. 중간재를 수입하고 수출하는 무역 환경을 가지고 있는 한국의 경우 다른 국가에 대한 무역 의존도가 크기 때문에 주요 수출·입 국가의 경제 환경을 잘 파악할 필요. 특히, 미국과 중국의 경우에는 국내 전체 수출의 약 40%를 차지하고 있는 주요 무역국이기 때문에 이 국가들의 소비 패턴과 재고 사이클에 따라 수출 환경이 변화할 수 있음. 수출은 결국 기업 이익으로 직결될 수 있다는 점에서 국내 증시 흐름을 파악하기 위해서는 수출 증감률의 변화를 확인할 필요

I . 물가

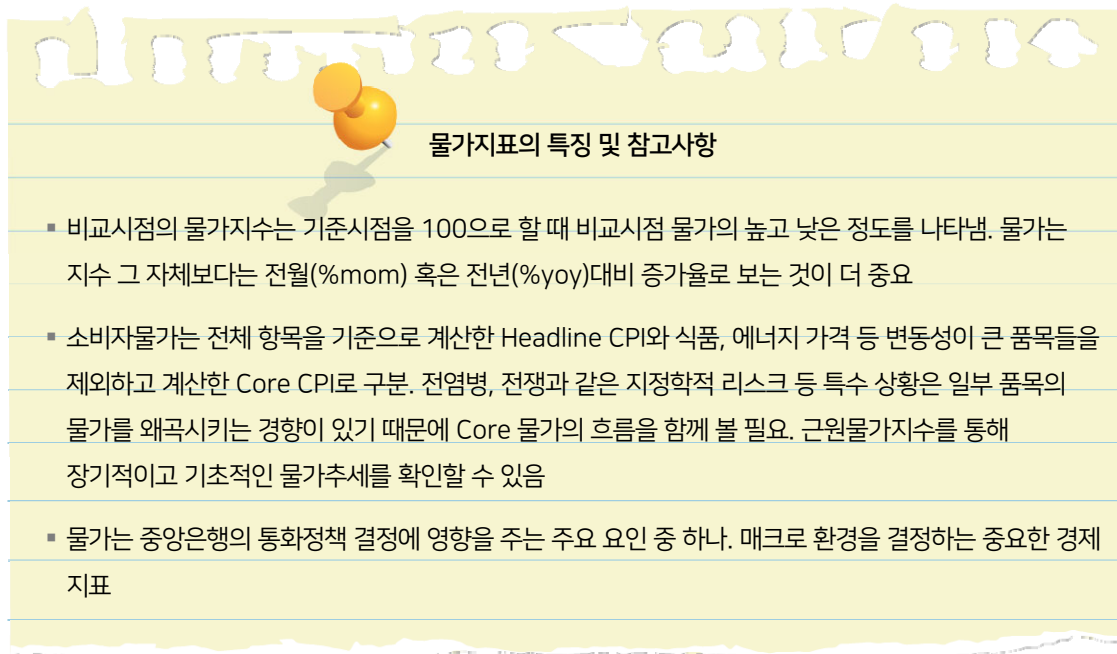
- 물가란 무엇인가?
- 국가별 물가 종류와 특징
- 과거 사례를 통해 살펴보는 물가



물가란 무엇인가?

생활에 밀접하고 가장 중요도가 높은 매크로 지표 중 하나인 물가지수

- 물가란 '시장에서 거래되는 개별 상품들의 가격 및 서비스 요금을 경제생활에서 차지하는 중요도를 고려하여 평균한 종합적인 가격수준'을 의미
- 경제지표와 주식시장 관련 데이터를 살펴볼 때, '물가'는 일반적으로 '소비자물가'를 의미하는 경향이 있음. 그러나, 물가상승률은 소비자물가지수, 생산자물가지수, 수출입 물가 지수 등 다양한 통계 지수를 활용하여 확인할 수 있으며, 개인이 느끼는 주관적인 체감물가와 객관적인 조사를 바탕으로 하는 공식 물가에는 차이가 존재
- 소비자물가는 생활에 필요한 상품 혹은 서비스를 구매하는 데 있어 가장 밀접한 관련이 있는 지수로서 시장에 민감하게 반응하는 경향



물가지표의 특징 및 참고사항	
▪ 비교시점의 물가지수는 기준시점을 100으로 할 때 비교시점 물가의 높고 낮은 정도를 나타냄. 물가는 지수 그 자체보다는 전월(%mom) 혹은 전년(%yoy)대비 증가율로 보는 것이 더 중요	
▪ 소비자물가는 전체 항목을 기준으로 계산한 Headline CPI와 식품, 에너지 가격 등 변동성이 큰 품목들을 제외하고 계산한 Core CPI로 구분. 전염병, 전쟁과 같은 지정학적 리스크 등 특수 상황은 일부 품목의 물가를 왜곡시키는 경향이 있기 때문에 Core 물가의 흐름을 함께 볼 필요. 근원물가지수를 통해 장기적이고 기초적인 물가추세를 확인할 수 있음	
▪ 물가는 중앙은행의 통화정책 결정에 영향을 주는 주요 요인 중 하나. 매크로 환경을 결정하는 중요한 경제 지표	

Source: 다올투자증권

글로벌 물가 발표 기관 및 특징

	한국	미국	유럽	중국
발표기관	통계청	노동통계국 (BLS)	유럽 통계청 (Eurostat)	국가통계국 (NBS)
발표시기	익월 1일	익월 2~3주 후	해당 월 말일 (예비치 발표)	익월 2~3주 후
계산방법	라스파이레스 산식	라스파이레스 산식	라스파이레스 산식	-

Note: 라스파이레스(Laspeyres) 산식은 특정 기준 시점의 상품 바스켓에 대한 물가 변화를 관찰

Source: 다올투자증권

I. 물가

한국 소비자물가 계산하기

물가 조사 및 계산 방법

● 가격조사 대상 대표 품목

- 대표 품목 선정 기준은 1) 전국 가구의 월평균 소비지출액이 일정비율 이상이고, 2) 동종 품목군의 가격을 대표할 수 있으며, 3) 시장에서 계속적으로 가격조사가 가능한 품목
- 세부 부문별 지수로는 지출목적별 지수와 품목성질별 지수가 있음. **지출목적별** 지수는 국제적으로 널리 사용되고 있는 기본 분류. 품목성질별 지수는 농축수산물, 공업제품, 전기·가스·수도, 서비스 등 품목 성질이 유사한 것을 묶어서 분류한 것

지출목적별 품목 구분 및 가중치

	지출목적	품목 개수	가중치
1	식료품 · 비주류음료	140	154.5
2	주류 및 담배	7	16.5
3	의류 및 신발	25	48.6
4	주택·수도·전기 및 연료	15	171.6
5	가정용품 및 가사서비스	50	53.9
6	보건	34	87.2
7	교통	33	106
8	통신	6	48.4
9	오락 및 문화	47	57.5
10	교육	20	70.3
11	음식 및 숙박	44	131.3
12	기타상품 및 서비스	37	54.2
	합계	458	1000

Note: 가중치 기준년도는 2020년, 5년마다 지수개편을 통해 변경

Source: 통계청, 다올투자증권

● 물가 계산방법

- 가격 수집은 매월 1회, 정해진 기간에 수집. 다만, 농축산물과 석유류는 월 중에도 가격 변동이 심하기 때문에 매월 3회 조사하여 평균 가격을 사용
- 가격 조사 시, 소비자가 실제로 지출하는 거래 가격을 조사하며, 정부에서 특별 조건 없이 모두에게 보조금을 지급하는 경우 보조금을 제외한 실제 가구가 부담하는 금액을 조사
- 도시별로 품목지수를 먼저 작성하고 각 품목의 도시별 가중치 적용하여 전국 품목 지수를 작성. 그 후 전국 품목 지수에 품목별 가중치를 적용하여 전국 소비자물가 산출

한국 소비자물가 추이



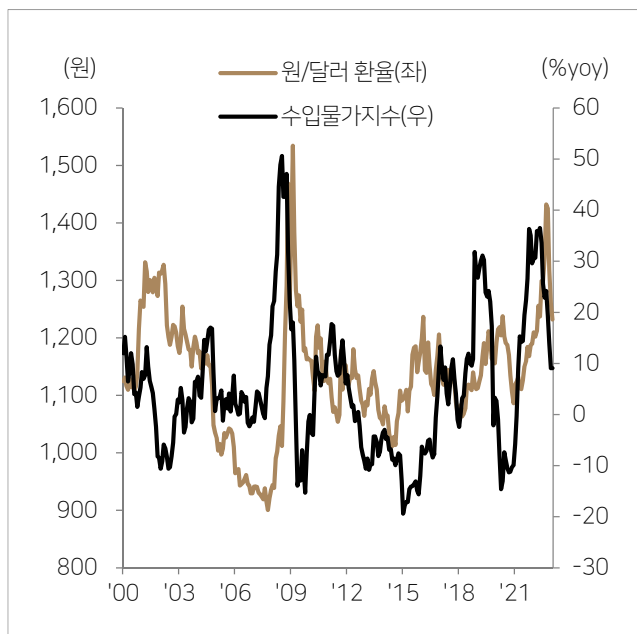
Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

물가는 다양한 요소들의 복합체

대외 환경부터 국내 펀더멘털까지 여러 요소를 반영하는 물가

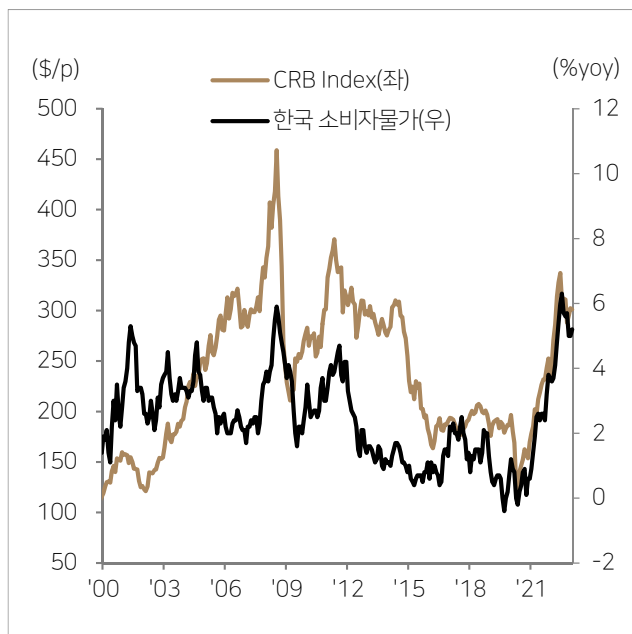
- 1) 환율: 환율은 한 나라의 통화와 다른 나라의 통화 간 교환비율로서 두 나라 통화의 상대적 가치를 의미. 상품을 수입함에 있어 환율이 상승하게 되면 수입가격이 변하지 않더라도 더 많은 원화가 필요하게 됨. 원/달러 환율 급등 시 수입물가도 높아지는 모습을 보이며, 결국 소비자 물가에도 영향을 미칠 수 있음
- 2) 원자재: 한국은 원자재의 대부분을 수입에 의존하고 있기 때문에 글로벌 원자재 가격의 변동은 국내 물가에 가장 민감한 요인 중 하나
- 3) 소비: 견조한 고용 환경이 지속되는 경제 호황기에는 사람들의 소비가 증가할 가능성. 견조한 수요가 지속되는 국면에서 수요-공급 불균형으로 물가가 상승할 수 있음
- 이 외에도 통화량, 무역, 재정정책, 통화정책 등 여러 요인들이 복합적으로 작용

환율이 상승하면 수입 물가 상승에 영향



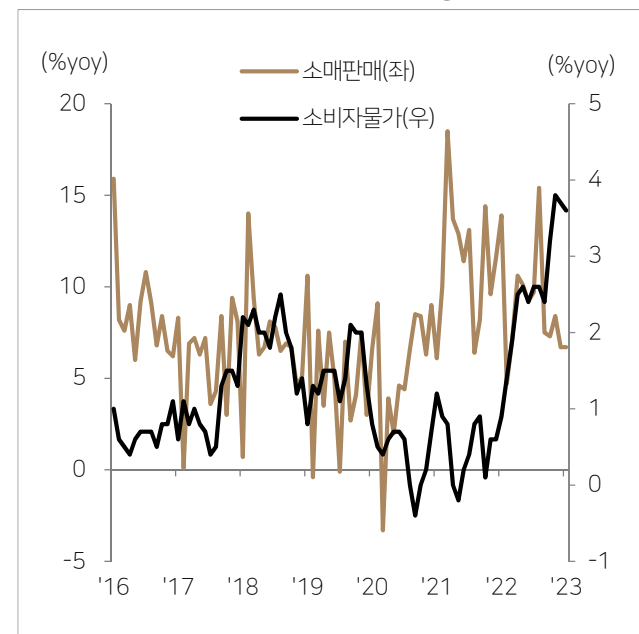
Source: Bloomberg, 다올투자증권

원자재 가격에 동행하는 소비자물가



Source: Bloomberg, Thomson Reuters, 다올투자증권

물가는 소비 지표에 후행



Source: Bloomberg, 다올투자증권

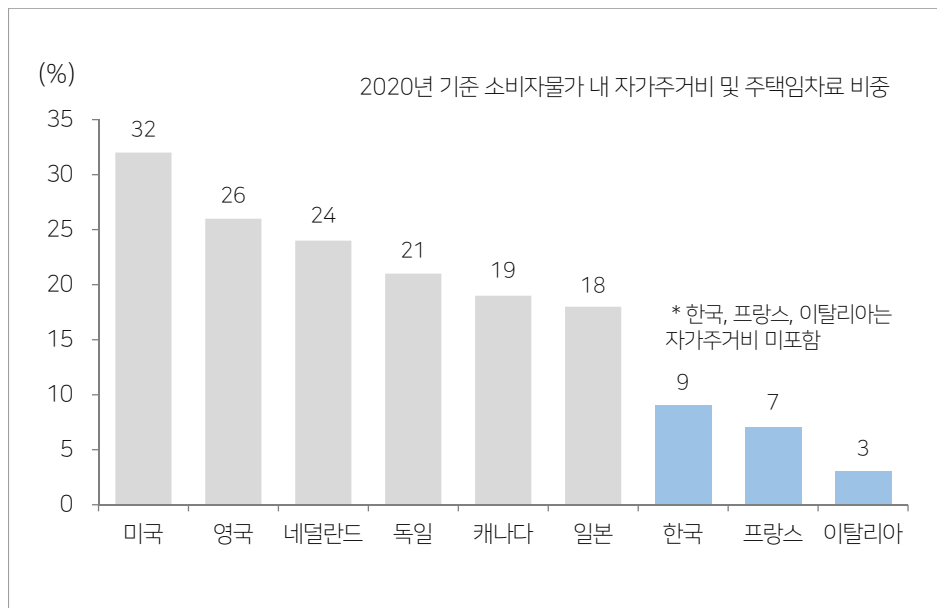
I. 물가

한국 소비자물가의 특징

주택 가격은 소비자물가에 포함되지 않는다

- 통계청은 소비자물가지수는 소비자 가구가 일상생활을 영위하기 위해 필요한 상품과 서비스의 구입비용으로 물가의 움직임을 측정하며, 지수 품목의 범위는 가게에서 소비하는 상품이나 서비스에 대한 소비지출만을 포함한다고 정의. 따라서 비소비지출이나 재산증식을 위한 지출은 지수품목의 대상에서 제외. 지출목적별 품목 중 '주택·수도·전기 및 연료' 항목에서 주거비와 관련된 품목은 전세, 월세만을 포함하고 있을 뿐, 주택 가격을 포함하지 않음. 즉, 집값이 상승한다고 해서 소비자물가지수가 상승하지 않음
- 미국의 경우에는 자기 소유의 집에서 살면서 발생하는 모든 비용(기회비용, 이자비용, 감가상각비, 세금 등)을 의미하는 자가주거비를 물가 항목에 포함. 미국 뿐만 아니라 일본, 스위스, 영국 등은 자가주거비를 물가지표에 반영하고 있음. ECB도 2026년부터 유로지역 소비자물가에 자가주거비 반영 예정
- 소비자물가에 자가주거비를 포함하지 않으면 물가가 낮게 측정될 수 있음. 다만, 포함 시 주택 가격 변화에 따른 소비자물가 변동성 확대로 지수 왜곡 발생에 대한 우려

주요국 소비자물가 내 주거비 비중



Note: 2020년 OECD 가중치 기준

Source: OECD, 한국은행, 다올투자증권

유로지역 자가주거비 포함 HICP 편제 로드맵

단계	내용	시기
1단계	내부용 지수 산출 및 자가주거비 가중치 추정	2023년
2단계	분기 단위 자가주거비를 포함한 HICP 시험지수 편제	
3단계	분기 단위 자가주거비 포함 HICP 공식지수 공표	2026년
4단계	월 단위 자가주거비 포함 HICP 공식지수 공표	미정

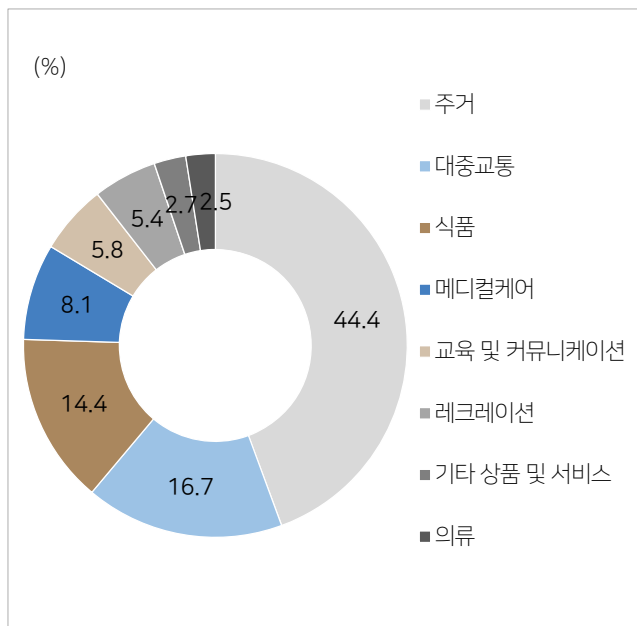
Source: 한국은행, 다올투자증권

미국 소비자물가는 주거관련 품목이 대부분을 차지

높은 시장 영향력을 지니는 소비자물가. 경기 국면을 구분하기 보다는 추세 확인에 활용

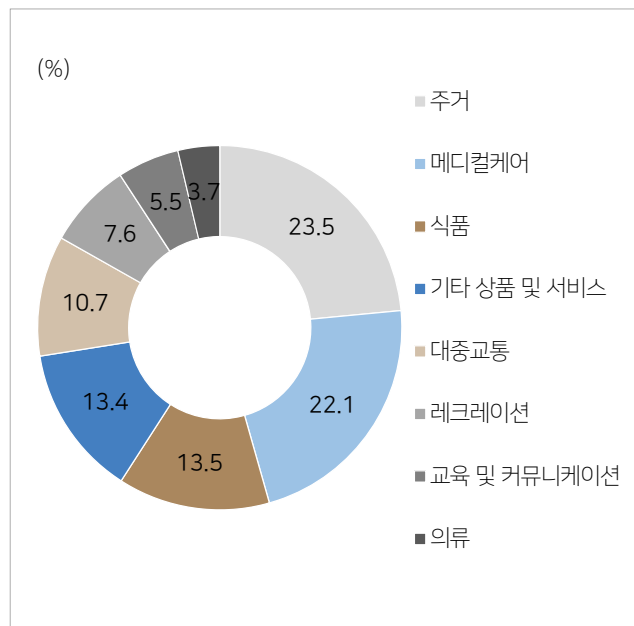
- 미국에서 발표하는 다양한 물가 중 가장 시장 영향력이 높은 물가는 CPI(Consumer Price Index). 미국 CPI에서 단일 항목 중 가장 큰 비중을 차지하는 품목은 주거비. 주거와 관련된 전체 품목의 비중은 전체 CPI의 45% 수준이며, 그 중 주거지(Shelter)가 약 34%로 전체 물가의 1/3을 차지. 변동성이 큰 식품과 에너지 항목을 제외한 근원소비자물가는 현재 물가 수준을 파악하는데 중요한 지표. 특히, 외생 변수 영향으로 식품과 에너지 가격의 변동 폭이 큰 시기에 중요도가 확대
- 시장은 소비자물가 급등을 악재로 받아들이는 경향. 적당한 상승은 경제 성장에 도움이 될 수 있으나, 급등은 채권 이자율을 상승시키고 이는 기업의 부담으로 이어질 수 있음. 결국 기업 부담은 고용률과 GDP 감소 등으로 나타날 수 있고 소비자들의 구매력이 하락하는 결과까지 초래할 수 있음
- 이러한 점들을 반영할 때 물가는 경기후행지수의 성격을 지님. 따라서 물가는 경기 반등 시점을 예상보다는 현재 및 미래 환경을 판단하는데 도움이 되는 지표

CPI 품목별 비중



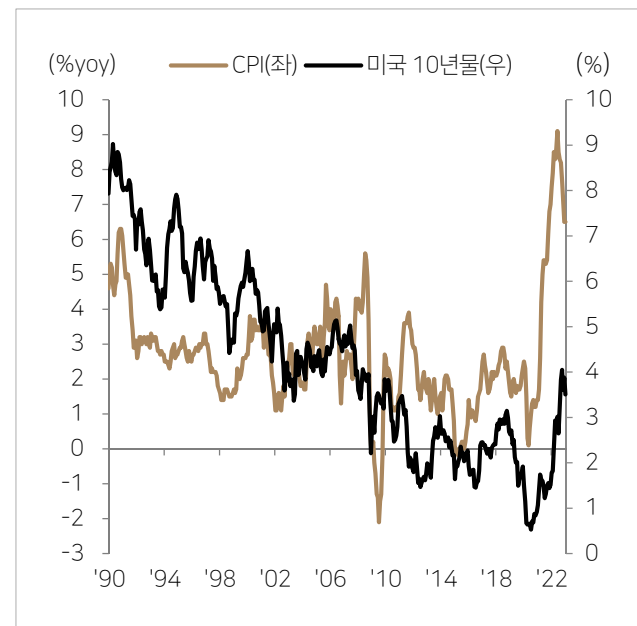
Note: 2021년 지출 기준 물가 가중치. 2023년 2월 발표
Source: BLS, 다올투자증권

PCE 품목별 비중



Note: 22년 4월 기준 추정
Source: St.Louis Fed, 다올투자증권

물가는 가격을 나타내는 금리와 유사한 추세를 나타냄



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국 물가 비교: CPI vs. PCE

시장이 주목하는 CPI vs. 연준이 주목하는 PCE 물가

- 시장은 물가 중 CPI에 가장 민감하게 반응하고 광범위하게 사용하지만, 연준이 통화정책을 결정함에 있어 기준을 제공하는 물가는 PCE. PCE(Personal Consumption Expenditure) 물가지수는 PCE 디플레이터라고 부르기도 하며, 개인지출을 현재가격에서 불변가격으로 환산하는데 사용하기도 함
- PCE는 크게 상품(내구재, 비내구재), 서비스 항목으로 나누어 측정. CPI와 PCE의 가장 큰 차이점은 대용품 고려에 대한 여부. CPI는 소비자가 대용품을 구매할 수 있다는 가능성을 고려하지 않지만, PCE는 대용품 구매를 인정하기 때문에 상대적으로 PCE 물가가 CPI에 비해 더 낮은 수치를 보이는 경향이 있음
- 2020년 8월 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 연준이 '평균 물가 상승률 목표제(AIT, Average Inflation Target)'를 채택하겠다고 발표. AIT는 그동안 물가 상승률 목표치(2%)를 하회했던 기간을 고려해, 일정기간 이를 넘더라도 전체 평균으로 물가 목표치에 맞추는 것을 의미. 여기서 기준으로 삼는 물가가 PCE 물가

미국 물가지표 비교

	CPI(소비자물가지수, Consumer Price Index)	PCE(개인소비지출 물가지수, Personal Consumption Expenditure)
발표기관	미국 고용통계국(Bureau of Labor Statistics, BLS)	미국 경제국(Bureau of Economic Analysis, BEA)
발표주기	월 종료일 2~3주 후	매월 마지막 주 금요일
지수포함내용(범위)	도시 지역 거주자의 상품과 서비스 지출 (간접 지출 제외)	가계 전체 지출의 합계 (의료비 등 간접지출 포함)
품목 업데이트 주기	<ul style="list-style-type: none"> • 1년에 한 번 품목 비중 조정 • 1월 물가 지수가 공개되는 2월에 연간 변화율 함께 발표 • 5년 전 자료까지 개정 대상에 포함될 수 있음 	<ul style="list-style-type: none"> • 매 분기 단위로 소비 패턴 변화를 반영하여 품목 비중 조정
특징	<ul style="list-style-type: none"> • 도시 소비자에 초점을 맞춘 가장 대중적인 물가지표 • 음식/에너지/자동차/주택 등에 가중치 • 대용품 구매를 인정하지 않음 • 가중치는 가계 설문조사에 의함 	<ul style="list-style-type: none"> • 연준이 주목하는 물가지수 • 모든 소비자에 초점 • 대용품 구매를 인정하며 실제 물가와 가장 유사한 지표 • 가중치는 기업 설문조사에 의함
계산방식	라스파이레스산식(Laspeyres formula) <ul style="list-style-type: none"> • 특정 기준 시점의 상품 바스켓에 대한 물가 변화를 관찰 • 소비자 체감 물가를 과대평가할 가능성 	피셔 방정식(Fisher formula) <ul style="list-style-type: none"> • 라스페이레스식과 파셰식 물가의 기하평균 • 소비자 체감물가를 과소평가할 가능성 * 파셰식(Paasche formula): 현재 바스켓을 기준으로 과거로부터 현재까지의 물가 변화를 관찰

Note: CPI 품목별 가중치 변경 주기는 기존 2년에서 2023년부터 1년으로 단축

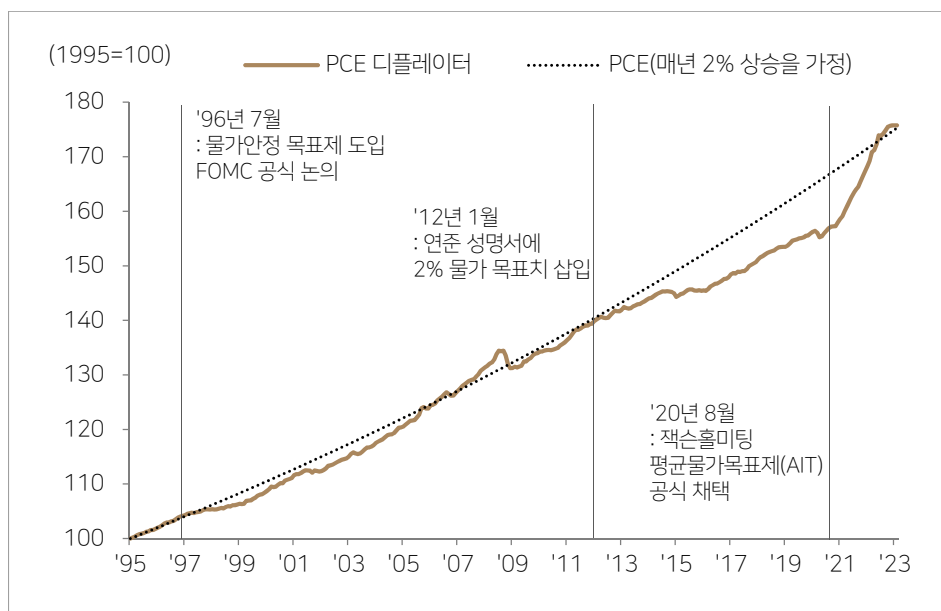
Source: BLS, BEA, 다올투자증권

평균물가목표제(AIT), 그것이 알고 싶다

연준의 평균 2% 물가는 무엇을 의미할까?

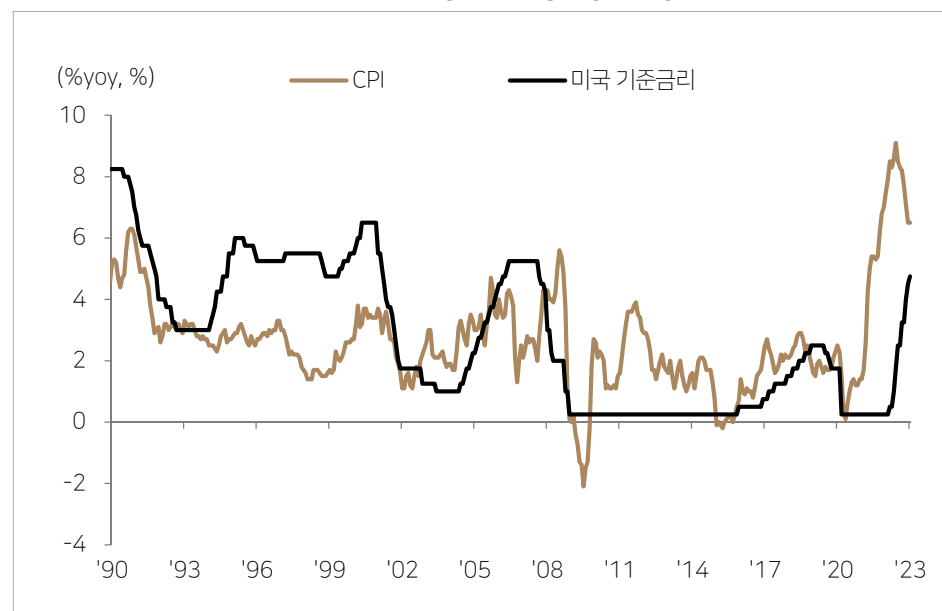
- 연준의 Dual Mandate는 물가 안정과 고용 극대화. 연준은 이 두 가지 책무를 이행하기 위해 상황에 맞게 적절한 통화정책을 운용하는 것이 목표
- 2020년 8월 잭슨홀 미팅에서 평균물가목표제(AIT) 채택을 공식화하기 이전까지 연준 내에서도 물가안정목표제 도입을 둘러싼 이견이 존재했음. 그럼에도 불구하고 평균물가목표제를 도입한 계기는 코로나19 발생 이후 인플레이션과 실업률의 급증. 연준의 두 가지 책무 중 '고용 극대화'에 더 초점을 맞추면서 인플레이션 오버슈팅을 어느 정도 용인하고 통화정책 긴축 전환을 서두르지 않겠다는 의지를 확인
- 2021년 완화적인 통화정책을 지속함에 따라 실업률을 역사상 최저 수준까지 낮추는 것에는 성공했으나, 기록적인 인플레이션을 유발하는 계기가 되었음

연준 물가목표 변화와 PCE 추이



Source: St.Louis Fed, 다올투자증권

연준은 물가 안정을 위한 통화정책 운용



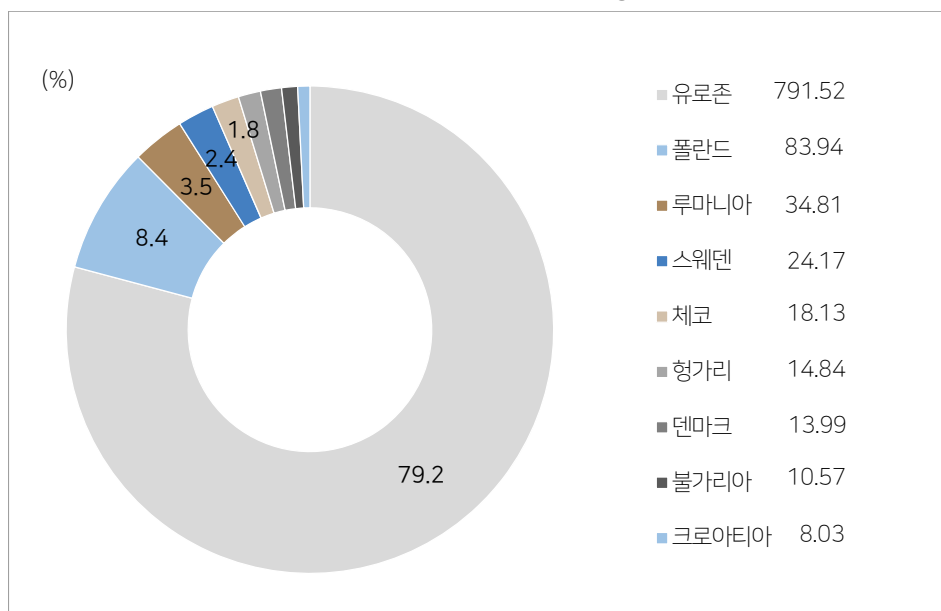
Source: Bloomberg, 다올투자증권

HICP와 국가별 CPI

유럽 지역 국가들간의 물가 비교를 위한 HICP. 국가별 CPI와는 차이가 존재

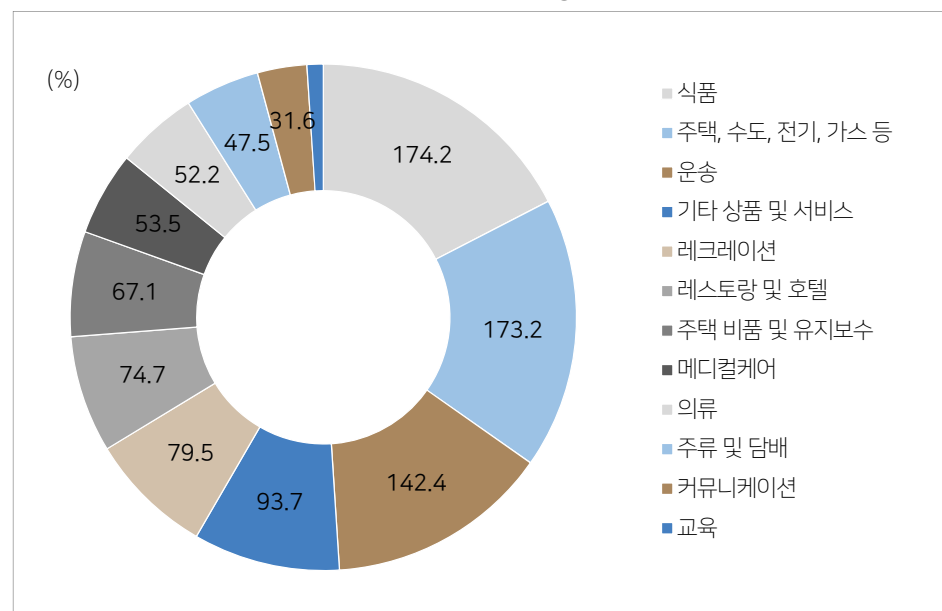
- HICP(Harmonized Index of Consumer Price)란 유로존 국가별로 소비자물가지수 측정이 다르기 때문에 단일의 공통기준을 적용하여 산출한 소비자물가로 유럽 중앙은행이 참고하는 물가지수
- 해당 월 말일 지수의 예비치를 발표하고 익월 20일 부근에 전월치 통계를 공개. 1년에 한 번 1월 데이터 발표와 함께 개별 국가 및 유럽 집계에 대한 지수와 특수 집계의 상대적 가중치를 발표. 국가별 물가는 HICP로 측정한 인플레이션과 국가별 기준에 따른 물가를 나눠서 발표하기도 하는데, 품목별 가중치가 다르기 때문에 그 수치에 차이가 있음
- 독일은 유럽 연합 전체 GDP의 약 30%를 차지하고 있어, 독일 물가와 유로존 HICP가 유사하게 나타나는 경향

HICP 산출을 위한 국가별 비중



Note: 2022년 기준
Source: Eurostat, 다올투자증권

HICP 품목별 비중



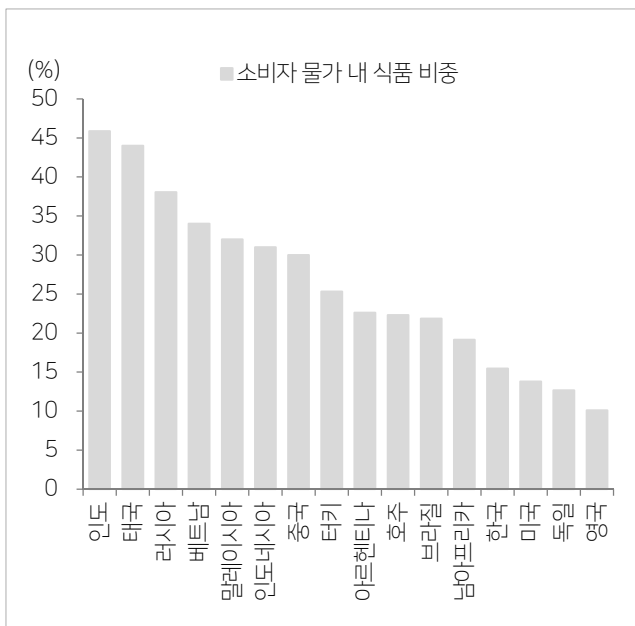
Note: 2022년 기준
Source: Eurostat, 다올투자증권

식품 가격 변화에 민감하게 반응하는 신흥국 소비자물가

신흥국은 소비자물가 내 식품 비중이 큼. 중국 식품 물가는 돈육 가격에 민감하게 반응

- 신흥국은 상대적으로 소비자 물가 내 식품이 큰 비중을 차지. 신흥국의 경우에는 소득 수준이 낮아 상대적으로 전체 소득에서 식품을 구매하는 데 사용하는 금액이 크기 때문. 인도, 태국 등 일부 국가에서는 식품 물가가 40% 넘는 비중을 차지
- 중국은 전세계에서 최대 인구를 가진 국가로 글로벌 식품 물가에 미치는 영향이 큼. IMF에서 발표하는 식품 물가는 중국 소비자 물가와 높은 상관관계(0.60, 2000~2019년)를 보임. 다만, 코로나19 발생 이후 팬데믹 기간에는 중국 소비 제한으로 물가가 낮게 나타나면서 상관관계가 약해짐
- 중국은 전 세계 돼지의 50%를 소비하는 국가로 돼지고기 가격이 물가에 영향을 주는 경우가 높음(=포크플레이션). 사료 가격 상승도 돼지고기 가격 상승 요인

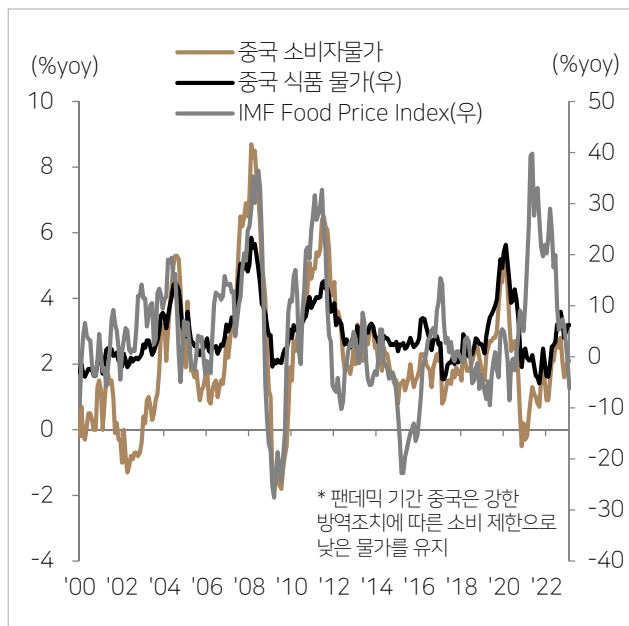
주요국 소비자물가지수 중 식품 비중



Note: 2022년 12월 기준, 데이터가 없을 경우 가장 최근 값 사용

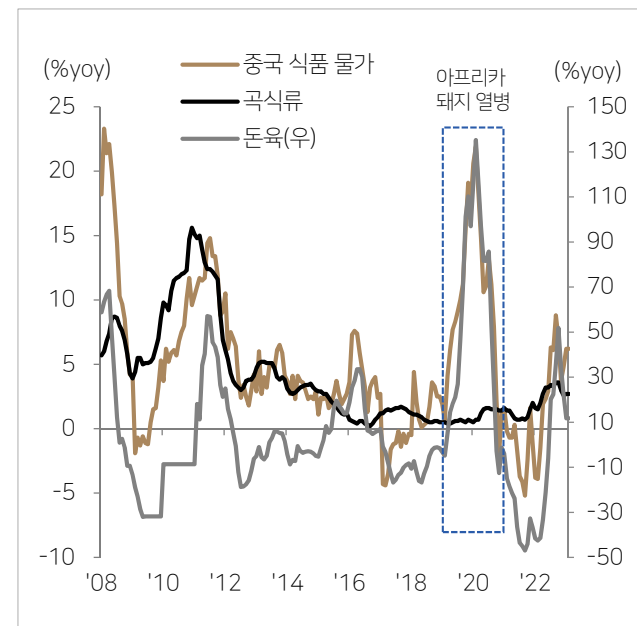
Source: Bloomberg, 언론보도 참조, 다올투자증권

중국 소비자물가 및 식품 물가와 글로벌 식품 가격지수



Source: Bloomberg, 다올투자증권

중국 물가지수 내 돈육 가격 변동성과 영향력이 큼



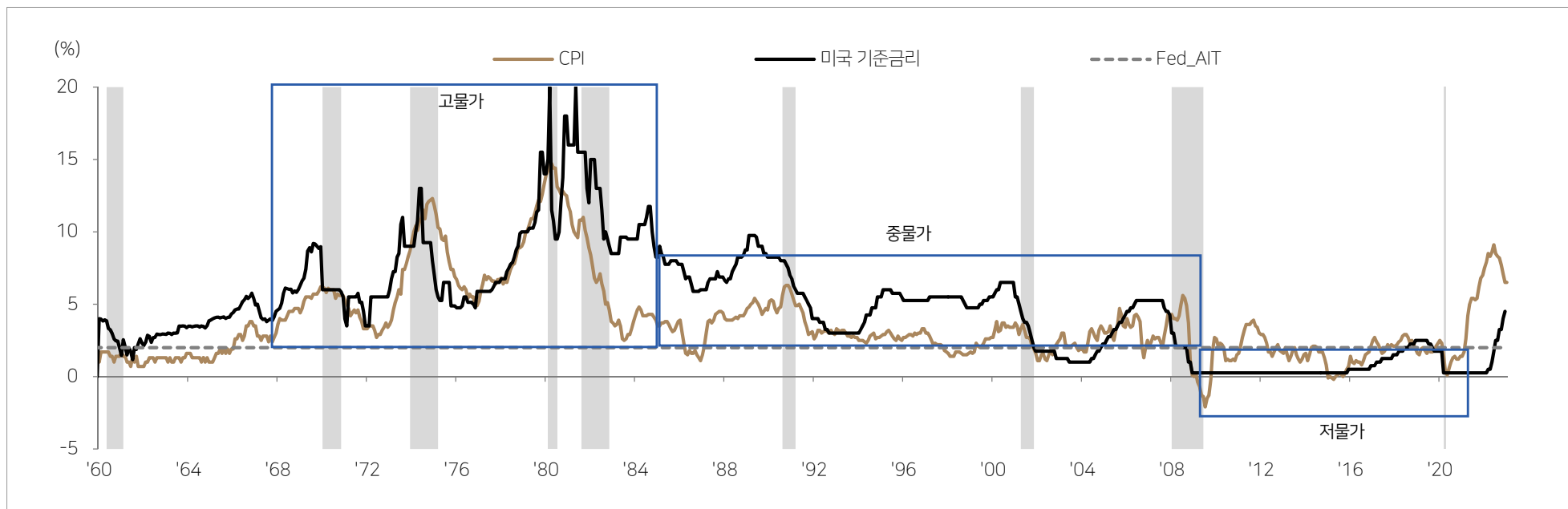
Source: Bloomberg, 다올투자증권

1960년대 이후 미국 물가 흐름과 정책 변화

디플레이션에서 인플레이션까지. 물가는 시장의 방향을 결정한다

- 미국 경제는 1950년대 '풍요로운 사회(Affluent Society)'로 불릴 만큼, 소득이 증가하고 소비가 활성화 되었음. 1960년대 베트남전 참전으로 재정지출이 큰 폭으로 늘어났고 이후 낮아진 실업률 속 임금과 물가 상승이 가속화되며 중산층 증가. 물가 상승에도 정책 당국은 경제 번영을 위해 고용에 초점을 두면서 물가 상승이 발생. 높은 기대 물가 속 공급 충격에 취약한 환경이 만들어졌으며, 이는 오일 쇼크 발생 이후 물가 급등 원인으로 작용
- 1970년대 오일쇼크를 경험하며 연준은 이에 대응하기 위해 금리 인상을 시행했으나, 일명 'stop and go'로 불리는 통화정책 운용은 물가 재상승을 야기
- 통화정책 긴축 시행 이후 1980~2000년대 중반까지 물가 안정기가 지속되었으며, 2008년 리먼 사태 유가 상승 시기를 제외하면 코로나19 발생 이전까지 낮은 물가 유지

미국 물가와 기준금리 추이



Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시. 1960~1970년 기준금리는 Federal Funds Effective Rate 사용

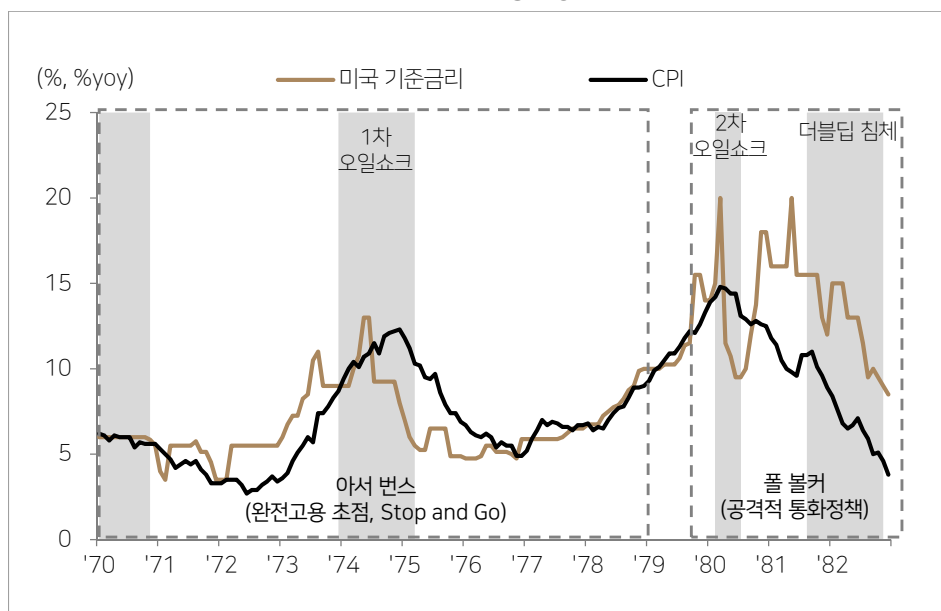
Source: NBER, FRED, Bloomberg, 다올투자증권

1980년대 볼커의 교훈

인플레이션 둔화를 확신할 때까지 통화정책 긴축 기조를 유지하겠다는 파월 의장

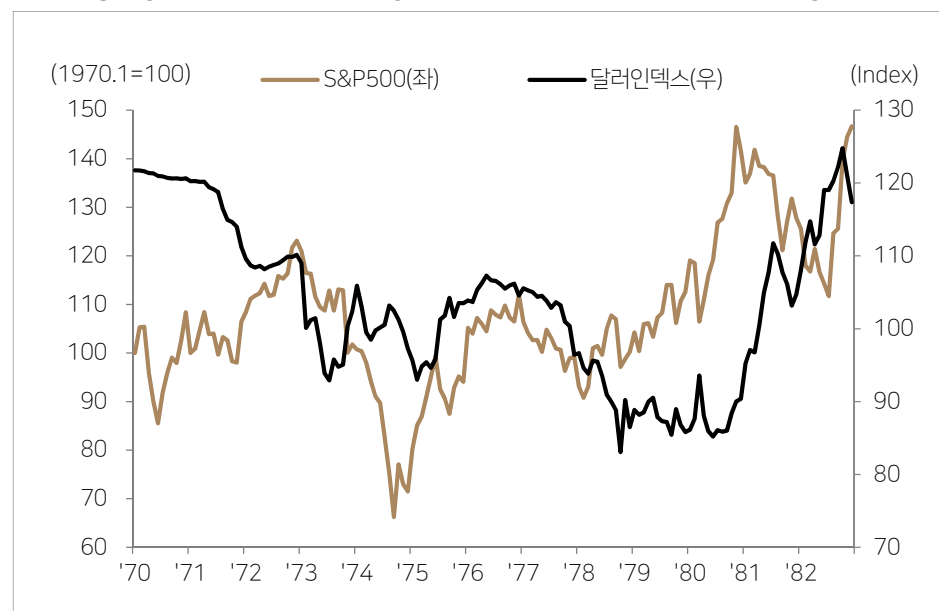
- 1970년대 미국은 1차 오일 쇼크를 경험하면서 물가가 급등하였으나, 아서 번스 연준 의장은 완전고용에 초점을 맞춘 통화정책을 운용하고자 하였음. 이 과정에서 일시적인 물가 안정 속 경기 침체가 종료되었고 이후 스태그플레이션이 나타남
- 1980년대 2차 오일쇼크가 발생한 가운데 볼커 연준 의장은 취임 이후 10%대 수준이던 기준금리를 5개월 만에 20%대 수준까지 인상. 강한 긴축 정책으로 실업률이 급등하는 흐름이 나타나기도 하였으나, 긴축 기조를 지속한 영향으로 1980년 3월 14.8% 수준이었던 물가가 1983년 7월에는 2.5%까지 낮아짐
- 통화정책 긴축 영향으로 달러화가 강세를 보인 가운데 인플레이션 둔화가 확인되자 증시는 상승 흐름을 시현. 파월 의장은 1970년대 정책 실기를 참고 삼아 확실한 인플레이션 둔화를 확인할 때까지 통화정책 긴축 기조를 유지할 것이라고 밝힌 상황

1970~1980년대 통화정책 기조



Source: NBER, Bloomberg, 다올투자증권

통화정책 긴축에 따른 달러화 강세 속 인플레이션 둔화 확인으로 지수 반등 흐름



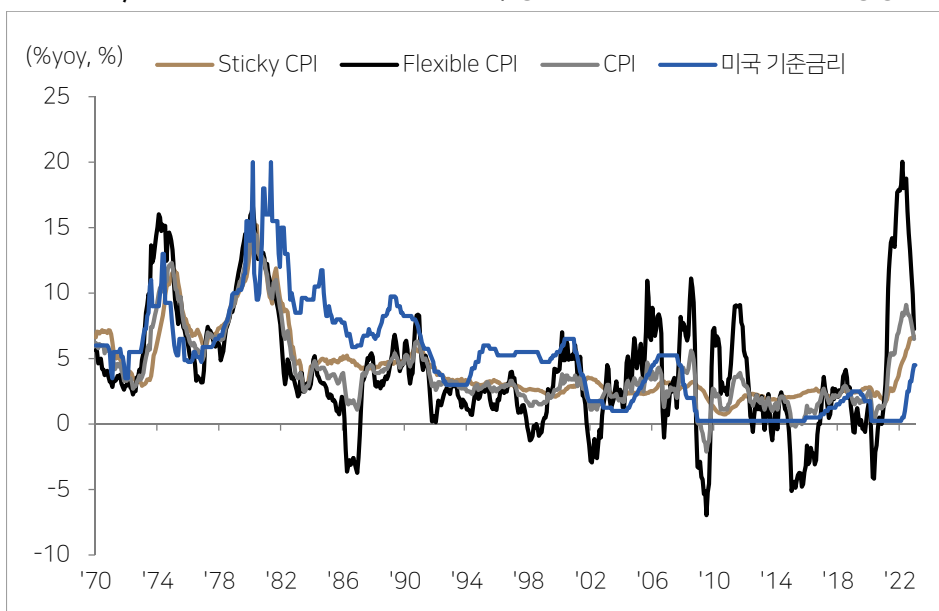
Source: Bloomberg, 다올투자증권

New Normal: 중물가 시대 도래 가능성

글로벌 공급 차질과 쉽게 낮아지기 어려운 서비스 물가가 중물가를 고착화시킬 가능성

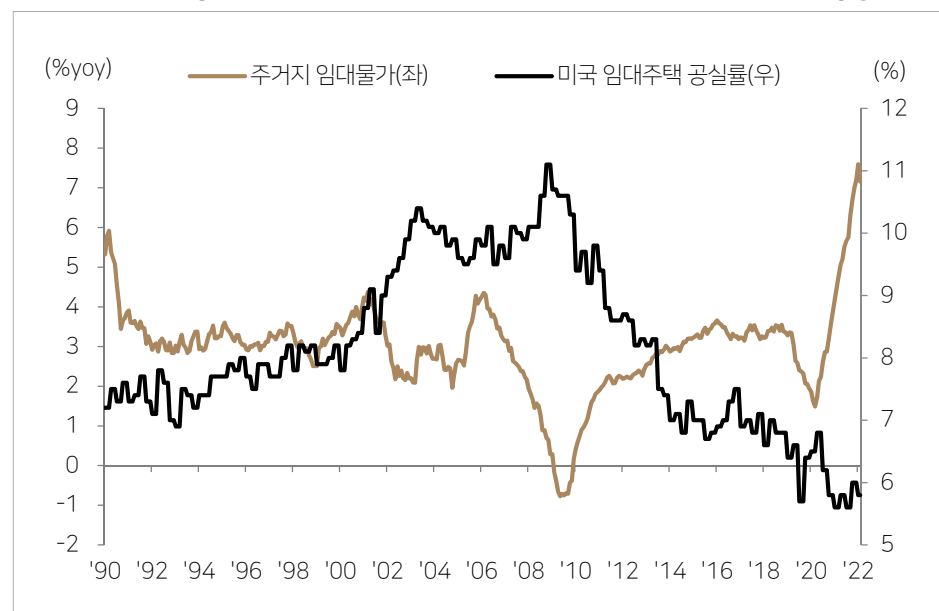
- 인플레이션의 원인을 수요와 공급 측면으로 나누어볼 수 있음. 완화적 통화정책 기조 유지 및 보조금 지급 정책 등은 수요를 확대 시키고 인플레이션을 유발했음
- 다만, 코로나19와 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 인한 공급 차질과 글로벌 밸류체인 변화, 주택 공급 부족 등이 비용 인상 인플레이션을 견인
- 당장 부족한 주택 공급은 빠르게 확대되기 어렵고 물가 안정을 위한 높은 금리가 지속될 수 있다는 점은 부담 요인. 장기적 관점에서는 구조적으로 변화가 시작된 글로벌 밸류 체인과 에너지 패러다임 전환이 공급 측면의 인플레이션을 자극하는 요인이 될 것
- 물가 관리를 위한 통화정책 운용과 높은 기저효과 영향으로 물가는 낮아지겠지만, 이전보다 높은 수준에서 물가가 등락하는 중물가 시대가 도래할 가능성도 존재

Sticky 물가 하락을 아직 확인하지 못했으며, 생각보다 높은 수준에서 유지될 가능성



Source: Atlanta Fed, Bloomberg, 다올투자증권

임대주택 공실률이 여전히 낮은 수준으로 주거 물가가 쉽게 꺾이기 어려운 상황



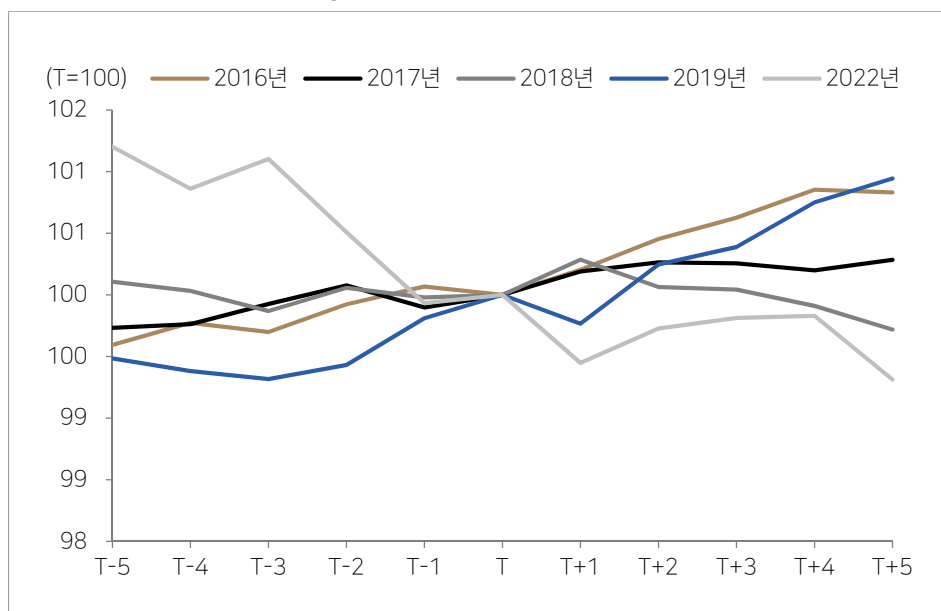
Source: Bloomberg, 다올투자증권

물가가 단기적 주가 흐름을 바꾸지는 못하지만...

금리 인상기 물가 서프라이즈에도 단기적 시점의 주가 흐름이 바뀌지는 않는 모습

- 2008년 금융위기 이후 저물가 흐름이 지속된 상황 속에서 2011년 미국 신용등급 강등 위기, 유럽지역 재정위기 등 매크로 리스크가 발생하면서 연준은 제로금리(0~0.25%)를 유지하다가 2015년 12월 첫 금리 인상을 시행. 이후 기준금리는 2016년 12월(0.5%→0.75%) 1회 추가 인상 이후 2017년 3번 인상(0.75%→1.5%), 2018년 4번 인상(1.5%→2.5%)을 거쳐 2019년 중반까지 2.5% 수준이 지속되었음
- 글로벌 금융위기 이후 매크로 환경이 변화함에 따라 2008년 이후 금리 인상기에 소비자물가 발표일을 기준으로 한 주가 흐름을 살펴보고자 함
- 아래 두 차트에서 확인할 수 있는 것처럼 물가가 단기적으로 주가 흐름 자체를 바꾸지는 못함. 다만, 2022년처럼 인플레이션이 시장 우려로 작용하는 시점에는 물가 발표에 대한 우려가 작용하며 물가 발표일 이전에 미리 주가 하락이 나타나는 모습. 컨센서스를 상회하는 물가가 발표될 경우 다음날까지 추가적으로 주가 하락이 반영

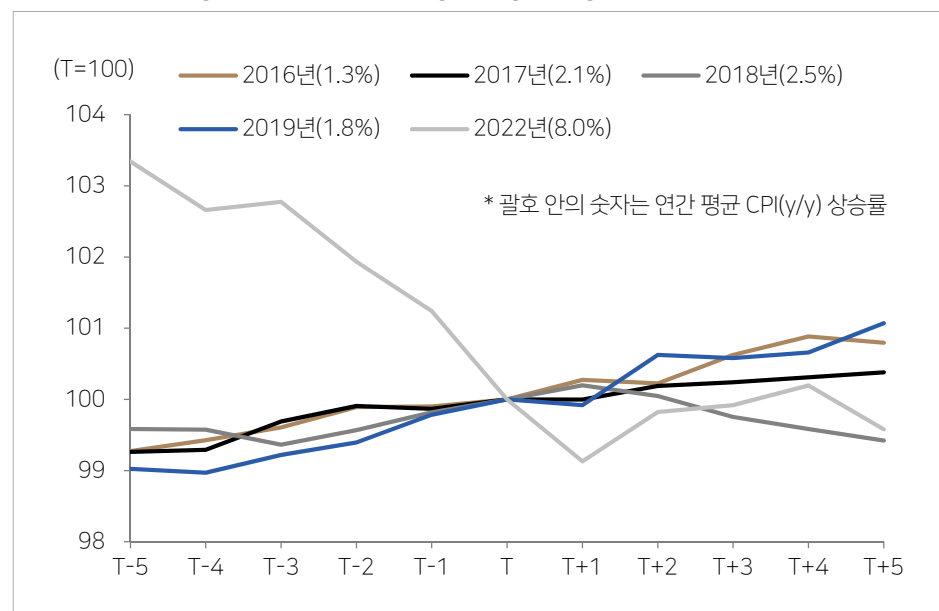
금리 인상기 소비자물가 발표일 전후 주가 흐름



Note: 발표일(T)을 기준으로 전·후 5영업일 주가 흐름. T일 주가=100으로 한 후 연간 데이터를 평균 한 값

Source: Bloomberg, 다올투자증권

금리 인상기에 소비자물가가 예상치를 상회한 경우 발표일 전후 주가 흐름



Note: 발표일(T)을 기준으로 전·후 5영업일 주가 흐름. T일 주가=100으로 한 후 연간 데이터를 평균 한 값

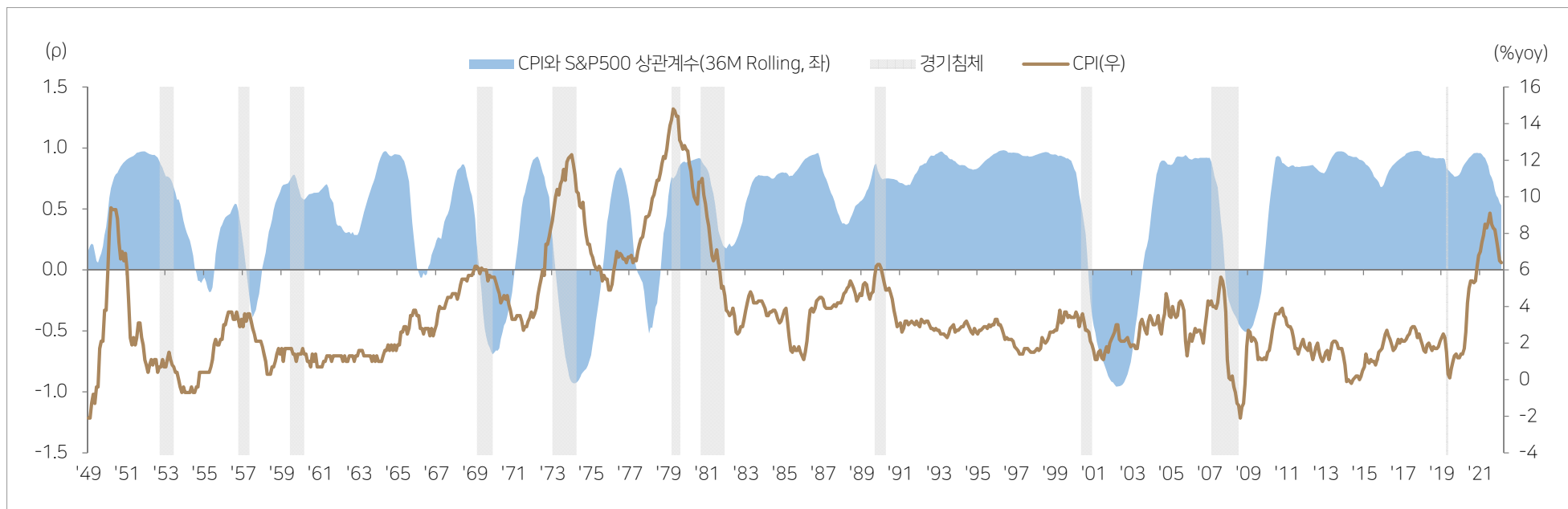
Source: Bloomberg, 다올투자증권

장기적으로 물가와 주가는 높은 상관관계를 가짐

장기 시계열에서 물가와 S&P500 사이에 높은 상관관계가 성립. 경기 성장과 물가는 우상향 흐름이 동행

- 역사적으로 경기가 성장함에 따라 주가는 우상향 흐름을 보여왔고, 물가 역시 경기 확장 과정에서 자연스럽게 따라서 상승하는 흐름이 나타남. 즉, 인플레이션이 발생한다는 경기가 호황기에 있다는 것을 의미하고, 경기는 주가의 펀더멘털을 의미하기 때문에 결국 주가와 인플레이션의 흐름은 유사한 방향으로 움직일 가능성이 높음. 장기 시계열 상에서 소비자물가와 주가 사이의 상관계수를 계산해보면, 일부 구간을 제외하고는 매우 높은 상관관계를 가진다는 점을 확인해 볼 수 있음
- 두 지수의 상관관계가 낮아지거나 혹은 반대 방향으로 나타났던 시기도 존재하는데 이는 대체로 경기 침체 선언 시기와 일치. 물가의 경우에는 경기 확장에 따라 지속적인 상승 흐름을 나타냈으나, 주가의 경우에는 물가에 대응하기 위한 정책의 변화 및 경기 선행지표 중 하나로써 향후 경기 침체 가능성을 반영하며 하락했기 때문

소비자물가와 주가 사이에 높은 상관관계가 성립



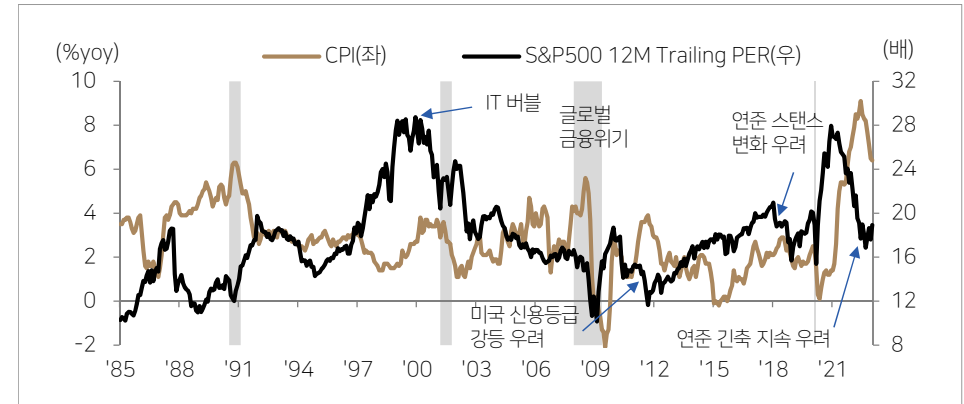
Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시
Source: NBER, Bloomberg, 다올투자증권

물가도 밸류에이션에 영향을 줄 수 있다

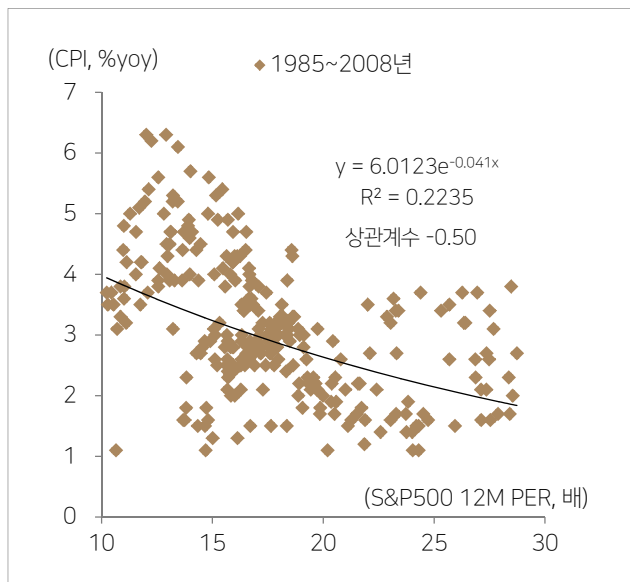
PER과 역의 관계가 성립하는 물가?

- 앞서 살펴봤듯 물가와 주가는 동행하는 흐름을 가지는 것이 일반적. 다만, 일부 시기에는 물가와 주가 밸류에이션이 역의 관계를 보이기도 함. 2009~2019년에는 거의 상관관계가 존재하지 않는 것처럼 보이는데, 다른 두 케이스와 비교해보면, 상대적으로 물가가 낮은 레벨을 형성했다는 점을 알 수 있음
- 두 변수 사이의 역의 관계가 두드러졌던 시기는 전반적으로 고물가 환경이 지속되어 높은 밸류에이션에 대한 부담과 이에 대응하기 위한 정책 변화로 디스카운트에 대한 이슈가 부각되었던 경우

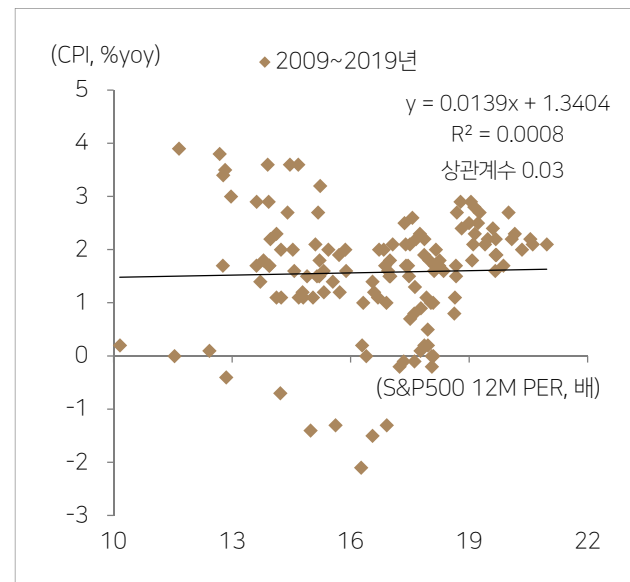
물가와 밸류에이션이 역의 관계를 가지는 경우도 발생



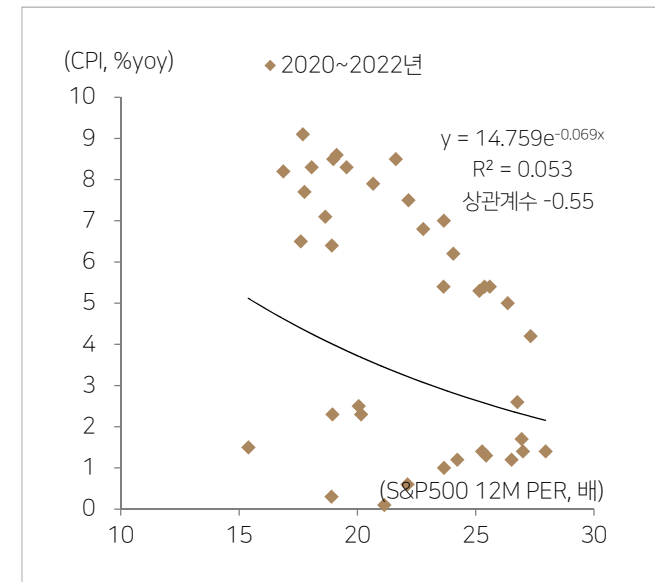
금융위기 발생 이전 물가와 밸류에이션 상관관계가 높음



금융위기 이후 상관관계가 약해짐



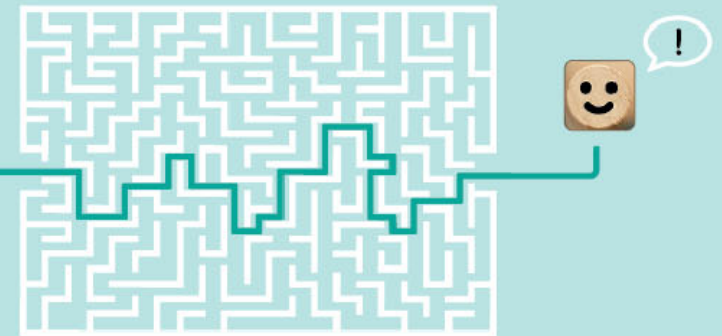
고물가 환경 속에서 역의 상관관계가 두드러지는 경향



Source: Thomson Reuter, 다올투자증권

II . 고용

- 고용지표와 경기침체
- 실업률과 물가의 관계
- 실업률은 경기 후행지표



다양한 지표를 통해 살펴보는 고용시장

고용시장과 관련한 데이터는 소비, 물가 등에도 영향. 여러 종류의 고용지표가 발표되는 이유

- 실업률은 실업자 수를 경제활동인구로 나눈 값으로, 경제활동을 할 의사가 있는 사람 중 일자리를 구하지 못한 사람의 비율을 의미. 낮은 실업률이 유지되는 환경에서 가계 수입이 증가하고 소비가 활발해질수록 경제가 활발하게 돌아갈 수 있기 때문에 중요도가 높은 지표. 미국 경제의 2/3을 가계 지출이 차지하고 있음
- 미국의 역사상 실업률 저점은 3.5% 수준이며, 일반적으로 이 수준의 실업률은 완전고용으로 여겨짐. CBO가 추정하는 자연실업률은 4.4% 수준
- 고용 지표를 정확하게 예측하기 어렵기 때문에 정확한 고용 현황 파악을 하기 위해 다양한 지표들이 함께 발표 됨. 고용자 수 뿐만 아니라 시간당 임금 상승률, 고용 비용 지수 등을 함께 확인하면서 전반적인 경제 상황을 파악하는데 유용하게 사용

고용지표의 특징 및 참고사항	
▪ 미국은 고용보고서, ADP 전미 보고서, JOLT 보고서 등 고용과 관련한 여러 보고서를 발표. 고용지표는 시장 전반에 영향을 주는 중요도가 높은 매크로 지표이기 때문	
▪ 경제활동참가율, 비농업부문 신규고용, 실업률, 구인/구직비율, 고용비용 지수 등 다양한 지표들로 구성되어 있음. 고용이 활발하게 발생하고 임금이 높아지는 국면에서는 소비가 활성화 되는 경향이 있고 이는 물가 상승으로 이어질 수 있음. 연쇄적으로 발생하는 일련의 상황들을 해석하는 데 고용지표가 영향을 미치기 때문에 높은 중요도를 지님	
▪ 경제활동참가율: 경제활동인구(만 15세 이상의 인구 중 실업자+취업자) / 생산가능인구(만 15세 이상 인구)	
▪ 실업률: 실업자 수 / 경제활동인구(일할 의사가 있는 사람)	
▪ 비농업부문 신규고용: 농업 부문을 제외하고 매월 실제 고용된 인원을 발표	

Source: 다올투자증권

미국 고용관련 지표 발표 시기 및 특징

	고용보고서	JOLT 보고서 (구인·이직 동향)	ADP 전미 고용보고서
발표기관	노동통계국(BLS)	노동통계국(BLS)	ADP 연구소
발표시기	익월 첫 번째 금요일	기준 월 이후 5~6주 후	익월 첫 번째 수요일
조사방법	<ul style="list-style-type: none"> • 약 6만 가구 대상 • 전화, 우편 인터뷰 실시 	2.1만 개 사업장을 대상으로 설문 응답	35만여 개 비농업부문 민간 회사 직원들의 급여 정보 수집

Source: 다올투자증권

경기 침체와 고용지표

고용지표는 경기 후행지표로 경기 국면을 가장 잘 설명하는 지표 중 하나

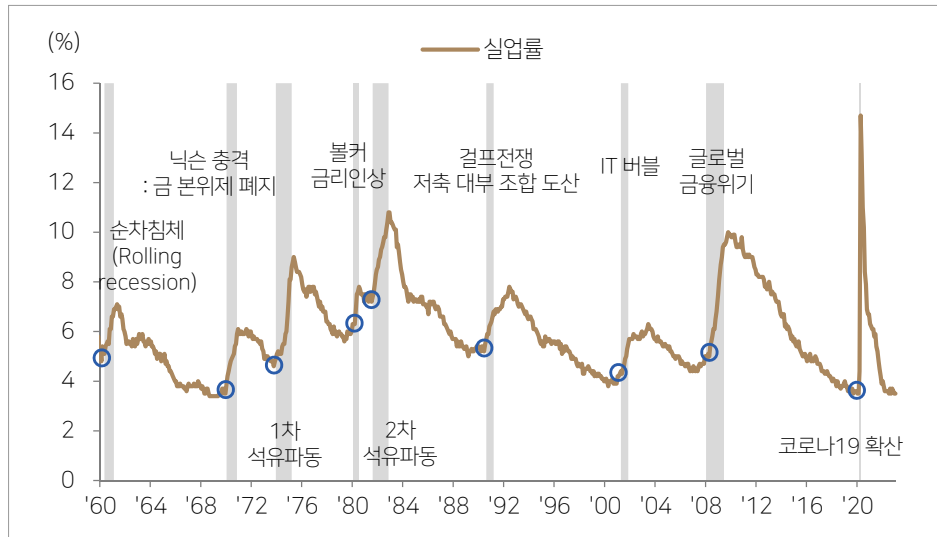
● 실업률 = 경기사이클

- 매월 첫 주 발표되는 고용보고서에서 사람들이 가장 주목하는 지표 세 가지는 실업률, 비농업부문 신규고용, 시간당 임금 상승률
- 경험상 실업률이 상승하는 시점과 경기 침체가 시작되는 시점이 유사. 또한, 실업률은 연준의 통화정책을 결정하는 요인 중 하나로 시장은 실업률에 민감하게 반응하는 경향

● 실업수당 청구건수

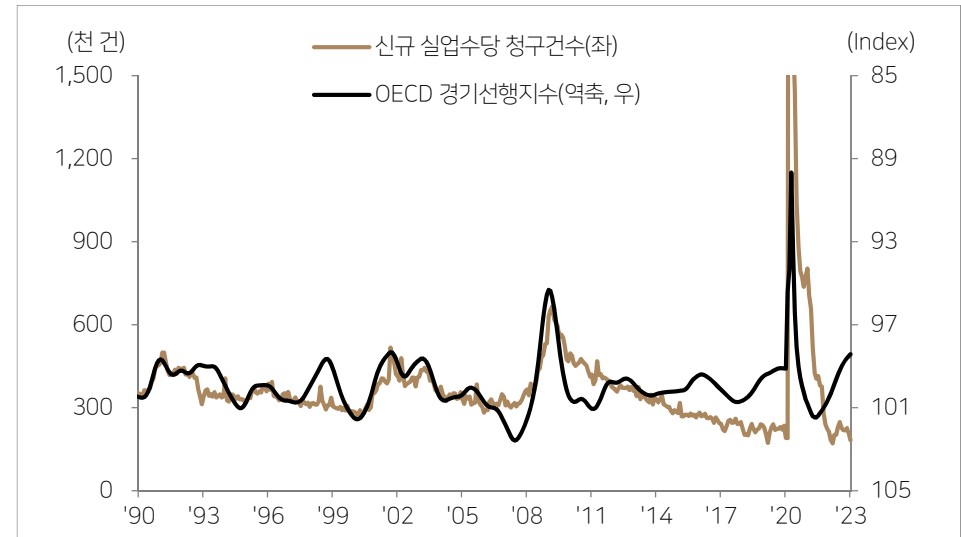
- 신규 실업수당 청구건수는 매주 목요일 발표되며, 각 주 정부가 직전 주 일요일부터 토요일까지 접수당 실업수당 신규 청구자 수를 계산
- 신규 실업수당 청구건수가 매주 증가하거나 계속해서 높은 수준이 지속될 경우 경기 둔화에 대한 우려가 확대될 수 있음. 이는 소비지출 감소로 이어질 수 있으며 기업 활동도 위축될 수 있기 때문에 실업수당 청구 건수는 경기 선행 지표로 해석해 볼 수 있음

실업률 급등 시점은 경기 침체 시작 시점과 유사



Note: 회색음영은 경기침체 구간을 표시
Source: NBER, Bloomberg, 다올투자증권

경기 전망이 개선될 경우 실업자는 감소



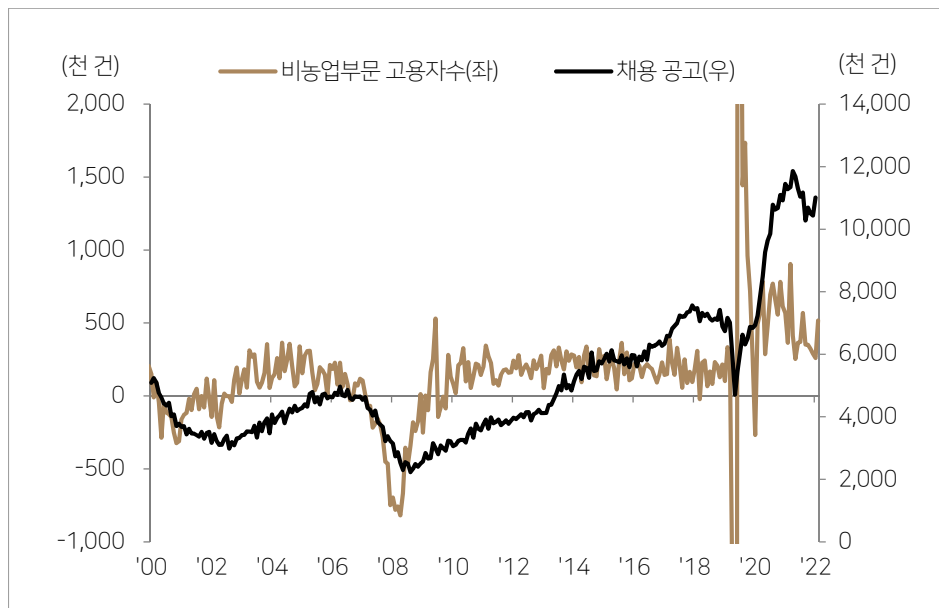
Source: DOL, Bloomberg, 다올투자증권

노동 공급과 수요의 갭을 확인할 수 있는 JOLTS 보고서

향후 고용 시장을 예측해 볼 수 있는 채용공고와 구인/구직 비율

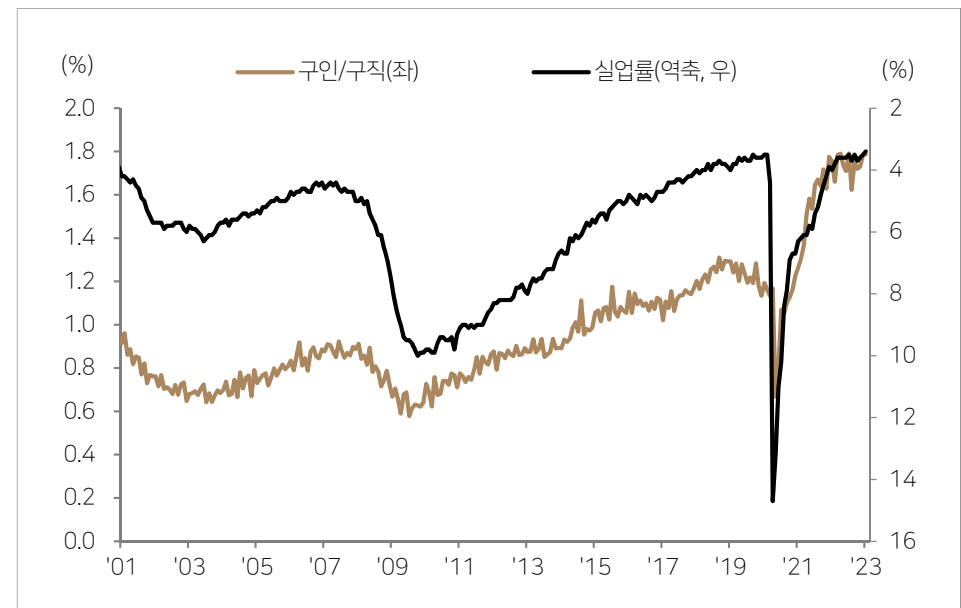
- 비농업부문 신규고용자 수는 매월 새롭게 증가한 농업을 제외한 전 부문의 고용자 수를 의미. 고용이 얼마나 확장되고 있는지를 알 수 있으나, 해당 월에 몇 명이 해고되었고 몇 명이 새롭게 일자리를 얻었는지 파악하기는 어려움. 따라서, JOLTS 고용보고서를 같이 확인하면 그 수치를 좀 더 자세하게 확인할 수 있음. 비농업부문 고용자 수를 포함한 고용보고서 보다 한 달 가량 늦게 발표되기는 하나, 노동시장을 평가하기 위해서는 고용변동을 함께 봐야 할 필요
- JOLTS(구인·이직 동향) 보고서를 통해 채용 공고와 고용자 수를 알 수 있기 때문에 구인/구직 비율을 계산해 볼 수 있음. 구인/구직>1일 경우에는 공급자(노동자) 중심의 노동시장, 구인/구직<1일 경우에는 수요자(기업) 중심의 노동시장이 지속되고 있다는 것을 의미
- 공급자 중심의 노동시장에서는 실업률이 낮아지고 양호한 경제 환경이 지속될 가능성이 높아질 수 있음

정확히 일치하지는 않으나 추세적으로 채용 공고가 증가할 때 고용이 증가



Source: BLS, Bloomberg, 다올투자증권

공급자 중심의 노동시장에서는 낮은 실업률이 나타남



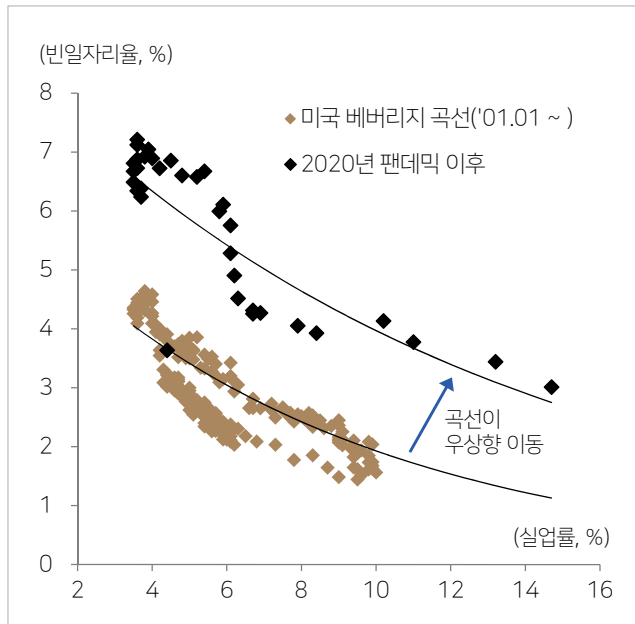
Source: BLS, Bloomberg, 다올투자증권

고용시장의 구조적 변화는 수요-공급 불일치를 심화

베버리지 곡선으로 노동시장을 판단할 수 있을까?

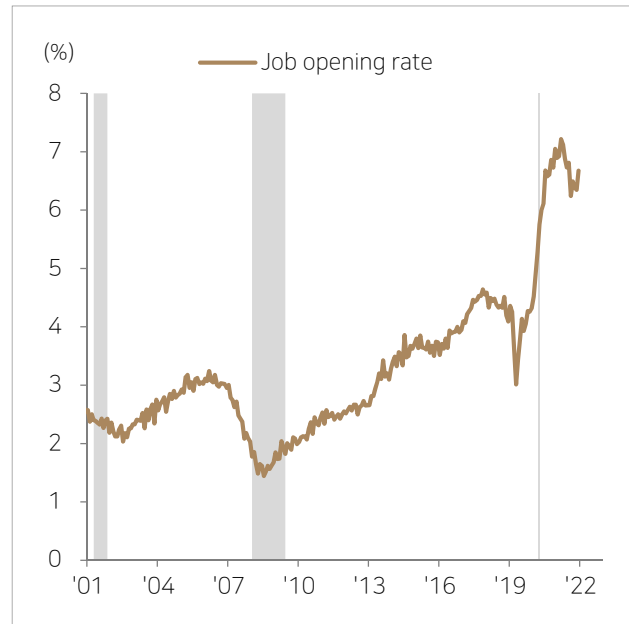
- 베버리지 곡선은 노동공급 지표인 실업률(X축)과 노동수요 지표인 빈 일자리율(Y축) 간의 관계를 나타내는 곡선으로 일반적으로 우하향 형태를 보임
- 경기 호황기에는 실업률이 하락하고 빈 일자리율이 상승하는 반면, 경기 침체기에는 실업률이 상승하고 일자리를 구하지 못하는 사람들이 많아지면서 빈 일자리율 하락
- 경기 상황에 따라 곡선 위에서 점들이 움직일 수 있으나, 마찰적 요인이 증가함에 따라 구인-구직자 사이에 괴리가 발생하고 이로 인해 빈 일자리와 실업자가 늘어날 경우 곡선 자체가 우상향 이동할 수 있음. 팬데믹 이후 구조적인 노동시장 변화로 베버리지 곡선이 우상향 이동한 모습

미국 노동시장 베버리지 곡선



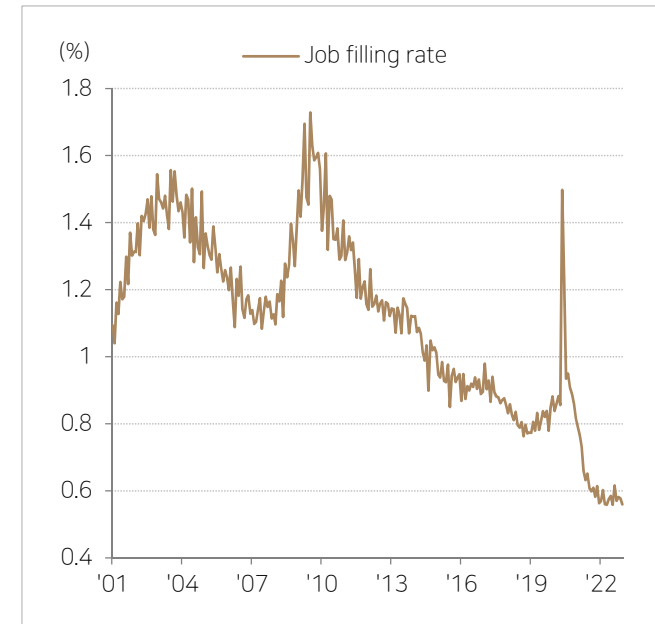
Source: BLS, Bloomberg 다올투자증권

경기 침체 구간에서 빈 일자리수가 낮아짐



Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시
Source: BLS, Bloomberg 다올투자증권

노동시장 구조 변화로 빈 일자리를 채우기가 어려워짐



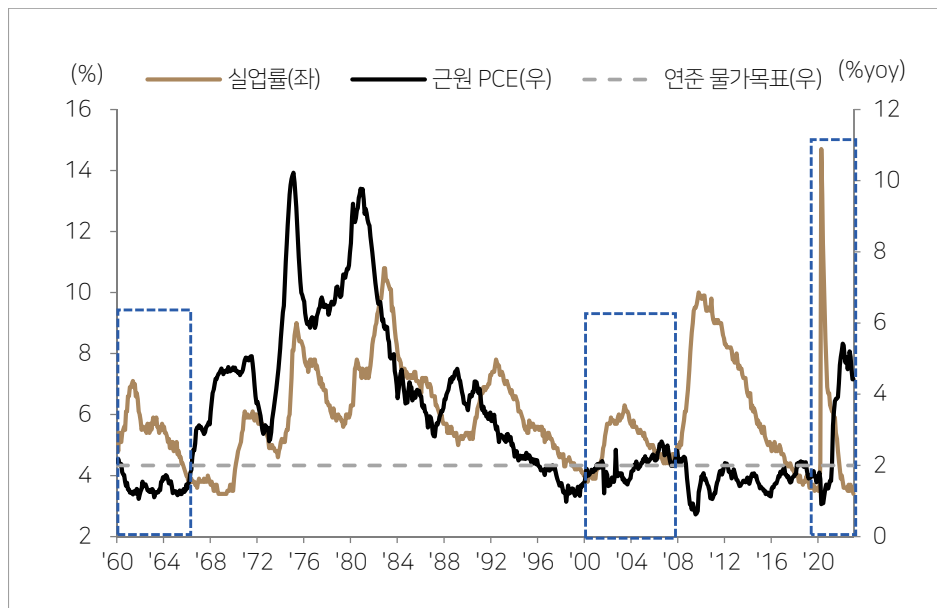
Source: BLS, Bloomberg 다올투자증권

실업률과 물가는 정말 반비례 관계일까?

필립스 곡선이 작동했던 시기는 많지 않음

- 고용시장과 물가의 상관관계는 '필립스 곡선(Phillips Curve)'을 통해 이론적으로 설명할 수 있음. 실업률이 낮을 경우 기업들은 구인난을 경험하게 되며, 이 과정에서 임금이 빠르게 상승하게 되므로 실업률과 명목 임금은 반비례 관계에 있다는 것. 명목임금 증가율은 임금 상승률로 치환할 수 있기 때문에 물가 상승률과 실업률 데이터를 통해 필립스 곡선을 확인할 수 있음
- 1960년대 미국의 필립스 곡선은 이론이 성립하는 모양이 나타났었음. 그러나, 1970년대 오일쇼크로 유가가 급등하면서 물가가 치솟았지만, 경기 침체 국면에 접어들면서 실업률도 동시에 급증하자 필립스 곡선이 더 이상 작동하지 않음. 그 이후에도 점점 경제 구조가 복잡해지면서 필립스 곡선이 제대로 맞지 않는 모습. 다만, 코로나19 발생 이후인 2020년대에는 낮은 실업률 환경 속에서 공급 차질, 지정학적 리스크 등으로 물가 상승률이 급등하면서 다시 필립스 곡선이 작동하는 모습

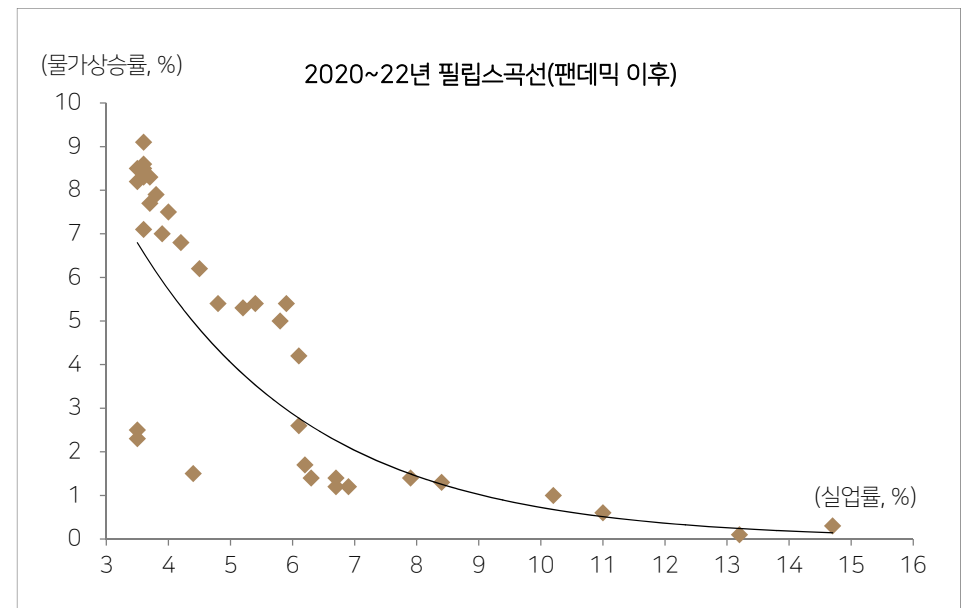
실업률과 물가가 이론처럼 항상 반비례 관계를 가지지는 않음



Note: 파란색 점선 박스는 필립스 곡선이 작동했던 시기

Source: BLS, Bloomberg, 다올투자증권

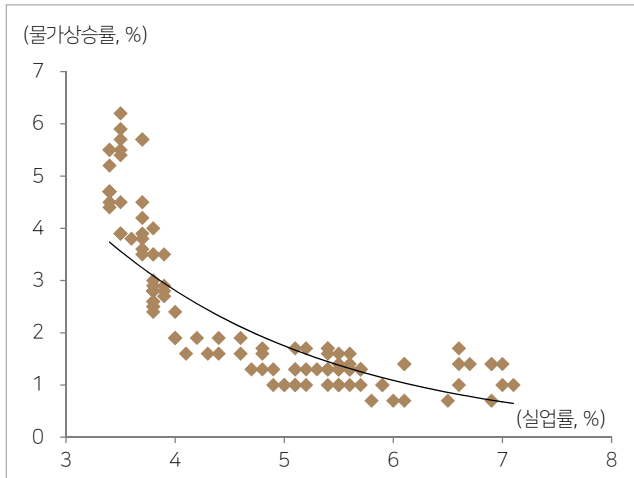
2020년대에 필립스 곡선이 재작동



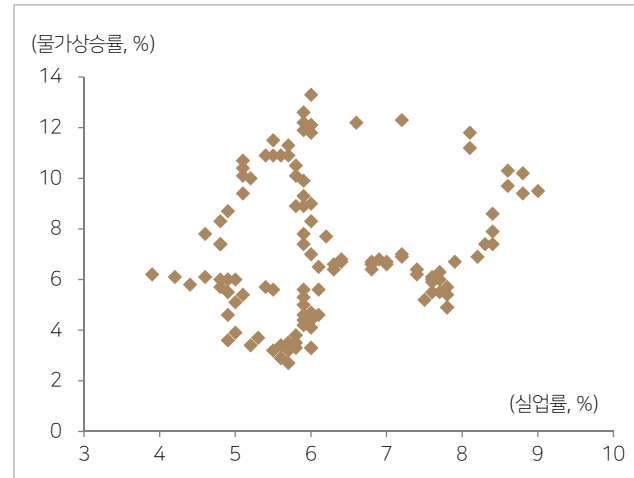
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Case Study: 각 시기별 필립스 곡선 추이

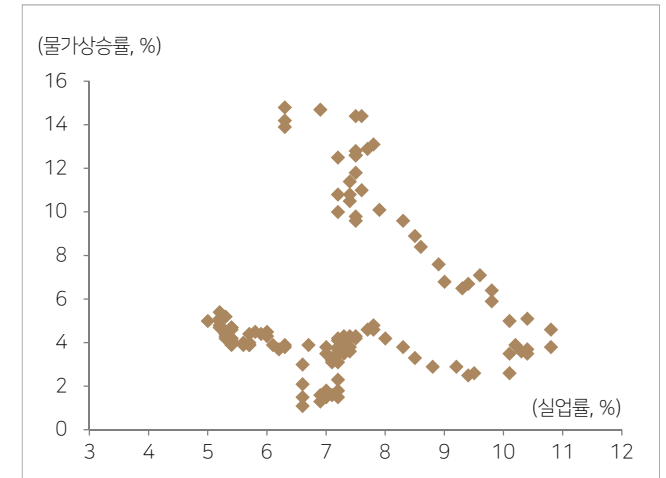
1960년대 필립스 곡선



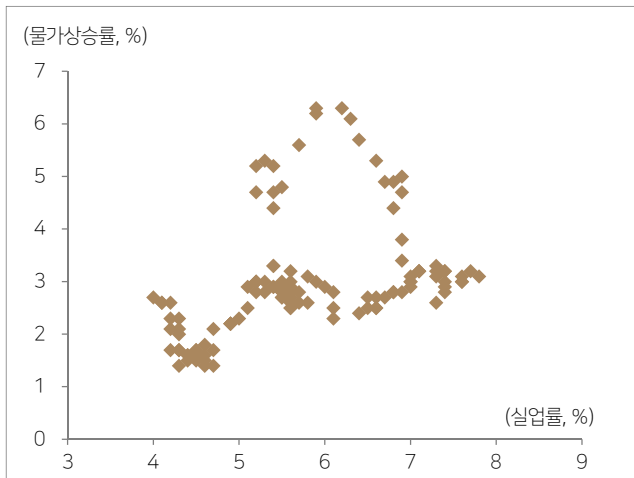
1970년대 필립스 곡선



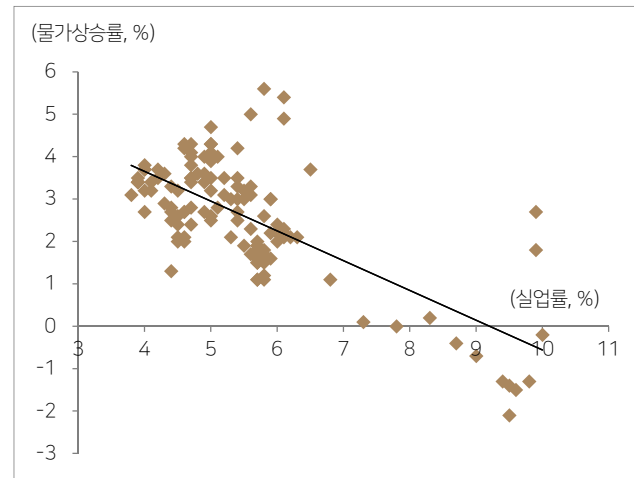
1980년대 필립스 곡선



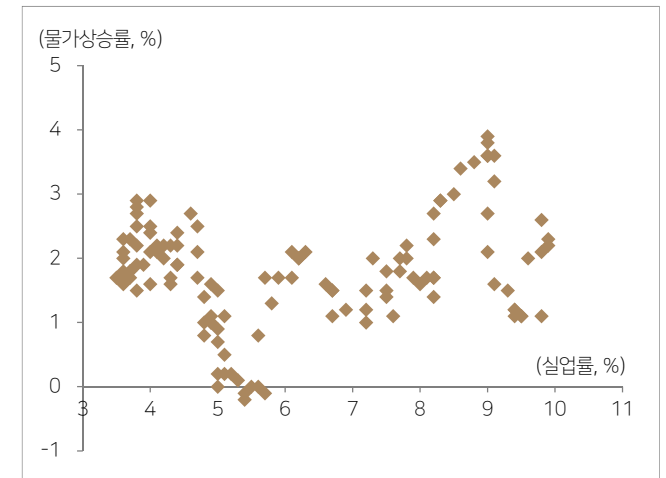
1990년대 필립스 곡선



2000년대 필립스 곡선



2010년대 필립스 곡선



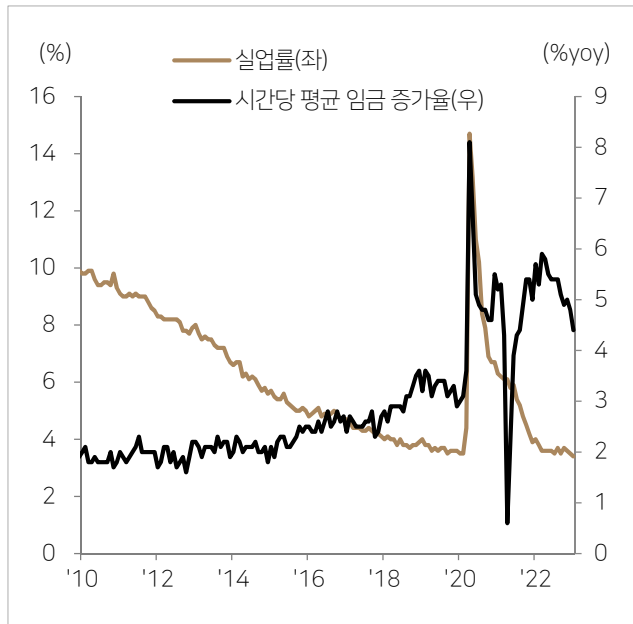
Source: Bloomberg, 다올투자증권

실업률과 임금, 물가의 복잡한 관계

항상 작동하는 것은 아니지만, 임금과 물가 사이에 일반론적 관계는 상정 가능

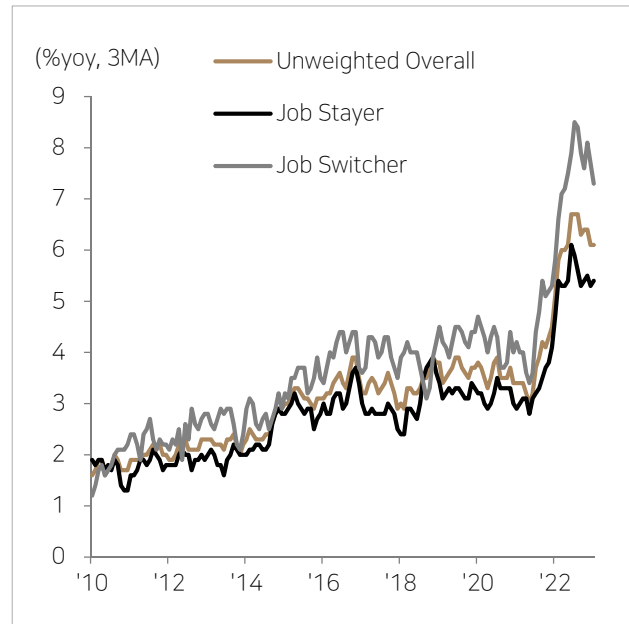
- 앞서 살펴봤듯이, 역사적으로 실업률이 상승하는 구간에서 물가상승률이 하락하는 필립스 곡선이 성립했던 경우는 1960년대와 최근 2020년 이후 두 번의 케이스 뿐
- 이론적으로 생각해보면 실업률이 낮아지는 구간에서는 경제활동인구 중 실업자가 감소하기 때문에 일을 하고자 하는 사람들이 줄어들고, 기업은 빈 일자리를 채우기 위해 임금을 올려주어야 함. 사람들은 임금이 상승하면 소비를 증가시키는 경향이 있고, 소비 확대는 결국 물가 상승 요인으로 작용하는 과정들이 잇따라 발생할 수 있음
- 상대적으로 이직자의 임금 증가율이 재직자 보다 높은 경향이 있음. 제조업 종사자들이 대부분 고숙련 노동자임에 비해, 서비스업의 경우 레저/관광 등을 포함하기에 상대적으로 저숙련, 저임금 노동자의 비율이 높음. 이러한 점들을 고려해보면 현재 서비스업 종사자들의 이직이 임금 상승률과 인플레이션의 원인이라는 점을 추론해볼 수 있음

일 자리를 구하려는 사람들이 감소할수록 높아지는 임금



Source: BLS, Bloomberg 다올투자증권

이직자가 임금 증가율 상승을 야기



Source: Atlanta Fed, 다올투자증권

저숙련, 저임금 노동자인 서비스업 임금 상승률이 높음



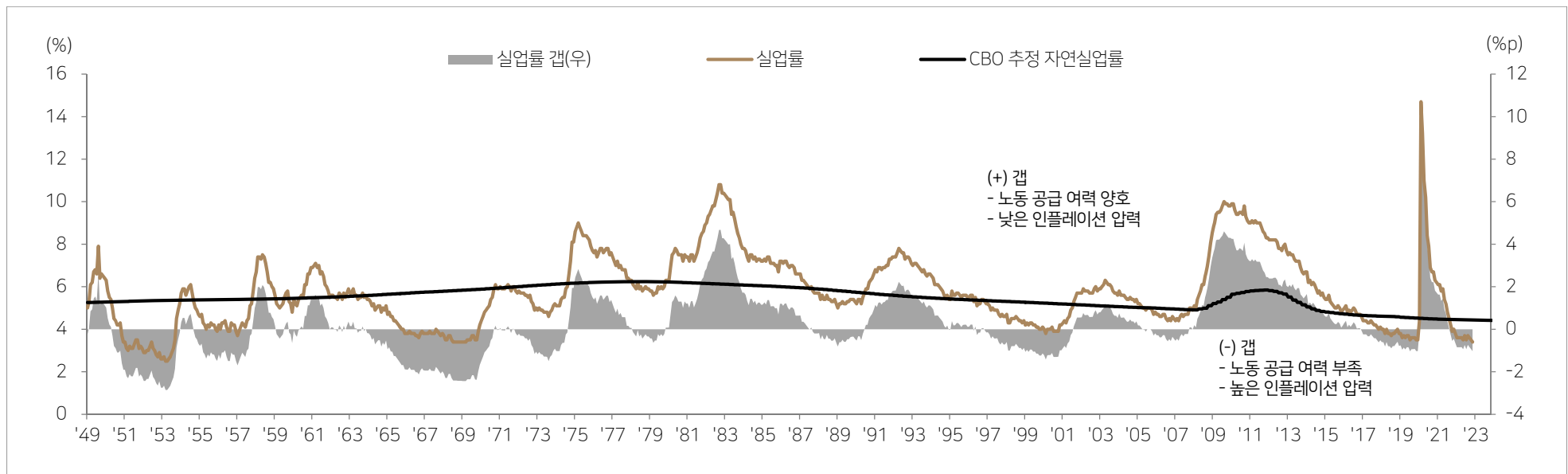
Source: BLS, Bloomberg 다올투자증권

자연실업률을 하회하는 실업률이 지속된다면...

마이너스 실업률 갭은 인플레이션에 대한 우려를 자극하는 요인

- 완전고용은 이직과 구직 등 직업탐색 과정에서 발생하는 마찰적 실업을 제외한 비자발적 실업이 없는 상태를 의미. 실업률 0%인 상태가 아닌 일하려는 의사와 능력을 갖춘 자가 모두 고용된 상태. 자연실업률(NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)은 물가 상승을 유발하지 않고 가장 낮은 수준으로 유지될 수 있는 실업률을 의미
- CBO가 추정하는 미국 자연 실업률은 4% 초반 수준. 자연실업률 자체가 오를 경우 통화정책에 변화를 줄 수 있음. 또한, 앞에서 살펴본 바와 같이 고용시장의 구조적 변화 등의 요인으로 베버리지 곡선이 우측으로 이동할 경우 자연실업률 상승에 대한 우려를 자극할 수 있음
- 노동시장의 수요-공급 불일치는 고용 뿐만 아니라 물가에도 영향을 줄 수 있으며, 팬데믹 이후 경제 구조가 변화함에 따라 지표들간의 관계에 대한 연구가 진행 중

실업률 갭(실업률-자연실업률) 추이. 자연실업률은 고용시장의 구조적 변화를 반영해 바뀔 수 있음



Note: 자연실업률(NAIRU)은 CBO 추정치

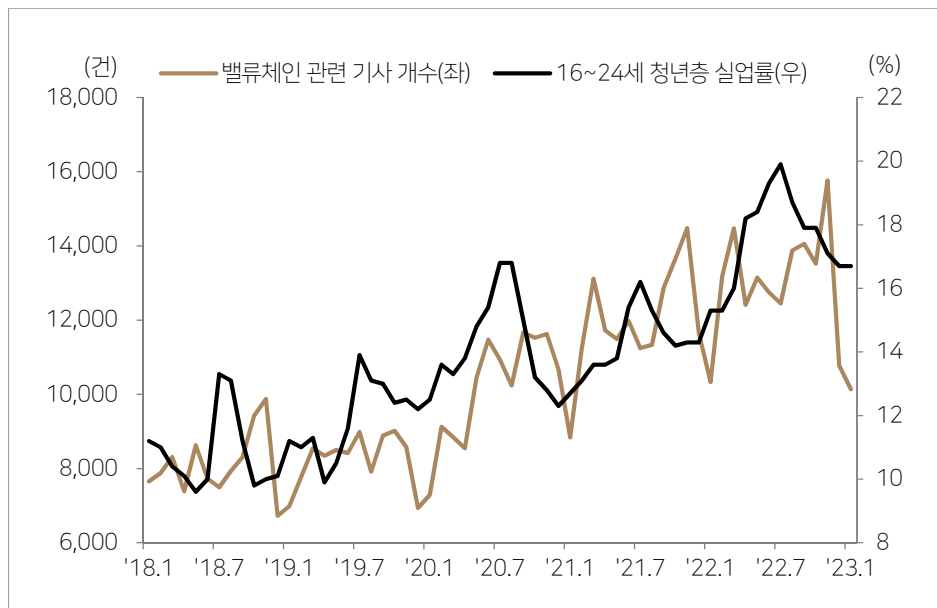
Source: OECD, 한국은행, 다올투자증권

장기적으로 경제를 위협할 수 있는 청년 실업률

중국 청년층 실업률 증가는 경제적 요인과 환경적 요인이 동시에 작용하는 듯

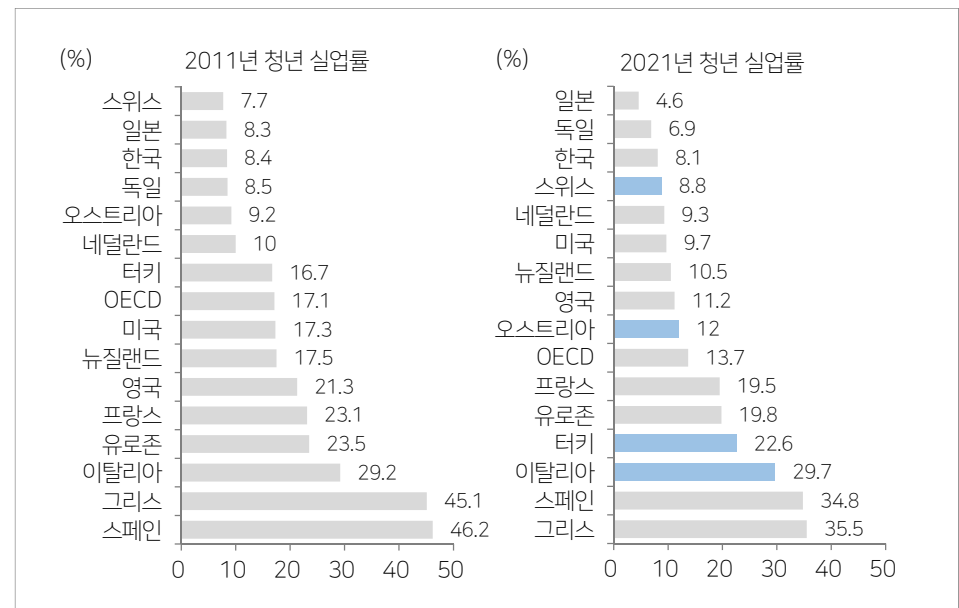
- 중국 청년층 실업률 증가 흐름. 중국 정부가 주요 핀테크 기업을 대상으로 강한 규제를 지속하고 있으며, 강한 방역 규제 영향 및 글로벌 경기 둔화 전망 등을 반영했기 때문
- 다만, 실업률 상승은 경제적 요인 뿐만 아니라 글로벌 밸류체인 변화 등 환경적 요인이 동시에 작용한 것으로 보임. 2018년 미·중 무역 분쟁 이후 밸류체인에 대한 관심도가 높아지는 과정에서 청년층 실업률도 함께 높아지는 모습이 나타나고 있기 때문. OECD 주요국 중 청년 실업률이 10년 전에 비해 크게 증가한 국가가 많지는 않지만, 향후 밸류체인 및 매크로 환경 변화가 실업률을 높이는 요인으로 작용할 수 있다는 점은 경계해 볼 필요가 있다는 판단
- 또한, 청년고용은 일반적으로 기업의 고용의사가 높고 노동 비용이 저렴하며 시장이 유연할수록 증가하는 경향이 있음. 경기둔화 전망이 확대되고 임금 상승률이 높은 상황에서는 청년층 실업률이 낮아지기 어려운 환경

중국 청년 실업률 증가는 글로벌 밸류체인 변화와 연관성이 존재하는 듯



Source: Bloomberg, 다올투자증권

OECD 주요국 청년 실업률 변화



Note: 파란색 막대는 2011년 대비 실업률이 증가한 국가

Source: OECD, 다올투자증권

실업률은 경기 후행지표

실업률이 고점을 기록하기 이전 주가 수익률이 더 높게 나타남

- 1960년대 이후 지금까지 전미경제연구소(NBER)가 발표한 경기침체 구간은 총 9번. 해당 기간마다 실업률이 급등했다는 점이 확인되었음. 경기침체 선언은 사후적으로 평가되는데 실업률이 유사한 시기에 급등하는 영향을 보이고 있기 때문에 주가 수익률과 비교했을 때 후행지표임을 확인할 수 있는지 점검해보고자 하였음
- 경기침체 구간에 따라 실업률 저점과 고점을 나누고 실업률 고점을 T라고 정의. 실업률 고점~이후 12개월(T~T+12개월)과 실업률 고점 6개월 이전(T-6개월)~실업률 고점 6개월 이후(T+6개월) 수익률을 비교. 9번 중 7번의 경우에서 **실업률이 고점을 기록하기 이전 주가 수익률이 더 높게 나타났다는 점을 확인**
- 2000년 이후 기간 수익률을 업종별로 계산해보면 모든 업종이 마이너스를 기록한 가운데 경기 사이클 및 금리에 민감한 업종을 중심으로 더 낮은 수익률이 나타남

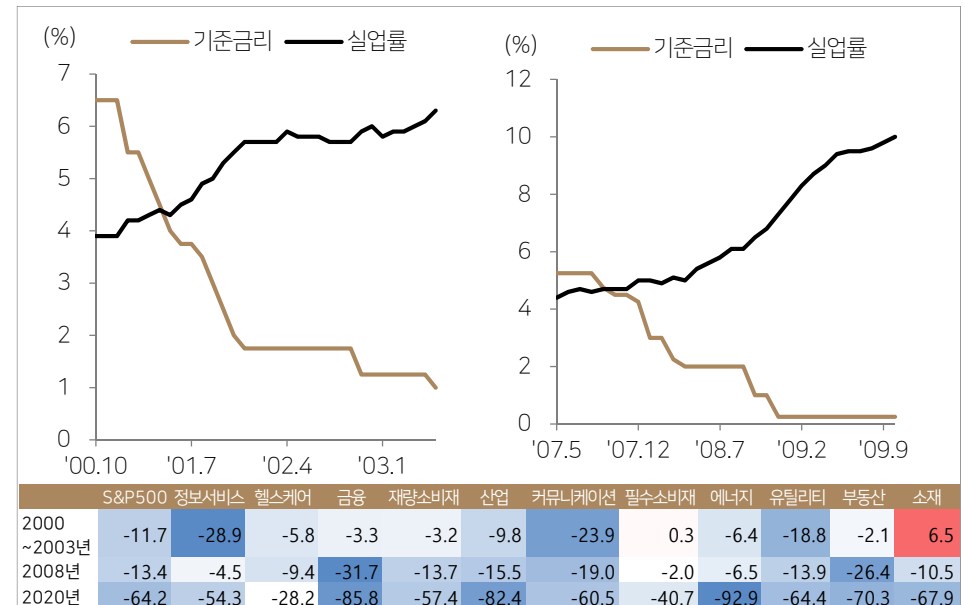
실업률은 경기후행지표로 고점 이후 주가 수익률이 낮아지는 경향

실업률		원인	S&P500 평균 수익률	기간 수익률 연율화	(T-6개월 ~ T+6개월) 수익률	(T+12개월) 수익률
저점	고점(T)					
1960년 2월	1961년 5월	경제후퇴	19.2	15.1	28.1	-5.3
1969년 12월	1971년 8월	닉슨충격	6.7	4.0	8.4	14.2
1973년 10월	1975년 5월	1차 석유파동	-18.0	-11.8	25.6	12.3
1979년 5월	1980년 7월	볼커 금리인상	20.2	17.0	19.9	7.8
1981년 7월	1982년 12월	2차 석유파동	7.9	5.5	51.7	17.9
1990년 6월	1992년 6월	걸프전쟁	13.3	6.4	12.1	9.7
2000년 10월	2003년 6월	IT버블	-28.9	-12.0	20.2	14.7
2007년 5월	2009년 10월	글로벌금융위기	-29.3	-13.4	41.2	9.7
2020년 2월	2020년 4월	코로나19	-15.7	-64.2	14.8	49.9

Note: 지수는 S&P500 월간 평균 값 사용, 수익률은 %. 파란색 음영은 T+12개월 보다 수익률이 더 높을 경우를 표시

Source: Bloomberg, 다올투자증권

2000년 이후 실업률 저점~고점 구간 업종별 수익률 연율화

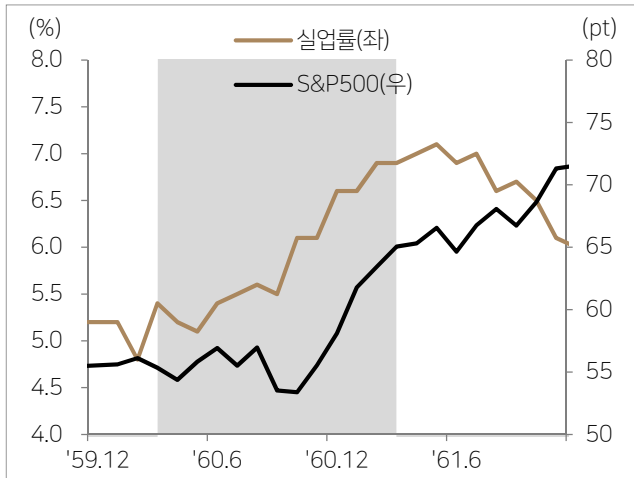


Note: 수익률은 저점에서 고점 구간 업종별 수익률을 구한 이후 연율화 한 값, 단위는 %

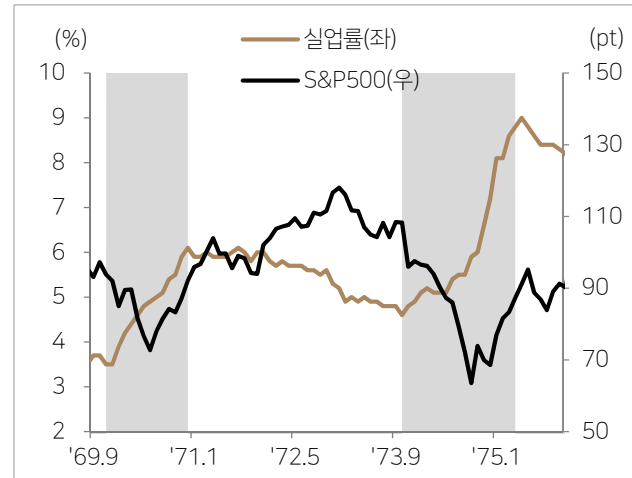
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Case Study: 실업률 상승 구간에서의 주가 움직임

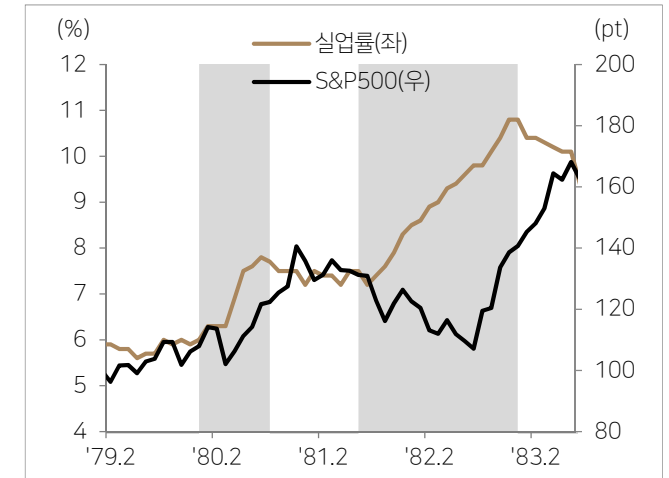
1960년대 실업률 상승 국면



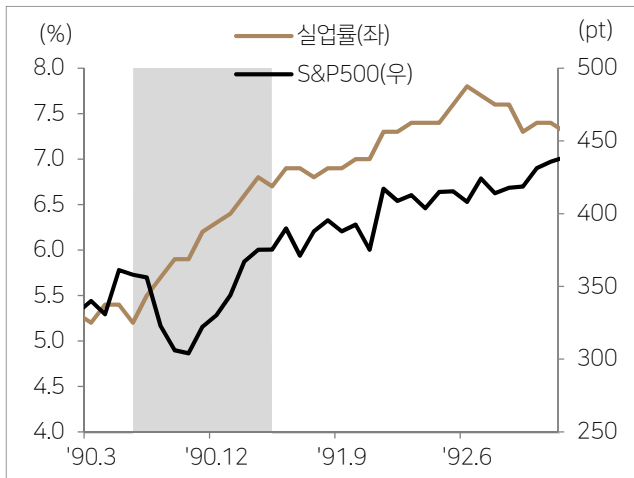
1970년대 1차 석유파동 실업률 상승 국면



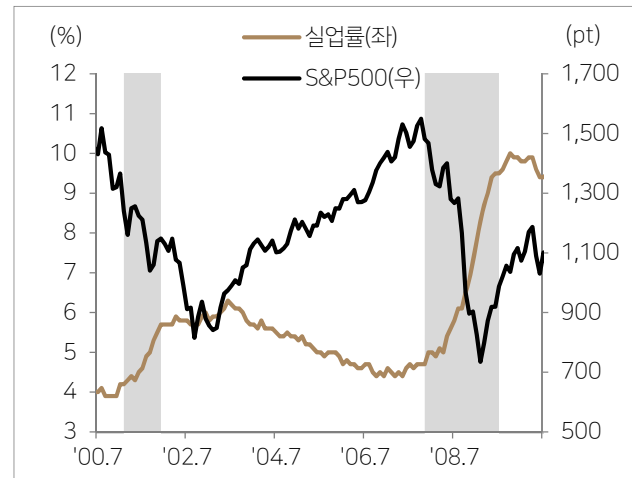
1980년대 볼커 금리 인상 및 2차 석유파동 실업률 상승 국면



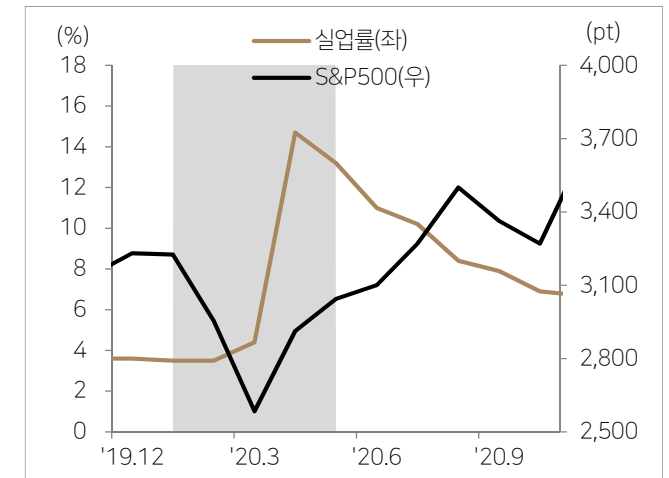
1990년대 실업률 상승 국면



2000년대 IT버블 및 글로벌 금융위기 실업률 상승 국면



2020년대 코로나19 실업률 상승 국면



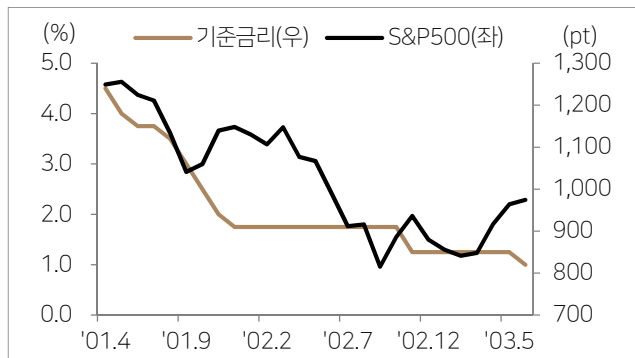
Source: Bloomberg, 다올투자증권

실업률이 본격적으로 급등하는 중기 구간을 유의할 필요

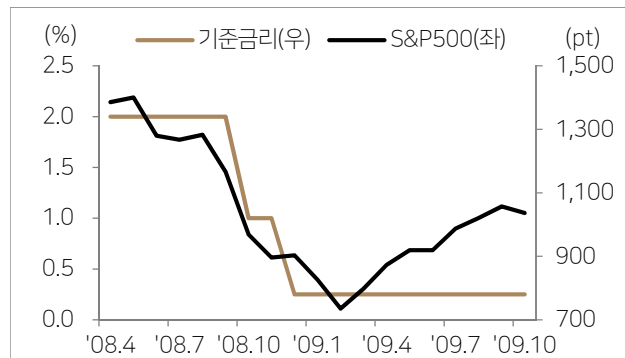
실업률 상승 중반 구간에 수익률 가장 부진. 또한, 통화정책 환경도 함께 고려할 필요

- 2000년 이후 실업률이 급등했던 3번의 기간 중 2020년은 2달 간의 짧은 침체이므로 이를 제외하고 나머지 두 기간의 실업률 상승 초기, 중기, 후기 업종별 수익률 계산
- S&P500은 경기 침체 종료 구간인 실업률 상승 후기에 상대적으로 높은 수익률이 나타남. 다만, 실업률이 가장 급등하고 경기침체 우려가 심화되는 중기 국면에서 전 업종에 걸쳐 부진한 수익률이 나타남. 두 기간을 비교해보면 실업률도 중요하지만, 기준금리 인하 속도도 수익률에 중요한 요인이라는 점을 확인해 볼 수 있음. 기준금리 인하가 마무리되는 후기 국면에서는 업종별 수익률 상승세가 두드러지지만, 추가 금리 인하가 예상되는 중기 국면에서는 수익률이 부진

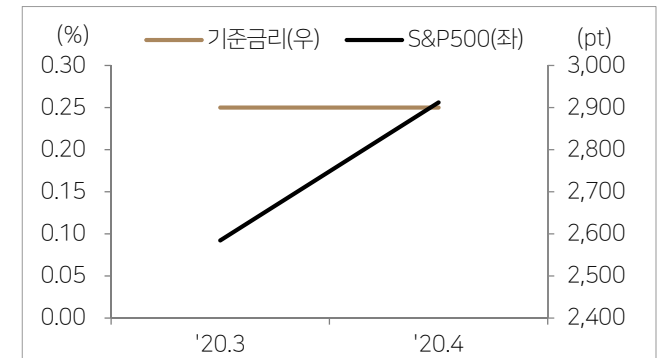
2001년 4월~2003년 6월 기준금리와 주가 추이



2008년 4월~2009년 10월 기준금리와 주가 추이



2020년 3월~2020년 4월 기준금리와 주가 추이



실업률 상승 국면(초기, 중기, 후기) 업종별 수익률 연율화

	S&P500	에너지	기술	재량소비재	필수소비재	산업	소재	커뮤니케이션	금융	헬스케어	유틸리티	부동산
상승 초기(01년 4월~01년 12월)	0.1	-6.6	2.5	4.6	3.5	7.3	10.8	-15.2	0.2	4.8	-33.9	-2.8
상승 중기(02년 1월~02년 12월)	-24.6	-14.8	-37.8	-26.7	-7.2	-28.9	-8.9	-36.0	-17.4	-22.0	-33.9	-16.2
상승 후기(03년 1월~03년 6월)	24.4	16.3	34.0	40.5	2.5	20.0	10.5	3.8	25.7	27.2	34.6	18.4
	S&P500	에너지	기술	재량소비재	필수소비재	산업	소재	커뮤니케이션	금융	헬스케어	유틸리티	부동산
상승 초기(08년 4월~08년 8월)	-5.7	0.3	9.1	0.4	-0.5	-15.3	-7.6	-15.4	-29.8	10.5	93.5	-52.6
상승 중기(08년 9월~09년 4월)	-45.1	-48.9	-36.1	-35.7	-33.7	-53.7	-51.9	-30.4	-63.7	-38.1	-45.1	-67.3
상승 후기(09년 5월~09년 10월)	41.2	37.1	53.4	35.9	42.0	35.0	37.0	-1.6	61.9	37.2	24.8	49.5

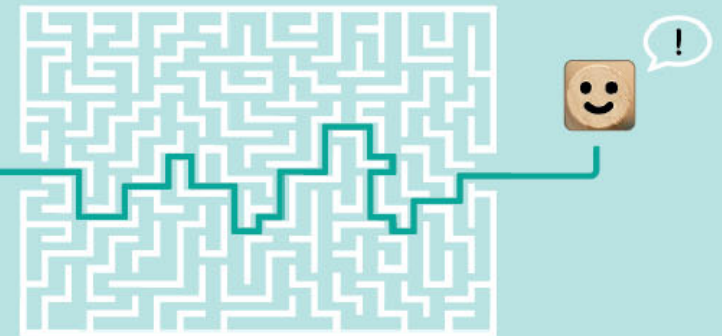
Note: 부동산 업종 주가는 2001년 10월부터 산출

Source: Thomson Reuter, Bloomberg, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

III. 소비

- 소득과 소비의 구성요소
- 저축률과 소비의 관계
- 글로벌 소비는 수요 창출 동력



소비는 모든 지표의 종합선물세트

GDP의 약 70%를 차지하는 소비지출. 물가와 고용부터 심리까지 전부 소비에 영향

- $GDP(Y) = 소비(C) + 투자(I) + 순수출(NX) + 정부지출(G)$. 이 중 소비가 차지하는 비중은 약 70% 수준. 미국 경제 사이클은 소비 행동 변화에 영향을 받음
- 소비는 개인소비지출(PCE)을 통해서 측정 되는데, 크게 상품(내구재, 비내구재)과 서비스로 나눌 수 있음. 내구재란 냉장고, 자동차, 컴퓨터 등과 같이 비싸고 오래 사용 할 수 있는 소비재를 의미하며, 비내구재는 주로 이용기간이 짧고 반복적인 사용이 어려운 음식료, 의복, 화장품, 책 등과 같은 상품들을 포함. 서비스는 의료서비스, 여행서비스, 금융 서비스 등. 1960년대에는 소비지출 중 서비스의 비중이 40% 수준이었으나, 현재에는 65% 수준으로 상승
- 개인들의 활발한 소비는 향후 소득이 지속될 것이라는 기대가 있을 때 가능하며, 가계 명목 소득 중에서 임금이 가장 큰 비중을 차지하고 있다는 점은 고용도 소비에 영향을 미치는 중요한 요소라는 점을 알 수 있음

소비지표의 특징 및 참고사항	
▪ 소비는 경기 사이클을 결정하는 주요 지표. 계절적 요인을 반영한 소비 흐름을 파악하기 위해서는 전월대비 증가율(%mom)을 확인해야 하고, 계절적 요인을 제거하고 전반적인 성장추이 분석을 위해서는 원계열을 사용한 전년대비 증가율(%yoy)을 확인해야 함	
▪ 미국 경제분석국은 개인소비지출 측정을 위해 자동차 판매를 제외한 소매판매 자료를 활용. 자동차 구매 지출 금액은 제조사들의 자료에 근거하여 발표	
▪ 개인소득과 소비지출은 계절 조정된 수치로 발표되며, 인플레이션이 조정되지 않은 수치도 함께 발표. 월간 수치는 연율로 환산되며 현재 동향이 1년 동안 지속된다는 가정 하에 연간 개인소득과 소비지출을 계산(SAAR)	
▪ 가처분소득은 가계가 임의로 사용 가능한 소득을 의미하며, 저축액은 가처분 소득에서 총소비지출을 뺀 값	

Source: 다올투자증권

글로벌 소매판매 지표 발표 시기 및 특징

	한국	미국	유럽	중국
발표기관	통계청	상무부 (Department of Commerce)	유럽 통계청 (Eurostat)	국가통계국 (NBS)
발표시기	대상 월 2개월 후 1~2주	익월 2주 후	익월 1~2주 후	익월 2~3주 후
발표주기	월간	월간	월간	월간

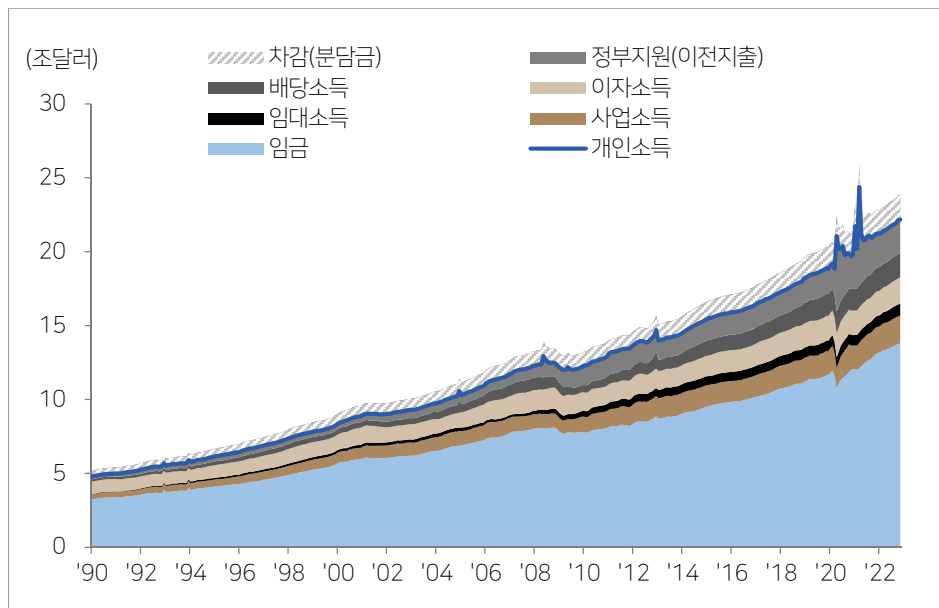
Source: 다올투자증권

가처분소득은 소비 규모를 결정하는 중요한 요인

개인소득 원천은 다양. 세금 및 지출 이후 쓸 수 있는 소득이 얼마나 되는지가 중요

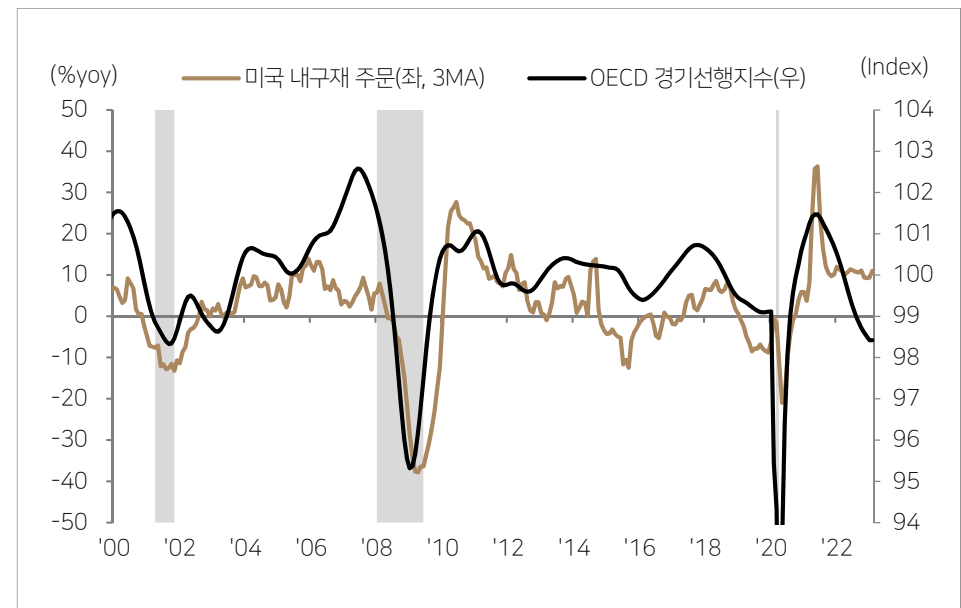
- 개인소득은 임금, 사업소득, 임대소득, 이자소득, 배당소득, 정부지원, 기타 소득으로 나눌 수 있음. 전체 소득에서 임금이 차지하는 비중은 약 60%로 고용 현황과 그에 따른 가계의 소득이 전체 소비에 영향을 미치는 가장 중요한 요소
- 가처분소득(Disposable Income)은 소득 중 가계가 임의로 처분 가능한 소득으로, 세금 및 이자 지급 등의 세외 부담을 제외한 후 사회보장금이나 연금 같은 이전 소득을 더한 것. 미래 소비 수준에 대한 예측은 인플레이션 조정을 계산한 실질 개인가처분소득을 통해 전망해 볼 수 있음
- 상품 중 내구재의 경우에는 일반적으로 3년 이상 사용하는 냉장고, 자동차, 컴퓨터와 같은 값비싼 소비재에 대한 지출을 포함하고 있기 때문에 경제 변화에 민감하게 반응하는 경향. 내구재 주문은 일반적으로 경기 침체보다 앞서서 나타나며, 경기 회복기 이전에 먼저 반등하는 경향

개인소득 원천 분해



Source: BEA, Bloomberg, 다올투자증권

내구재 주문은 경기 회복기 이전에 반등



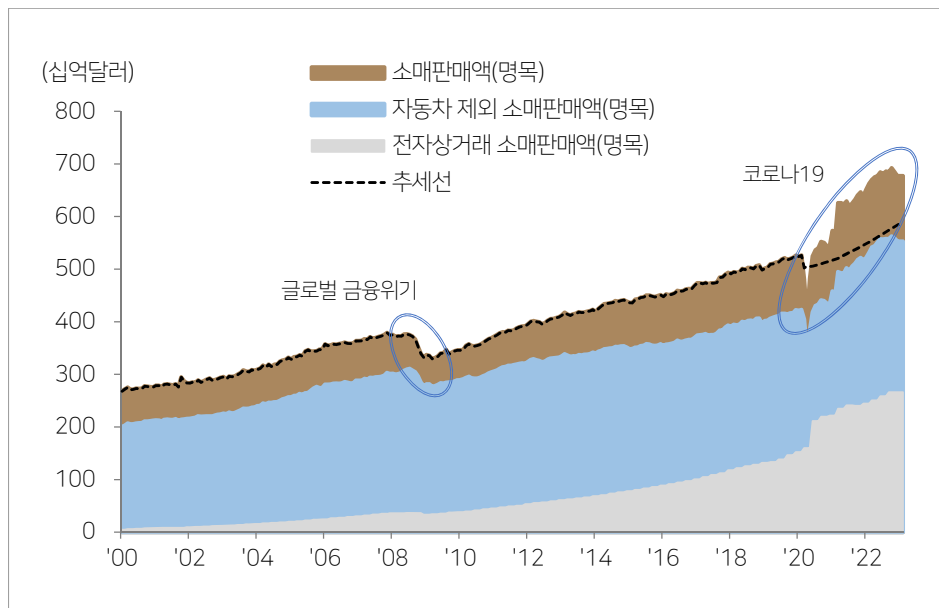
Source: OECD, NBER, Bloomberg, 다올투자증권

소비 시즌에 중요도가 높아지는 소매판매 지표

소비 규모를 확인할 수 있는 소매판매 데이터. 온라인 판매 데이터까지 포함하는 대표 소비지표

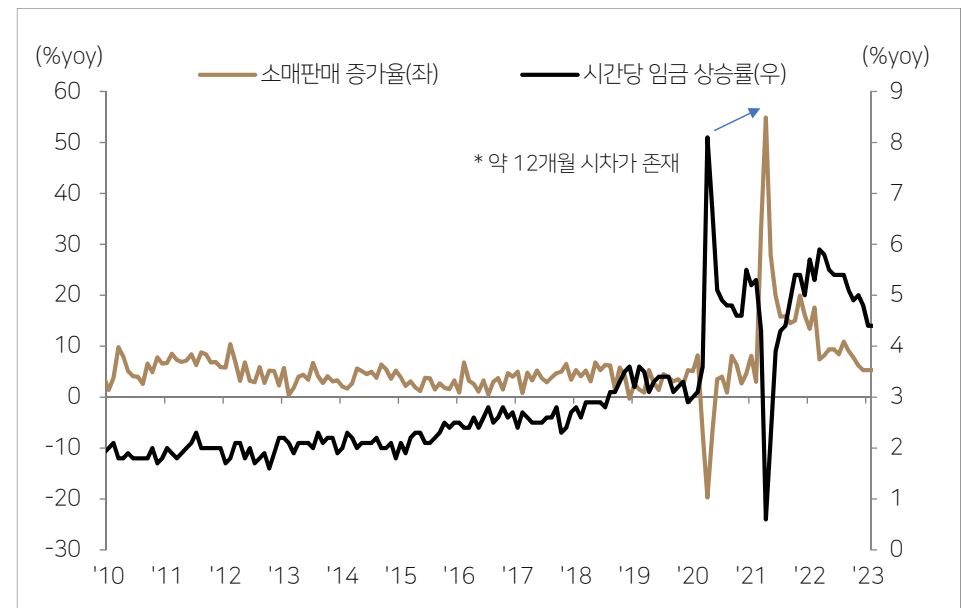
- 소매판매 데이터는 미국 전역의 소매업자 표본을 대상으로 설문조사를 실시하여 수집한 수치. 특정 달 동안 발생한 제품에 대한 소비자들의 지출을 반영하며, 해당 월에 포함된 공휴일 및 계절 등에 대한 계절 조정을 적용. 지표는 백화점, 자동차 판매점, 주유소 등 소매 업체에서 판매한 제품에 대한 지출을 포함하지만, 서비스 지출은 포함하지 못함
- 또한, 인플레이션을 고려하지 않은 명목 수치가 발표된다는 점에서 한계를 지님. 명목 금액이 증가한 경우 실제 소비가 증가한 것인지 혹은 물가가 상승한 영향으로 절대 금액이 증가한 것인지 파악하는 것이 불가능. 물가와 임금, 금리 등 다른 매크로 지표들과 함께 볼 필요가 있음
- 이러한 한계점에도 최근 중요도가 높아지고 있는 온라인 판매 수치가 포함된다는 점이 특징. 온라인 판매 데이터는 상무부가 분기별로 발표하는 전자상거래 보고서를 통해 알 수 있음. 미국은 11월 추수감사절을 시작으로 크리스마스까지 연말 쇼핑시즌에 소비가 증가하는 경향이 있어 연말에 해당 지표 중요도가 높아짐

소매판매액 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

임금이 상승하면 소비가 증가하는 경향



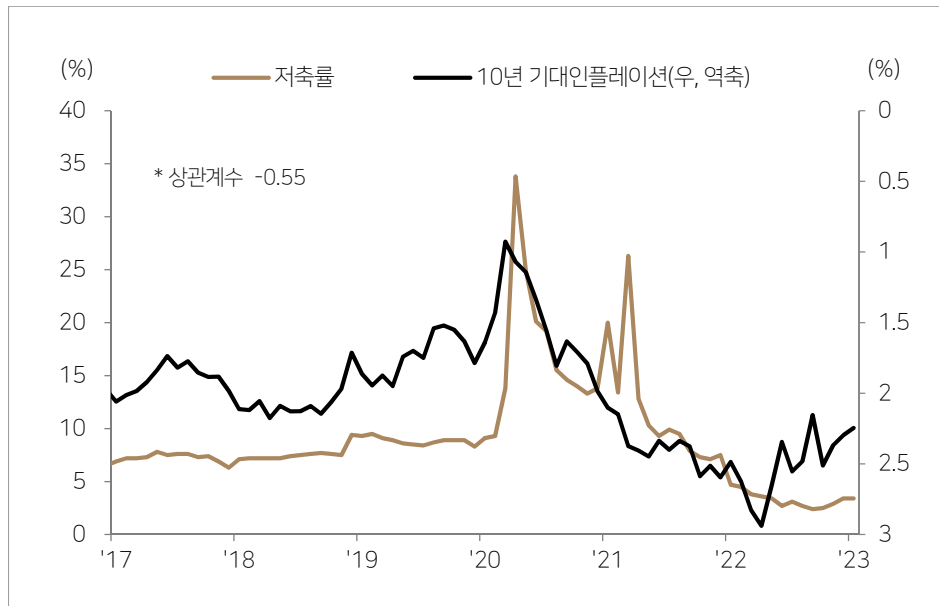
Source: BLS, Bloomberg, 다올투자증권

저축률이 감소하면 소비가 증가할까?

개인소득 원천은 다양. 세금 및 지출 이후 쓸 수 있는 소득이 얼마나 되는지가 중요

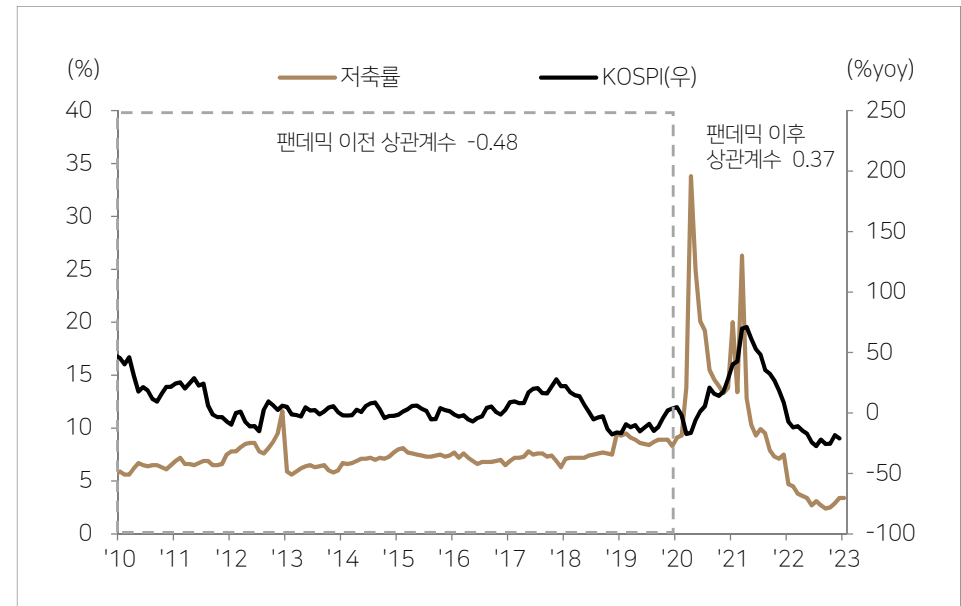
- 저축률은 경제를 예측하기 위해 사용하는 지표는 아니지만, 저축률의 흐름을 파악하는 것은 중요할 수 있음. 저축이 갑자기 증가하거나 하락할 경우 미래의 경제 상황에 대한 가계의 생각이 변화했다는 것을 의미. 저축률 급증은 가계가 소득 및 고용 안정성에 대한 불안이 확대되고 있다는 것을 보여주며, 소비 여력의 감소를 의미하기 때문
- 2010~19년 미국 저축률과 국내 증시의 상관계수는 -0.48로 반대 움직임을 가짐. 이론적으로 생각해보면, 낮아진 저축률은 소비 지출이 높아지는 과정으로 연결될 수 있음
- 대미 수출이 전체의 15~20%를 차지하고 있다는 점은 미국 소비 확대가 국내 증시에 긍정적 요인으로 작용할 수 있다는 판단. 다만, 코로나19 발생 이후 정부 보조금 지급 등으로 저축률이 급등했었고 환율 등 다른 요소들의 증시에 대한 영향력 확대로 더 이상 유의미한 상관관계가 성립하지 않는 모습들이 나타나기도 함

저축률 감소에 따른 소비 확대는 물가 상승 압력을 높이는 경향



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국 소비 확대(=저축률 하락)는 국내 증시에 긍정적 요인



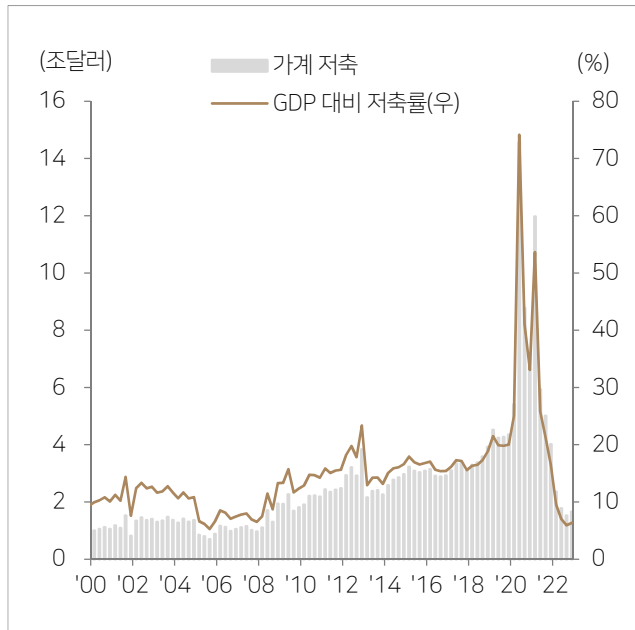
Source: Bloomberg, 다올투자증권

초과저축액을 증가시키는 경기 불확실성

팬데믹 기간 초과저축액 증가. 소득분위마다 다른 초과저축 증가 원인

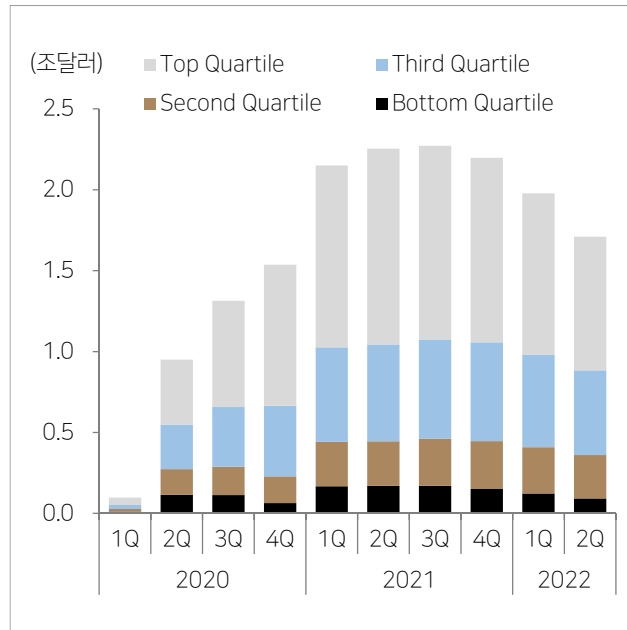
- 2000~2009년 평균 4.6%, 2010~2019년 평균 7.3% 수준을 유지하던 가계 저축률은 2020년 4월 33.8%까지 급증. 코로나19 발생에 따른 경기 불확실성 및 소비활동 제약, 정부의 보조금 지급 등으로 가계 저축액이 급증한 영향
- 저축률 = 가계저축액 / 가처분소득으로 계산되는데, 이 중 가처분소득은 가계 소득에서 비소비지출(세금, 공과금, 이자비용)을 뺀 금액. 소득이 증가하거나, 정부의 재정정책이 뒷받침되거나, 소비 자체가 감소할 경우 저축액이 증가할 수 있음. 연준 발표자료에 따르면 2020년 코로나19라는 특수 상황 속에서 상대적으로 소득 상위 25% 집단의 초과저축액이 크게 증가. 소득이 높을수록 소비지출 감소가 초과저축의 주요 요인이었으나, 소득분위가 낮을수록 정부 보조금의 영향이 크게 작용

가계저축 감소 흐름이 이어지고 있음

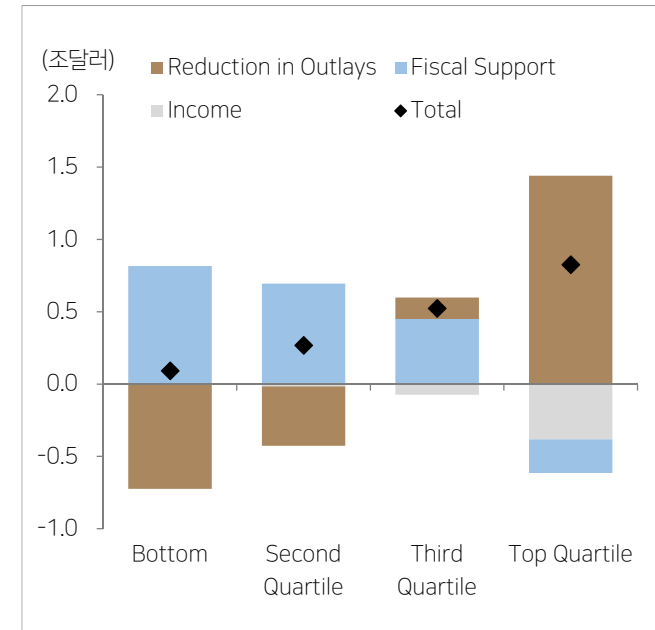


Source: Fed, Bloomberg, 다올투자증권

코로나19 발생 이후 소득분위별 초과저축액



2022년 2분기 소득분위별 초과저축액 증가 요인

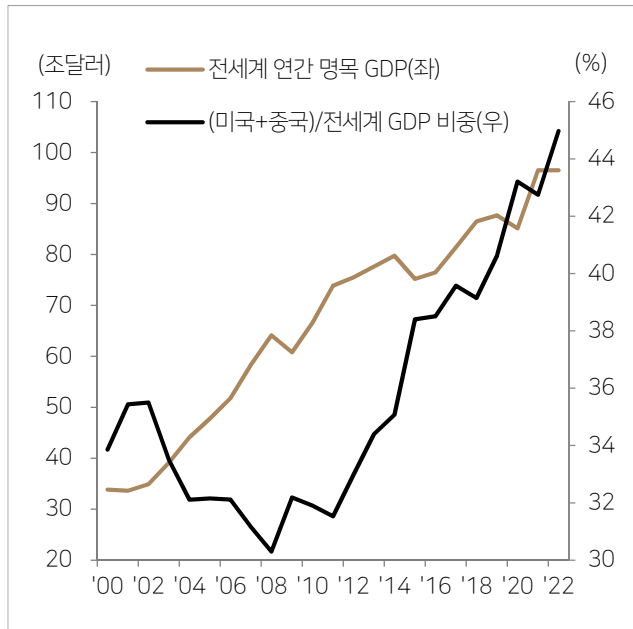


전세계 GDP의 40% 이상을 차지하는 미국과 중국

미국과 중국의 소비가 글로벌 무역수지 방향성을 결정할 수 있음

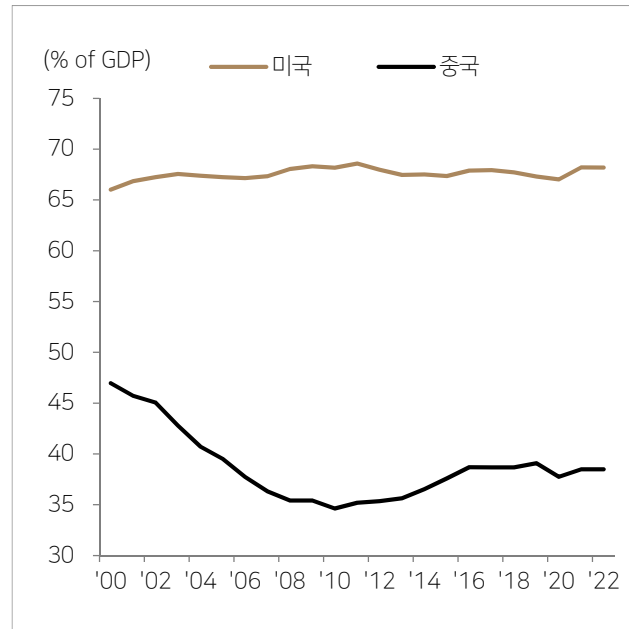
- 미국과 중국의 GDP는 2021년을 기준으로 전세계 GDP의 약 43%를 차지. 즉, 두 국가의 경제 흐름이 글로벌 경기 사이클을 결정할 수 있다는 의미
- 두 국가의 GDP대비 가계 소비지출 비중을 살펴보면 미국은 60%대 후반 수준에서 안정적인 흐름을 지속하고 있는 반면, 중국은 30%대 초반까지 하락한 이후 반등한 모습
- 절대적인 소비액이 큰 두 국가의 소매판매 금액은 글로벌 무역수지와 유사한 흐름을 보임. 다만, 미국이 인건비 절감 및 공급망 차질 해소를 위해 중국 등에 있는 해외 생산기지를 이전하려는 움직임을 보이고 있고, 중국 역시도 자국 생산 및 내수 소비 확대를 위한 노력들이 지속되고 있어 향후에는 글로벌 무역수지 사이클과의 연관성이 낮아질 수 있을 듯

미국과 중국은 글로벌 GDP의 40% 이상을 차지

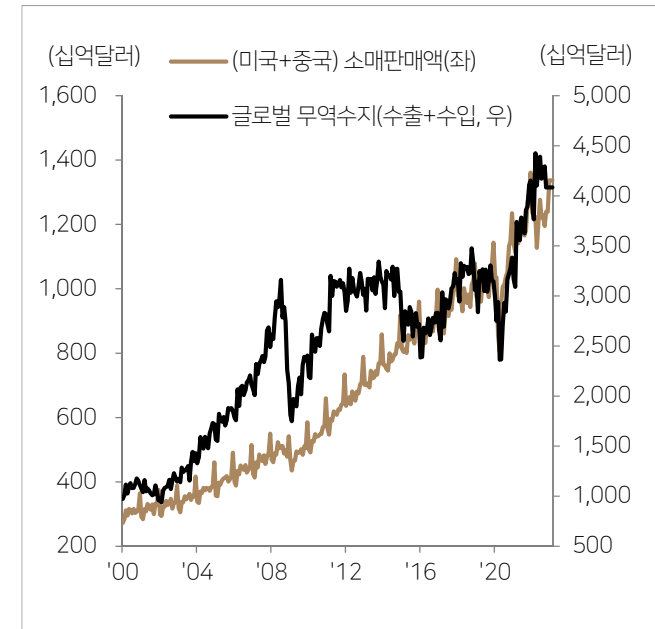


Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국과 중국 GDP 대비 가계 소비지출



글로벌 무역수지 사이클에 영향을 주는 미·중 소비

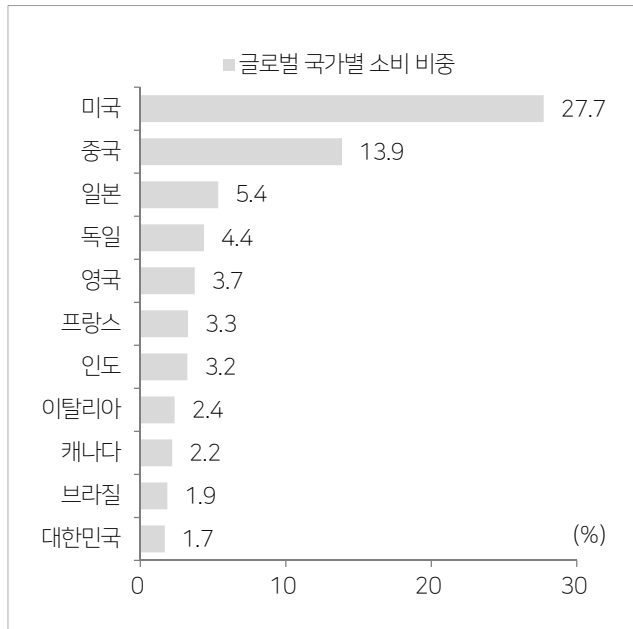


소비에서 투자, 그리고 경기 사이클로 이어지는 흐름

소비 확대는 투자를 활성화시키는 요인

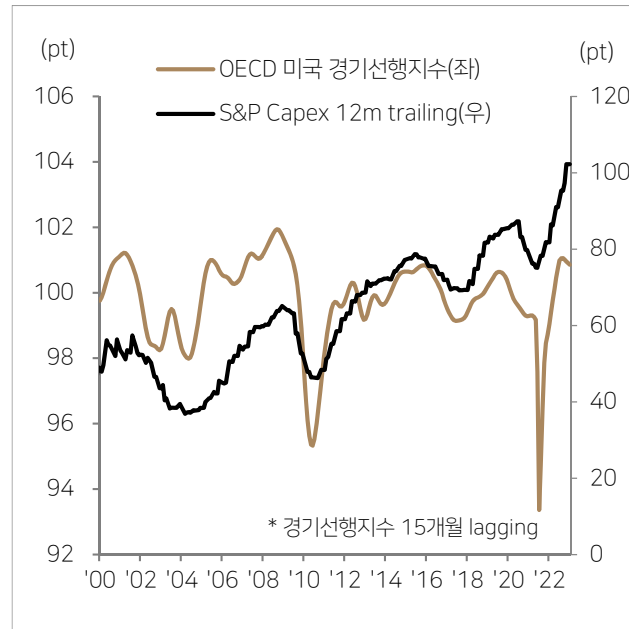
- 앞서 살펴봤듯 미국과 중국은 전세계 GDP의 40%를 차지하는 주요 국가들. 전체 글로벌 소비 비중에서도 약 40% 수준을 차지하고 있음
- 소비 확대는 경제를 활성화시키는 요인이 되기에 경기 사이클과 동행하는 경향이 있는데, 강한 소비 환경이 지속될 경우 기업은 생산 증가를 위해 투자를 확대시킬 가능성이 높음. 결국 소비 증가는 기업 투자 확대 및 경기 개선으로 이어지는 순환적인 흐름의 시작 단계가 될 수 있음
- 미국 뿐만 아니라 중국의 경우에도 유사한 흐름이 나타나고 있으며, 두 국가의 소비와 GDP가 전세계의 40%를 차지하고 있다는 점에서 소비 및 투자 증가 구간에서 전 세계 경기 사이클이 회복될 것이라는 기대를 가져볼 수 있음

미국과 중국은 전세계 소비도 40% 이상을 차지



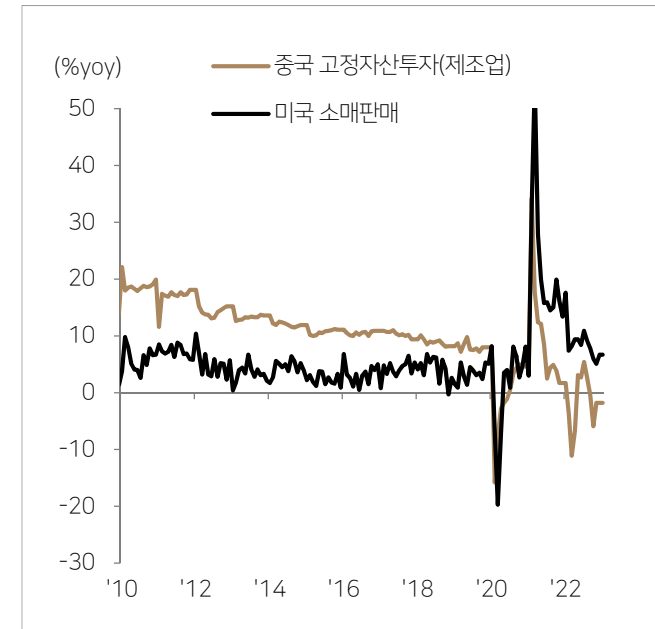
Note: 2021년 데이터 기준
Source: World Bank, 다올투자증권

생산 증가를 위한 투자 확대는 경기 사이클 회복에 영향



Source: Bloomberg, 다올투자증권

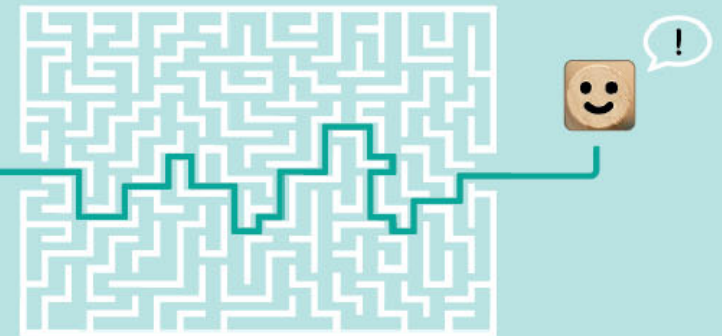
중국 고정자산투자는 미국의 소비 흐름과 유사



Source: Bloomberg, 다올투자증권

IV. 대외무역

- 경기 사이클에 동행하는 수출 사이클
- 국내 수출입 특징
- 수출 사이클에 따른 업종별 수익률



글로벌 국가는 하나의 경제 공동체

하나의 국가에서 모든 재화를 생산하는 것은 불가능. 수출 사이클은 글로벌 경기 국면을 결정

- 대외무역법 상 무역이란 무역의 대상이 되는 물품 등을 수출, 수입 하는 것. 수출은 국제무역에서 특정 국가가 다른 국가에 재화를 판매하는 경제활동을 의미하며, 수입은 다른 국가에서 특정 국가로 물품 등을 구입하는 것을 의미
- 무역지수는 수출입 금액 변동 요인을 물량과 가격 요인으로 나누어서 살펴보기 위한 통계. 상품 수출의 경우 수출 물량 그 자체도 중요하지만, 결국 현재 환율이 어느 정도의 레벨인지에 따라 금액이 결정. 환율은 한 나라의 통화와 다른 나라의 통화 간 교환비율로서 두 나라 통화의 상대적 가치를 나타내는 것으로 대외 무역에 있어 중요한 요소 중 하나
- 국내 경기 사이클은 수출 증감률과 동행하는 경향이 있는데, 경제 구조상 제조업 기반의 수출국으로 성장했기 때문. 즉, 국내 경기는 대외 의존도가 높다는 것을 의미

무역지표의 특징 및 참고사항	
▪ 무역수지: (수출액-수입액)으로 계산. 무역수지는 무역거래를 화폐로 표시한 것으로 상품의 거래 수량과 가격이 모두 포함되는 개념. 무역수지 통계는 통관기준으로 측정	
▪ 원/달러 환율이 하락하는 시기에는 수출 기업의 수입이 감소하며 수출 제품의 가격이 상승해 수출이 감소하는 흐름이 나타남. 반면, 수입품의 가격은 상대적으로 낮아지기 때문에 원자재 및 중간재를 수입하는 국내 기업의 경우 생산 비용 부담이 감소할 수 있음	
▪ 환율은 국가간의 통화 간 교환비율로 영향을 주는 요인이 다양. 국제수지, 국가 간 금리 차, 물가 등 여러 요인이 복합적으로 작용하기 때문에 정확한 변동 요인을 파악하는 것이 쉽지 않음	
▪ 이론적으로는 환율이 수출/입과 같은 대외 무역에 영향을 주는 주요 요인인 것이 사실이나, 최근에는 글로벌 밸류 체인 변화와 복잡한 경제 주체들간의 관계로 인해 절대적인 요소로 작용하는 것은 아님. 대외 무역에 영향을 주는 다양한 요인을 확인할 필요	

Source: 다올투자증권

국내 대외무역 관련 지표 발표 시기 및 특징

	수출입동향	수출입물가	경상수지
발표 기관	산업통상자원부	한국은행	한국은행
발표 시기	익월 1일	익월 2주 후	익월 말
특징	<ul style="list-style-type: none"> • 지역, 품목 수출/입 데이터 공개 • 1~10일, 1~20일 수출 통계 데이터가 공개 	<ul style="list-style-type: none"> • 수출/입 상품의 가격 변동을 측정 • 수출입물가지수의 상호비교를 통한 교역조건 측정에 이용 	<ul style="list-style-type: none"> • 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지, 이전소득수지 • (+)일 경우 소득, 고용이 증가하는 효과

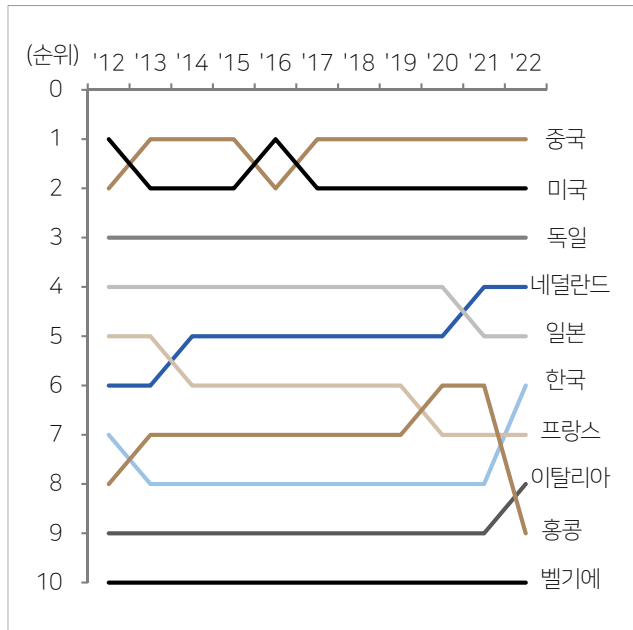
Source: 다올투자증권

국내 경기는 수출 사이클에 동행

국내 경기 펀더멘털을 설명하기에 가장 적합한 수출 사이클

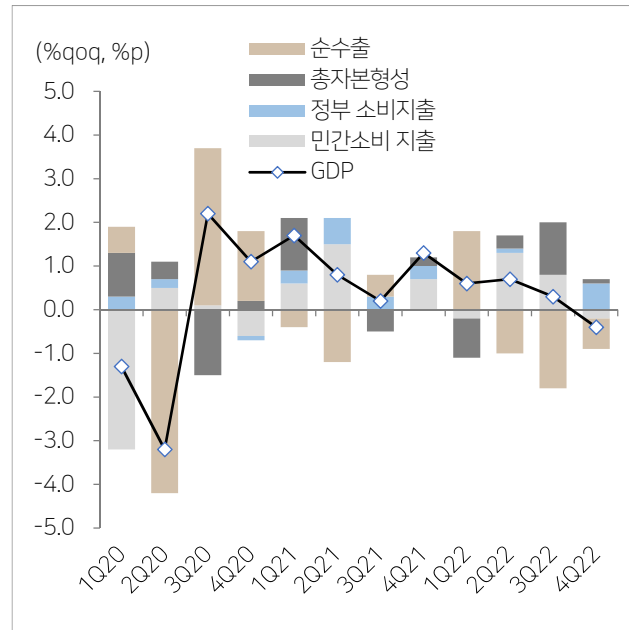
- 국내 수출은 꾸준히 규모가 증가하고 있으며, WTO는 한국의 글로벌 무역 규모 순위가 6위 수준으로 올라설 것으로 전망. 수출 규모가 지속적으로 확장 기조를 지속하고 있다는 점은 긍정적이지만, 대외 의존도가 높은 만큼 향후 경기 전망에 따라서 환경이 급변할 수 있다는 점은 경계 요인
- 국내 경제성장률을 계산하는 데 있어 수출 기여도가 높은 편. 순수출이 플러스 수준을 기록할 때에는 상대적으로 높은 경제성장률이 나타나는 경향이 있으나, 수출이 부진하게 나타날 경우 경제성장률 부진에도 영향을 주는 모습. 즉, 수출 데이터는 국내 경기의 펀더멘털을 확인할 수 있는 주요 지표 중 하나로 국내 증시 이익 전망치와 동행
- 주가(P)가 주당순이익(EPS)*주가수익비율(PER)로 계산된다는 점을 고려할 때, 이익 전망치가 높아질 경우 주가도 상승 흐름을 나타낼 가능성이 높아짐

글로벌 국가 무역 순위 추이



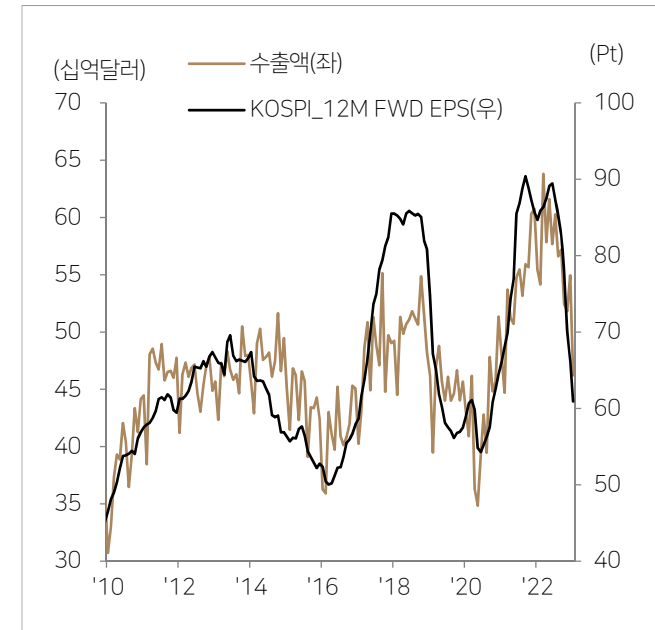
Note: 2022년 데이터는 3분기 데이터까지 반영
Source: WTO, KITA, 다올투자증권

한국 경제성장률 항목별 기여도



Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

수출은 경기 사이클 및 국내 증시 이익과 동행



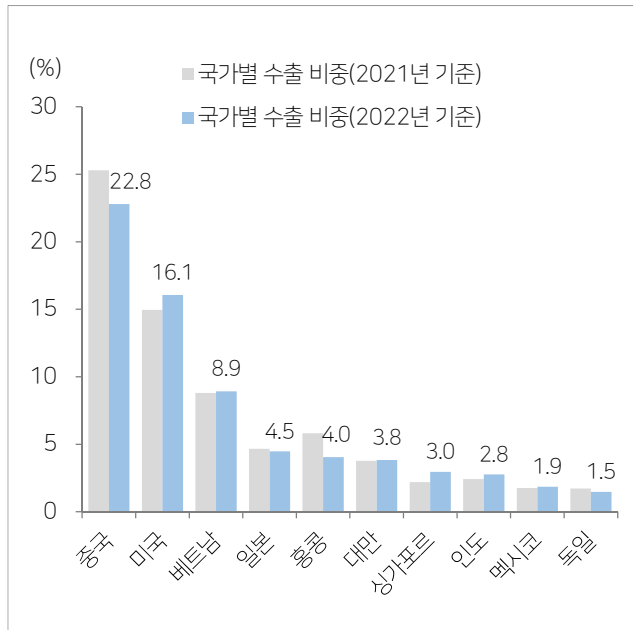
Source: Bloomberg, Thomson Reuter, 다올투자증권

국내 수출 40%를 차지하는 대미·중 수출

절대적으로 높은 수출 비중을 차지하는 미국과 중국 경제 상황을 함께 고려할 필요

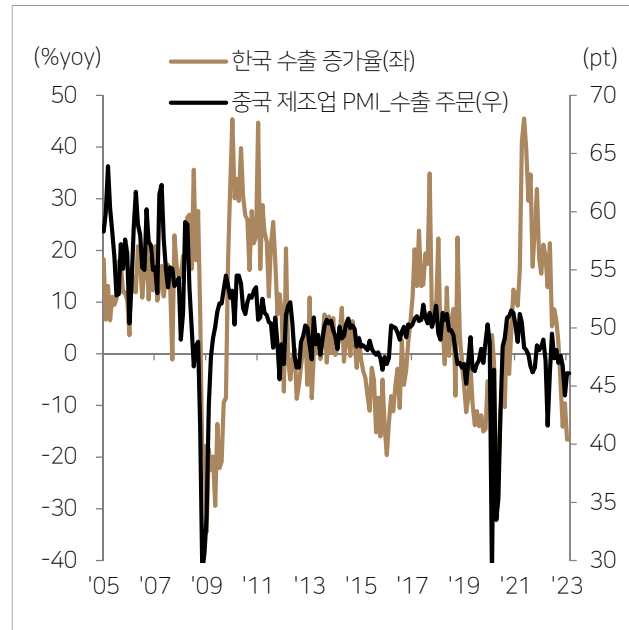
- 무역 의존도는 수출액과 수입액을 합한 금액을 명목 GDP로 나눈 값. 2000년 이후로 감소하는 흐름이 나타났으나 2008년 글로벌 금융위기 이후 80% 중반 수준까지 높아졌음. 코로나19 확산 초기였던 2020년에는 59.8% 수준까지 낮아졌고 이후 다시 글로벌 교역량이 증가함에 따라 2021년 기준 70%까지 높아진 상황
- 국내 전체 수출에서 중국과 미국이 차지하는 비율은 약 40% 수준으로 최대 교역국. 중국은 한국과 지리적으로 가까운 국가라는 이점이 존재하며, 최대 수출국이자 최대 수입국이라는 특징을 가지고 있음. 중국향 수출의 약 50%를 반도체가 차지하고 있어 중국 수출 데이터가 중요
- ISM 제조업 지수는 매월 가장 먼저 공개되며 증시에 미치는 영향이 큼. 매월 1일 발표되는 한국 수출 데이터와 관련이 높으며 이 지표들을 통해 경제상황을 예측해 볼 수 있음

중국과 미국이 국내 수출의 40% 비중을 차지



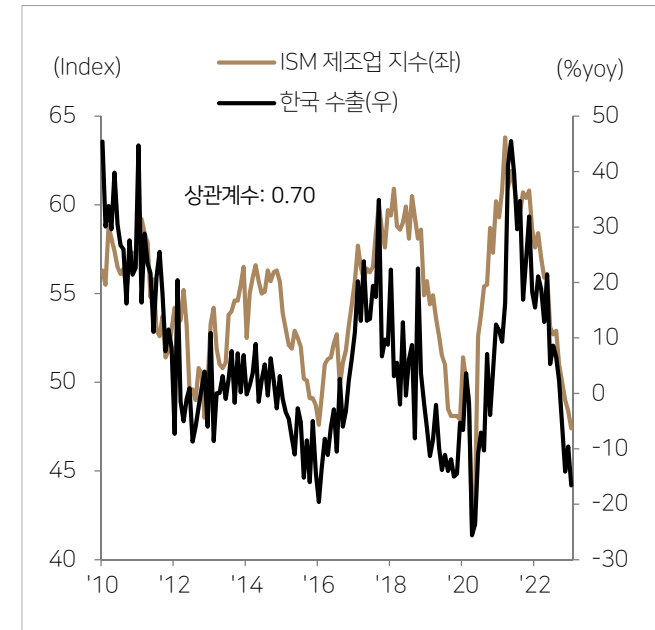
Source: IMF, KITA, Bloomberg, 다올투자증권

중국 수출 주문에 따라 수출 증가율이 변화



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국 제조업 지수와 수출 증가율은 높은 상관관계를 가짐



Source: Bloomberg, 다올투자증권

국내 주요 수출 품목 비중 변화

산업 변화에 따른 주요 수출 품목 추가 및 비중 변화가 발생

- 매월 1일 발표되는 국내 수출 데이터에는 주요 지역별, 주요 품목별 수출 데이터가 함께 공개. 그 중 주요 15대 수출 품목의 비중을 살펴보면 2011년 이후 계속해서 반도체가 비중을 점차 확대해 온 가운데 현재는 전체 수출의 약 20%를 차지하고 있음. 자본재 관련 품목들의 수출 비중이 절반 이상을 차지하고 있어 제조업 경기의 회복 사이클에서 국내 수출이 증가하는 흐름이 나타날 수 있음
- 산업 사이클과 경제 환경의 변화에 따라 주요 품목들의 수출 비중은 점차 변화하고 있고, 2차전지와 바이오헬스처럼 새롭게 주요 수출 품목에 포함되기도 함. 전통적인 수출 품목 뿐만 아니라, 일부 첨단 산업을 중심으로 수출 품목이 확대되고 있다는 점은 경기 사이클의 변화에도 안정적인 수출액 유지를 가능하게 할 수 있음

2011년 이후 한국 주요 15대 수출 품목 비중 변화

비중(%)	무선통신/부품	선박	철강	석유화학	반도체	자동차	자동차부품	석유제품	2차전지	제약/바이오	컴퓨터	가전	섬유	디스플레이
2011년	4.0	8.4	8.2	7.7	8.9	9.4	4.3	9.6			1.7	2.2	2.9	4.8
2012년	4.2	7.2	6.8	8.4	9.2	8.6	4.5	10.2			1.6	2.3	2.8	5.1
2013년	4.9	6.6	5.8	8.7	10.2	8.7	4.7	9.4			1.4	2.6	2.9	4.6
2014년	5.2	7.0	6.2	8.5	11.0	8.6	4.7	9.0			1.4	2.5	2.8	4.4
2015년	6.2	7.6	5.7	7.2	11.9	8.7	4.8	6.1			1.5	2.3	2.7	5.6
2016년	6.0	6.9	5.8	7.3	12.6	8.2	5.2	5.3			1.7	2.3	2.8	5.1
2017년	3.9	7.4	6.0	7.8	17.1	7.3	4.0	6.1			1.6	1.5	2.4	4.8
2018년	2.8	3.5	5.6	8.3	20.9	6.8	3.8	7.7			1.8	1.2	2.3	4.1
2019년	2.6	3.7	5.7	7.9	17.3	7.9	4.2	7.5	1.4	1.7	1.6	1.3	2.4	3.8
2020년	2.6	3.9	5.2	6.9	19.4	7.3	3.6	4.7	1.5	2.7	2.6	1.4	2.2	3.5
2021년	2.8	3.6	5.6	8.5	19.9	7.2	3.5	5.9	1.3	2.5	2.6	1.3	2.0	3.3
2022년	2.5	2.7	5.6	7.9	18.9	7.9	3.4	9.2	1.5	2.4	2.3	1.2	1.8	3.1

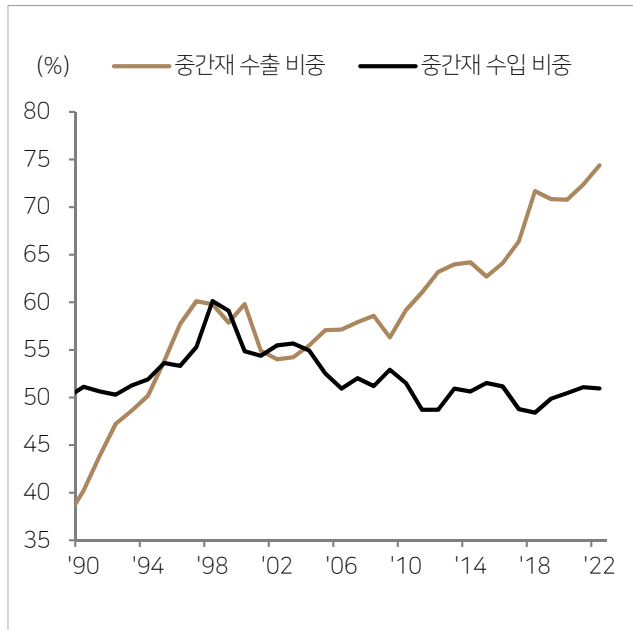
Source: 산업통상자원부, 연합인포맥스, 다올투자증권

재고도 수출 사이클 결정에 중요한 요소

중간재를 수입해서 중간재를 수출하는 무역 구조

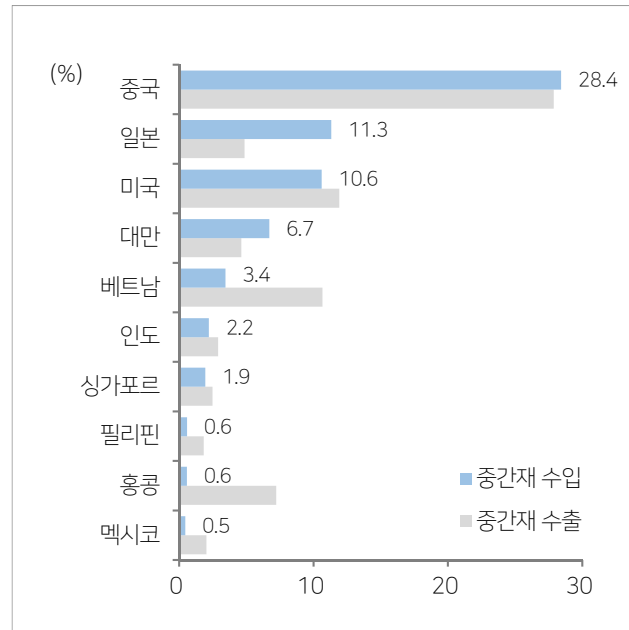
- 국내 수입에서 생산 활동에 필요한 중간재 수입이 차지하는 비중은 2022년 기준 51.0%이며, 이어 1차 상품(24.8%), 자본재(12.2%), 소비재(12.0%) 순. 특히, 중간재 수입은 중국, 일본 등 일부 국가에 크게 의존하는 모습. 중국으로 부터 수입하는 중간재의 비중은 약 30%로 높은 비중을 차지
- 미·중 무역 갈등, 지정학적 리스크, 코로나19 확산에 따른 봉쇄 조치와 같은 외부 요인들로 해외로부터 중간재 수입에 차질이 발생할 경우 국내 생산은 다른 글로벌 국가들에 비해 더 큰 충격을 경험할 수 있음
- 경제 충격을 유발하는 외부 요인을 줄이기 위해서는 대외의존도를 낮춰야 하지만, 원자재가 생산되지 않는다는 특성상 무역 의존도를 낮추기는 어려움

중간재 수출 비중은 75% 수준까지 상승



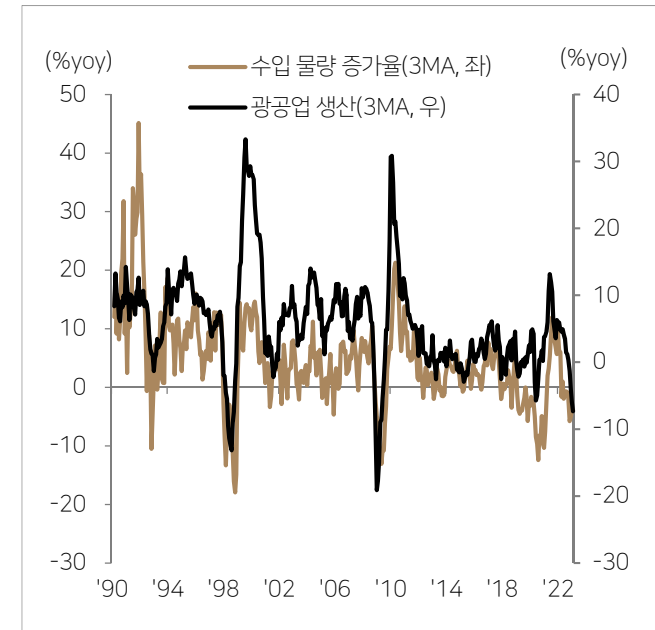
Source: KITA, 다올투자증권

국내 중간재 수출입 국가별 비중



Source: KITA, 다올투자증권

수입이 감소할 때 생산도 함께 감소



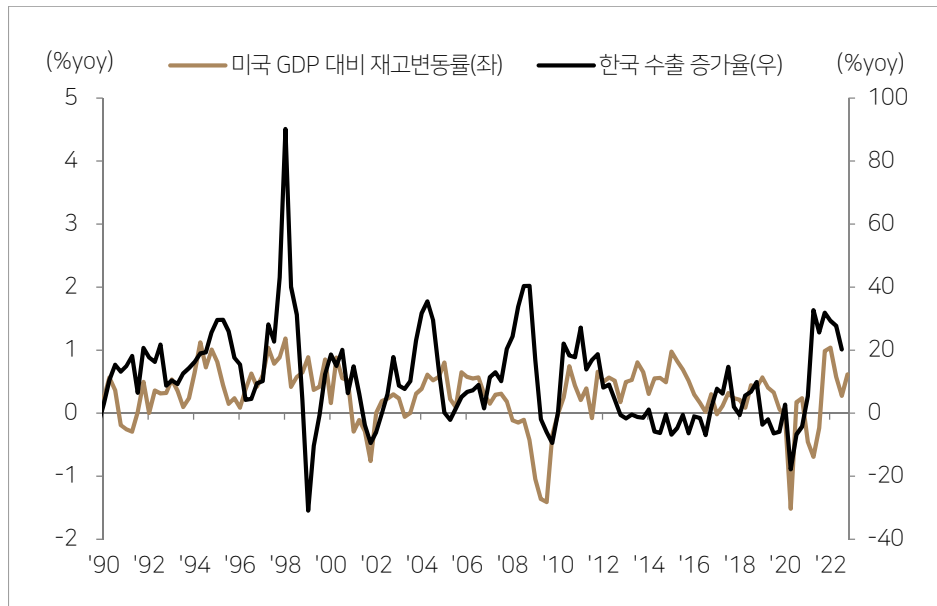
Source: Bloomberg, 다올투자증권

수출이 보여주는 경기 사이클과 현재 경기 국면

무역 의존도가 큰 국내 수출은 미국 재고 사이클을 따라 움직임

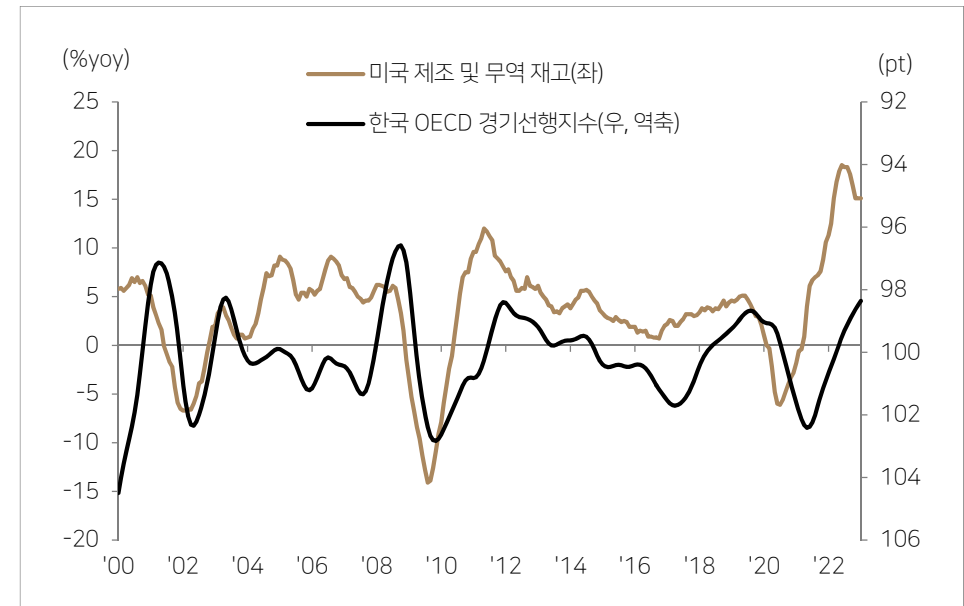
- 국내 수출 중 중국과 미국이 40%를 차지한다는 점은 필연적으로 수출 증감률이 미국과 중국 경제 상황에 영향을 받는다는 점과 같은 의미
- 미국의 상품 재고가 낮아진 국면에서 일정 시차를 두고 국내 수출 증가율이 상승하는 경향이 두드러짐. 재고 수준이 높을 때에는 물건 보관 및 관리 등의 비용이 추가적으로 발생할 것을 염려하여 추가 재고를 쌓을 필요가 없지만, 재고가 낮아진 상황에서는 안정적인 물가 관리를 위해서 추가적으로 재고를 쌓을 필요가 있음
- 국내 수출은 펀더멘털, 즉 경기 사이클을 결정하는 주요 요인 중 하나이기 때문에 한국 경기선행지수와 미국 재고 증가율 역시도 동행하는 흐름. 다만, 추후 미국 IRA 법안 및 리쇼어링 정책 등으로 수출 구조에 변화가 생길 경우 재고 증감률과의 상관관계는 더 강해지거나 더 약해지는 모습들이 나타날 수 있음

미국 재고 감소 이후 한국 수출이 증가하는 경향



Source: FRED, Bloomberg, 다올투자증권

미국 재고 감소 시 수출 증가 기대로 경기선행지수가 상승



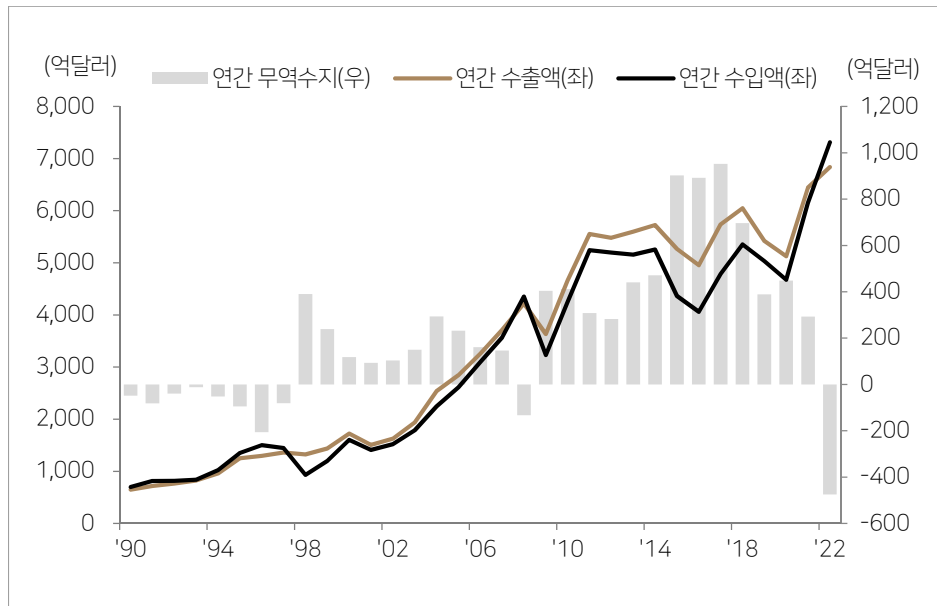
Source: Bloomberg, 다올투자증권

수출과 수입을 함께 고려해야 하는 무역수지

무역수지 = 수출액 - 수입액. 계산식은 간단하지만 여러 요소를 함께 고려해야 하는 종합 지표

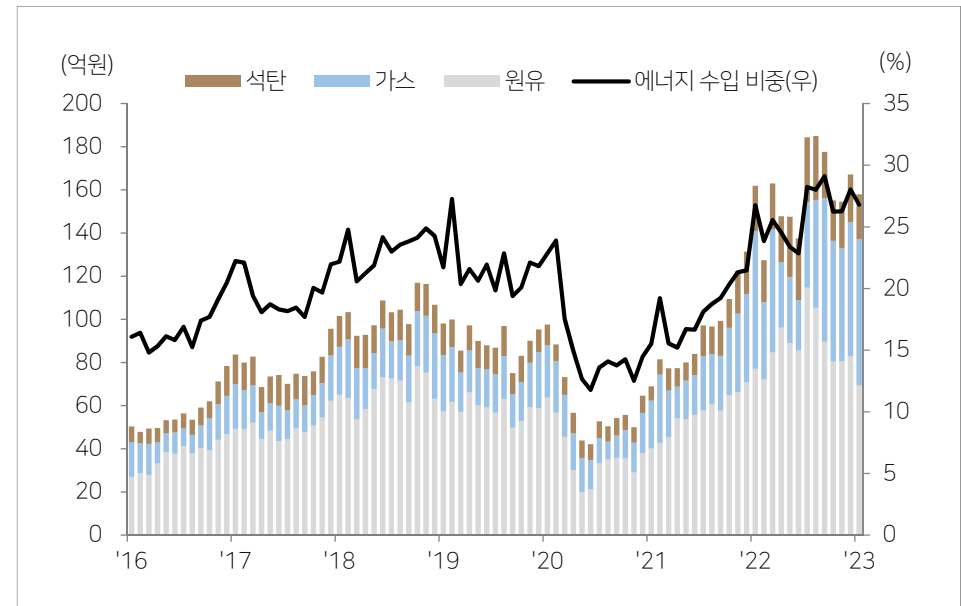
- 국내 무역 규모는 꾸준히 확대되는 흐름이 나타나고 있음. 국내 경기는 수출을 기반으로 성장하고 있다는 점에서 대부분 해에는 수출액이 수입액보다 큰 규모를 기록
- 다만, 1997년 IMF 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기 등 외부적인 위기 요소들이 발생했을 때, 수출 부진이 나타난 영향으로 무역수지가 적자를 기록했었음
- 2022년 무역수지는 -474.7억 달러로 2008년 이후 14년 만에 첫 무역수지 적자이며, 과거 최대 적자를 기록했던 1996년에 -206.2억 달러에 비해 큰 규모. 다만, 1996년에 비해 전체 무역규모 대비 적자 비중은 절반 수준('96년 7.4% → '22년 3.3%). 또한, 수출액은 역대 최고를 기록했으나 에너지 공급 차질에 따른 가격 상승으로 전체 수입액이 증가하며 무역수지 적자에 영향. 경기 펀더멘털을 평가하는데 있어 수출이 중요한 비중을 차지하지만 수입도 함께 고려해야 하는 이유

2022년 무역수지 적자는 1996년 이후 최대치를 기록



Source: 산업통상자원부, 연합인포맥스, 다올투자증권

전체 수입 중 에너지가 차지하는 비중이 높음



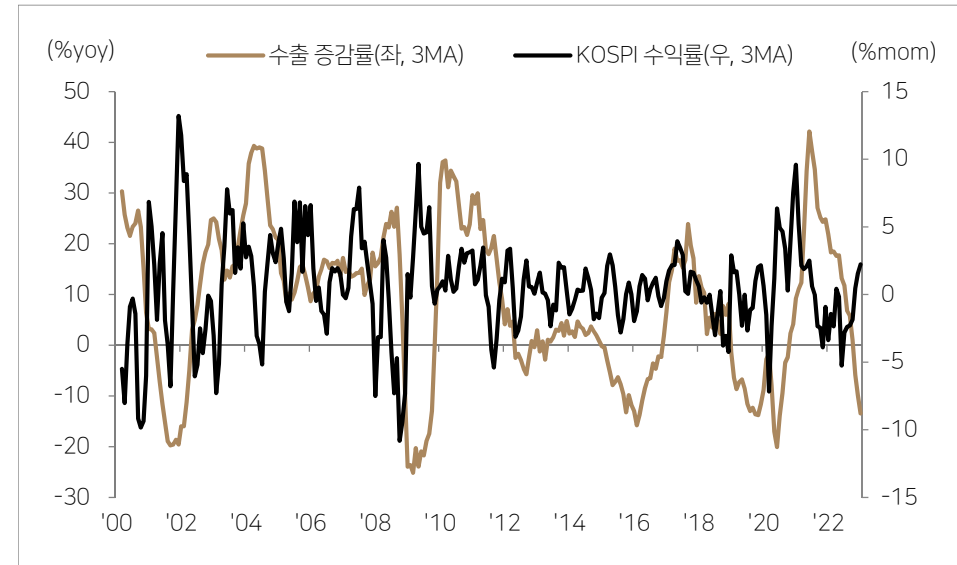
Source: 산업통상자원부, 연합인포맥스, 다올투자증권

수출 사이클을 통해 보는 업종별 수익률

수출의 영향을 받는 증시 방향성

- 앞서 살펴봤듯이 수출 증감률과 KOSPI 이익 전망치는 높은 연관성을 보임. 각 국면별 수익률을 살펴보고자 수출증가율이 상승했던 기간과 하락했던 기간을 나누어 살펴보고자 함
- 수출 증감률이 최저점에서 반등해 최고점을 기록했던 시기를 수출 증가율 상승구간, 최고점에서 첫 번째 최저점에 도달할 때 까지의 기간을 수출 증가율 감소구간으로 정의. 업종별 월 평균 수익률의 코스피 대비 상승폭을 계산
- 수출 증가율 상승 구간에 상대적으로 수출 비중이 높고 경기 흐름을 반영하는 반도체, 디스플레이, 소프트웨어 업종이 코스피 대비 높은 수익률을 기록
- 수출 증가율 감소 구간에서는 전반적으로 낮은 수익률이 나타나는 가운데 경기 변동에 덜 민감한 건강관리, 상사/자본재, 필수소비재 등이 양호한 수익률 기록

수출과 국내 증시 사이에는 높은 상관관계가 성립



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2000년 이후 수출 증가율 상승 및 하락 국면에 따른 업종별 코스피 대비 월 평균 수익률

	코스피	IT가전	반도체	디스플레이	IT하드웨어	자동차	화학	철강	운송	소프트웨어	은행	비철/목재	보험	소매(유통)
수출 증가율 상승구간	1.86	2.46	1.85	1.60	1.49	1.28	1.09	0.84	0.73	0.64	0.53	0.07	0.05	-0.20
수출 증가율 감소구간	0.02	0.20	0.54	-0.97	0.09	0.39	0.41	-0.29	-0.32	0.61	-0.33	0.51	0.17	0.19
	코스피	기계	상사/자본재	증권	미디어/엔터	에너지	조선	호텔/레저	건설/건자재	통신서비스	화장품/의류	건강관리	필수소비재	유틸리티
수출 증가율 상승구간	1.86	-0.27	-0.51	-0.56	-0.58	-0.70	-0.71	-0.85	-0.88	-1.11	-1.24	-1.29	-1.38	-1.59
수출 증가율 감소구간	0.02	0.25	0.79	0.47	0.31	0.12	0.10	0.66	0.22	-0.46	0.56	2.03	0.57	0.15

Note: 업종별 수익률은 월 평균 수익률에서 코스피 수익률을 차감한 값

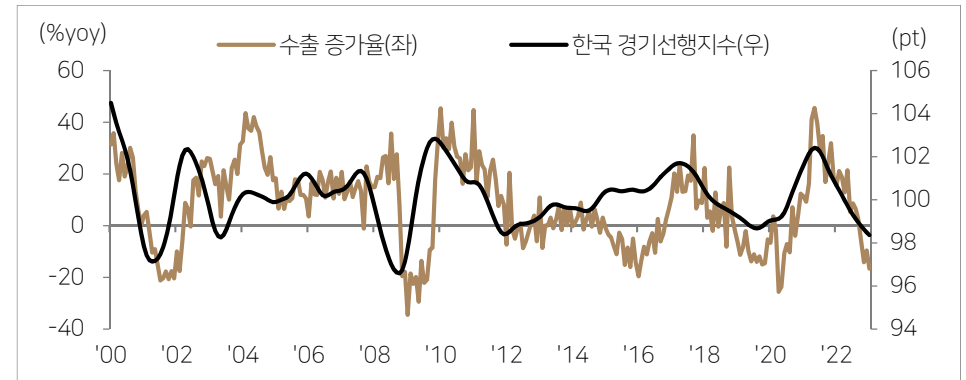
Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

경기 사이클을 통해 보는 업종별 수익률

수출이 바닥 구간일 때 업종 수익률 상승 흐름이 시작

- 앞서 살펴본 데이터들을 종합해보면, 결국 수출은 국내 펀더멘털을 가장 잘 설명하는 지표 중 하나이자 경기 사이클과 유사한 흐름을 가짐
- 경기선행지수가 수출 사이클에 비해 약 5개월 정도 선행하는 흐름이 나타나고 있어 수출 증가율이 바닥 구간에서 움직일 때, 경기에 민감한 업종들부터 수익률 반등이 나타난다는 점을 아래 표를 통해 확인할 수 있음
- 오히려 수출이 고점에 가까워지는 상위 25% 부근에서는 경기 사이클 하락 전환이 확인되며 경기 민감도가 높은 업종들에서 부진한 수익률이 나타나는 모습

경기선행지수는 수출 증가율에 선행하면서 유사한 흐름을 가짐



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2000년 이후 수출 증가율 폭에 따른 업종별 코스피 대비 월 평균 수익률

수출 증가율	코스피	IT가전	소프트웨어	화학	자동차	IT하드웨어	반도체	디스플레이	건강관리	보험	소매(유통)	은행	비철/목재	미디어/엔터
하위 25%	1.53	1.84	1.47	1.35	1.29	1.03	0.95	0.79	0.69	0.60	0.48	0.42	0.38	0.35
하위 50%	0.40	0.35	0.47	-0.01	-0.88	-0.26	0.98	0.17	0.38	0.07	0.28	-0.75	0.12	-0.74
상위 50%	1.31	0.17	0.55	1.31	0.53	-0.50	0.30	-2.22	0.26	0.74	-0.86	0.39	0.39	-0.79
상위 25%	-1.09	0.14	1.32	-0.30	1.41	-0.49	0.36	1.09	1.14	0.05	0.88	-0.28	0.32	-0.05
수출 증가율	코스피	화장품/의류	에너지	운송	상사/자본재	기계	증권	철강	호텔/레저	필수소비재	건설/건자재	조선	유틸리티	통신서비스
하위 25%	1.53	0.17	0.00	-0.20	-0.29	-0.33	-0.47	-0.48	-0.61	-0.66	-0.85	-1.00	-1.49	-2.00
하위 50%	0.40	0.76	-0.23	-0.01	-0.49	-0.00	1.25	0.18	0.40	0.38	0.31	-0.36	0.22	0.27
상위 50%	1.31	-0.04	0.49	0.64	2.41	1.70	1.67	1.28	-0.62	-0.36	1.16	2.25	-0.28	-0.88
상위 25%	-1.09	0.40	1.97	0.40	-1.04	-0.47	-2.21	-0.45	1.30	1.35	-0.52	0.68	0.10	-0.03

Note: 업종별 수익률은 월 평균 수익률에서 코스피 수익률을 차감한 값

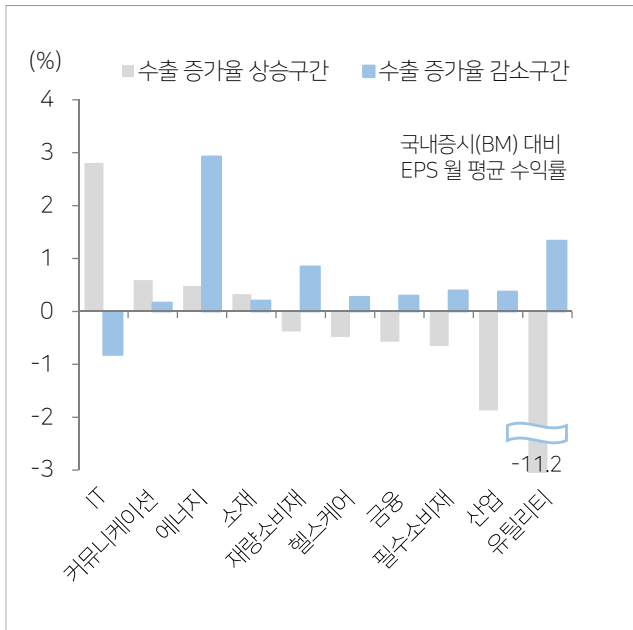
Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

수출은 결국 기업 이익으로 직결

수출이 전년대비 감소하는 흐름이 나타날 때, 상대적으로 민감도가 낮은 소비재 업종 이익이 상대적 우위

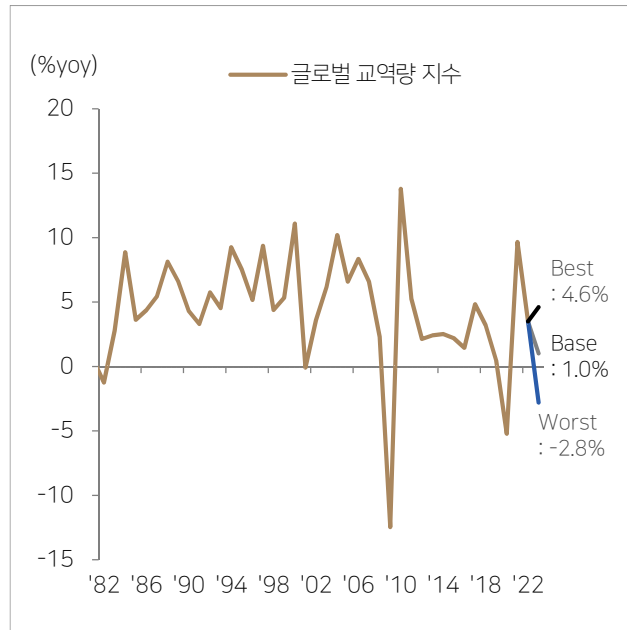
- 수출이 국내 경기 사이클을 결정한다는 점에서 결국 국내 기업들의 이익과도 연결되는 흐름이 나타날 것이라고 예상해 볼 수 있음. 수출증가율이 플러스를 기록했던 구간과 마이너스를 기록했던 구간 중 이러한 환경이 12개월 이상 지속된 기간의 업종별 주당순이익 변화율을 평균 낸 값을 비교
- 수출증가율 플러스인 환경이 지속되는 구간에서는 대부분의 업종에서 이익 증가가 나타남. 수출이 경기 사이클과 동행한다는 점도 재확인 해볼 수 있음. 다만, 수출 증가율이 마이너스인 구간에서는 상대적으로 수출에 대한 민감도가 낮고, 경기 사이클에 영향을 덜 받는 업종을 중심으로 이익이 플러스를 보임
- 2023년은 글로벌 교역량이 전년과 유사한 수준을 나타내고, 국내 수출은 소폭 감소할 것으로 전망되고 있어 업종별 이익이 부진할 수 있다는 점에 유의해야 할 필요

수출 부진 환경에서 소비 업종 이익이 상대적으로 우위



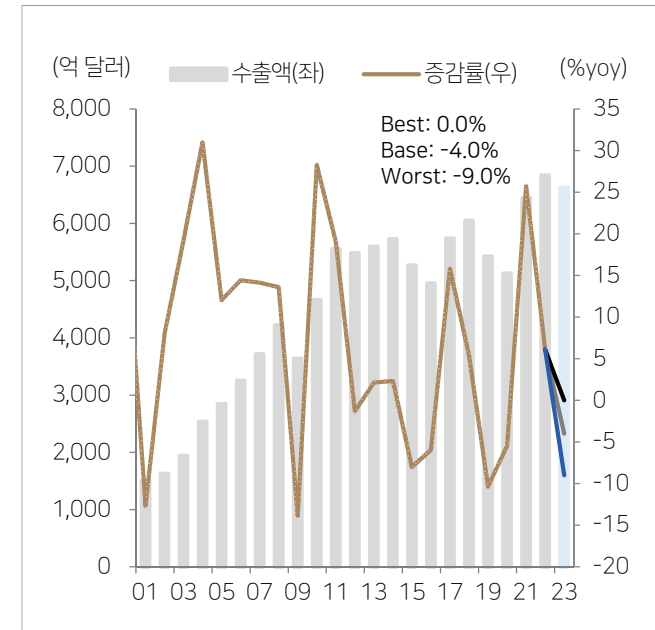
Note: BM대비 업종별 EPS 월간 변화율 평균 값
Source: Thomson Reuter, 다올투자증권

2023년 세계 교역량은 1% 증가 전망



Source: WTO, 다올투자증권

국내 수출은 전년대비 감소 전망이 베이스 시나리오

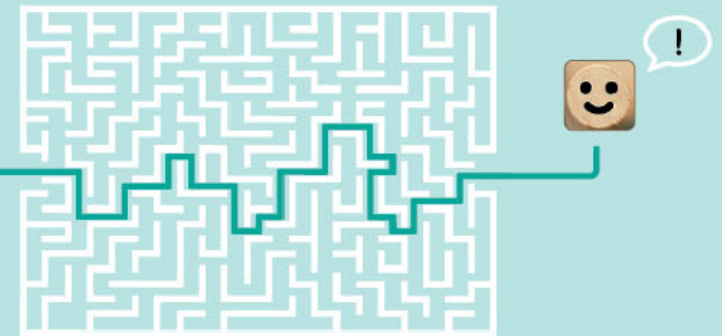


Source: KITA, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

V. Epilogue & Appendix

- 경제지표, 경기 사이클, 정책 방향성
- S&P500 및 KOSPI 역사적 이벤트 정리

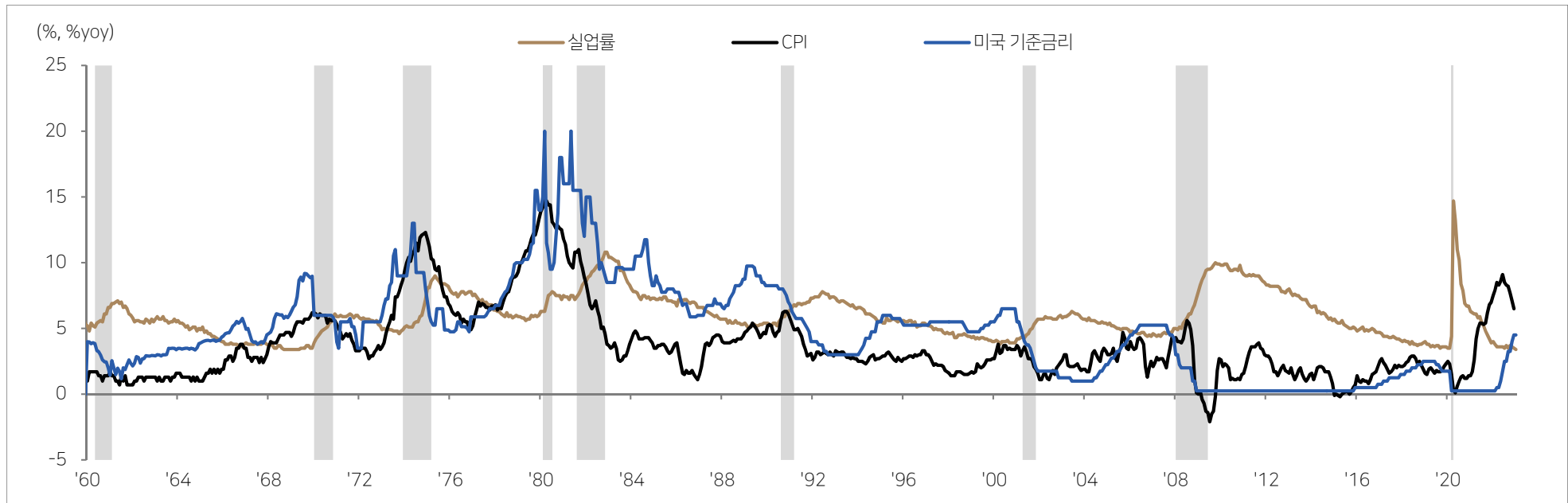


경제지표와 경기 사이클, 정책 방향성은 유기적 움직임을 가짐

물가가 오르면 금리가 따라서 오르고 긴축 환경 속 경기침체 위기는 실업률 상승을 유발

- 통화정책이 물가 요인만을 반영하며 변화하는 것은 아니지만, 대체로 물가 움직임에 금리가 동행하는 경향. 인플레이션이 우려되는 상황이 아니라도 물가가 상승세를 보이고 있는 시기에는 경제가 확장하는 시기로 해석해 볼 수 있기 때문에 유동성 축소를 위해 선제적으로 금리를 인상해도 경제가 충분히 감내할 수 있다는 판단이 가능
- 경기 사이클 방향성을 바꾸고 경기 둔화 및 침체에 대한 우려가 부각되기 시작할 때, 실업률은 상승하고 통화정책은 긴축 기조를 마무리 하고 금리 인하로 전환되는 모습이 나타나기도 함. 경제 지표가 상황에 따라 한 방향으로만 움직이는 것이 아니라 여러 주변 환경들을 고려하여 유기적인 움직임을 가지지만, 일반적으로 물가 상승 → 금리 인상 → 실업률 상승 및 경기 침체 → 금리 인하 순서로 사이클이 형성되는 모습. 경기 국면을 구분하기 위하여 여러 지표를 함께 살펴봐야 하는 이유

물가와 함께 움직이는 통화정책, 경기 사이클에 후행하는 실업률



Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시. 1960~1970년 기준금리는 Federal Funds Effective Rate 사용

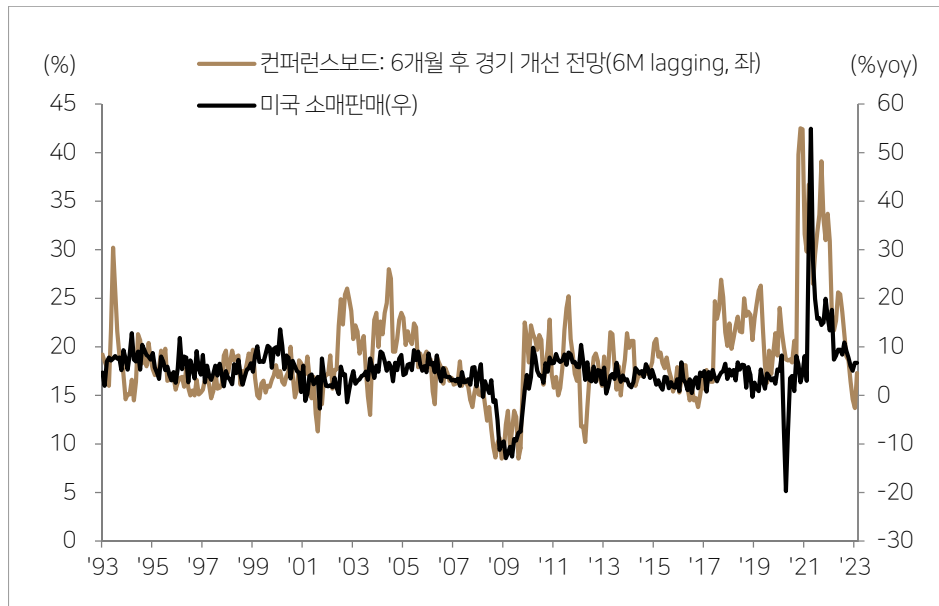
Source: NBER, FRED, Bloomberg, 다올투자증권

글로벌 수요와 공급을 의미하는 소비와 수출

증시와 조금 더 밀접한 관계를 가지는 소비와 수출 데이터

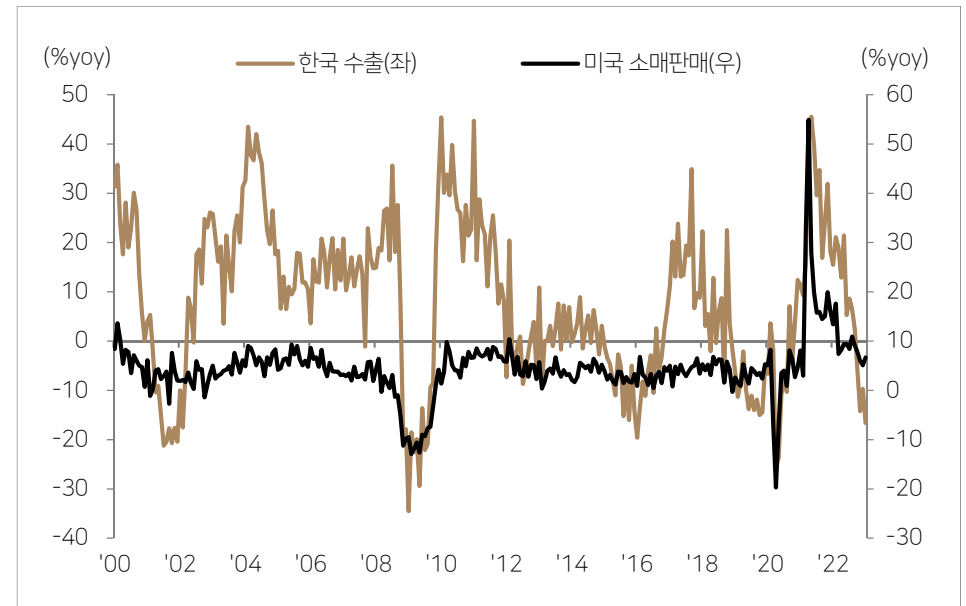
- 물가와 고용지표는 증시에 직접적인 영향을 주는 지표가 아닌 것처럼 보일 수 있으나 전반적인 경제 사이클을 결정하는 지표들. 이러한 경기 사이클은 결국 소비와 같이 좀 더 미시적이지만 글로벌 수요를 나타내는 데이터와, 공급과 연결 지어 생각해 볼 수 있는 수출 데이터의 변화를 반영할 것. 경기 개선에 대한 기대가 결국 소비 확대로 연결되고, 수요의 증가는 공급 확대로 이어질 수 있어 중간재를 수출하는 국내 경기를 결정짓는 중요한 요소로 작용할 수 있음
- 글로벌 경제지표들이 발표될 때 그 지표 자체의 의미를 해석하는 것도 중요하지만 결국 국내 증시의 방향성을 결정하는 데 있어 경기 사이클 및 세부 지표들이 어떻게 영향을 미치는지 생각해 보고 해석할 필요가 있어 보임. 글로벌 경기는 유기적으로 움직이고 있으며, 각 국가들의 경제 상황을 반영하기 때문에 각각의 영향력을 이해하고 지표들의 상호 연관성을 이해하는 과정이 필요하다는 판단

경기 개선에 대한 기대 심리가 소비로 연결



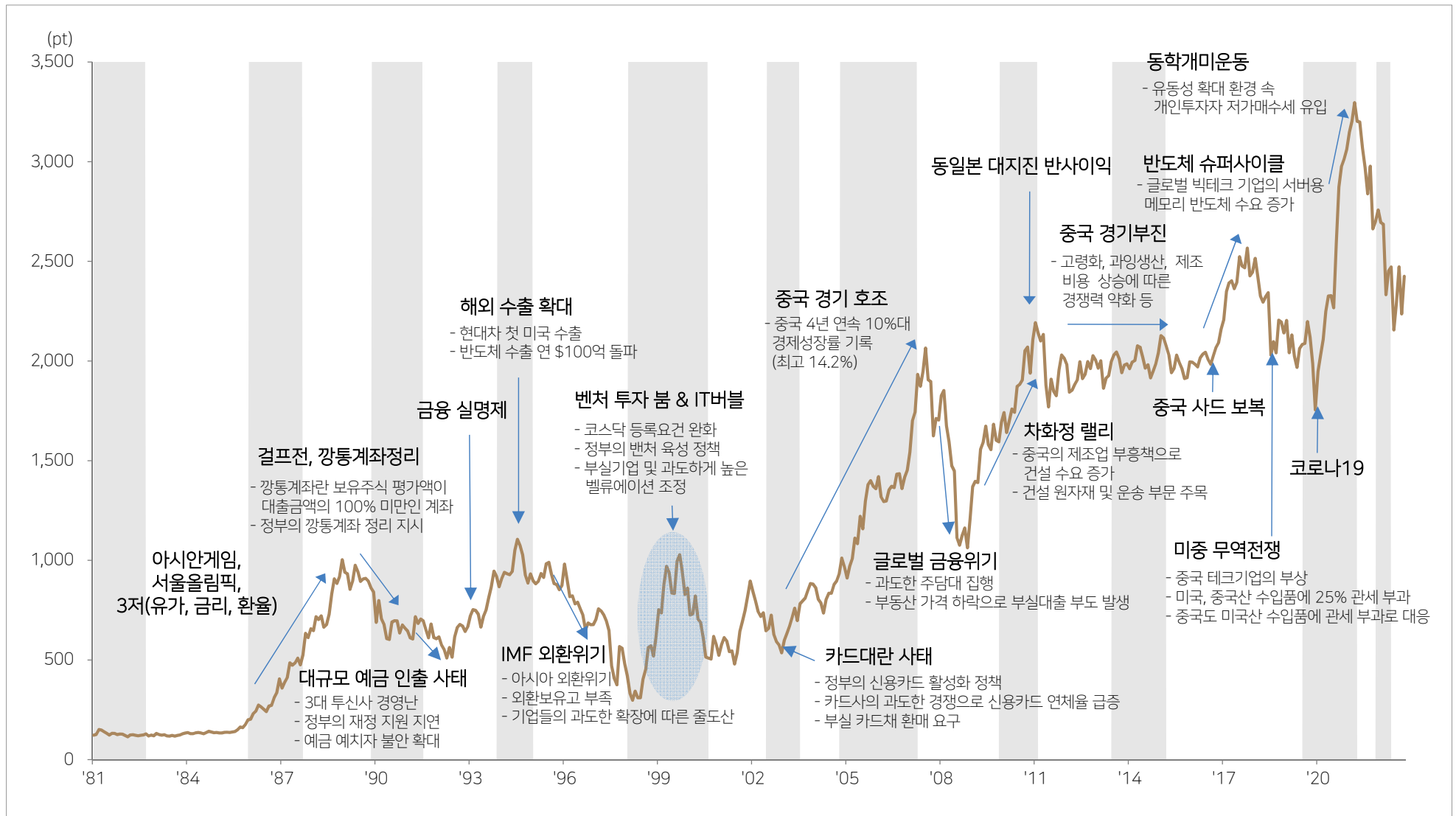
Source: Bloomberg, 다올투자증권

대외 의존도가 높은 국내 수출은 미국 소비에 영향을 받음



Source: Bloomberg, 다올투자증권

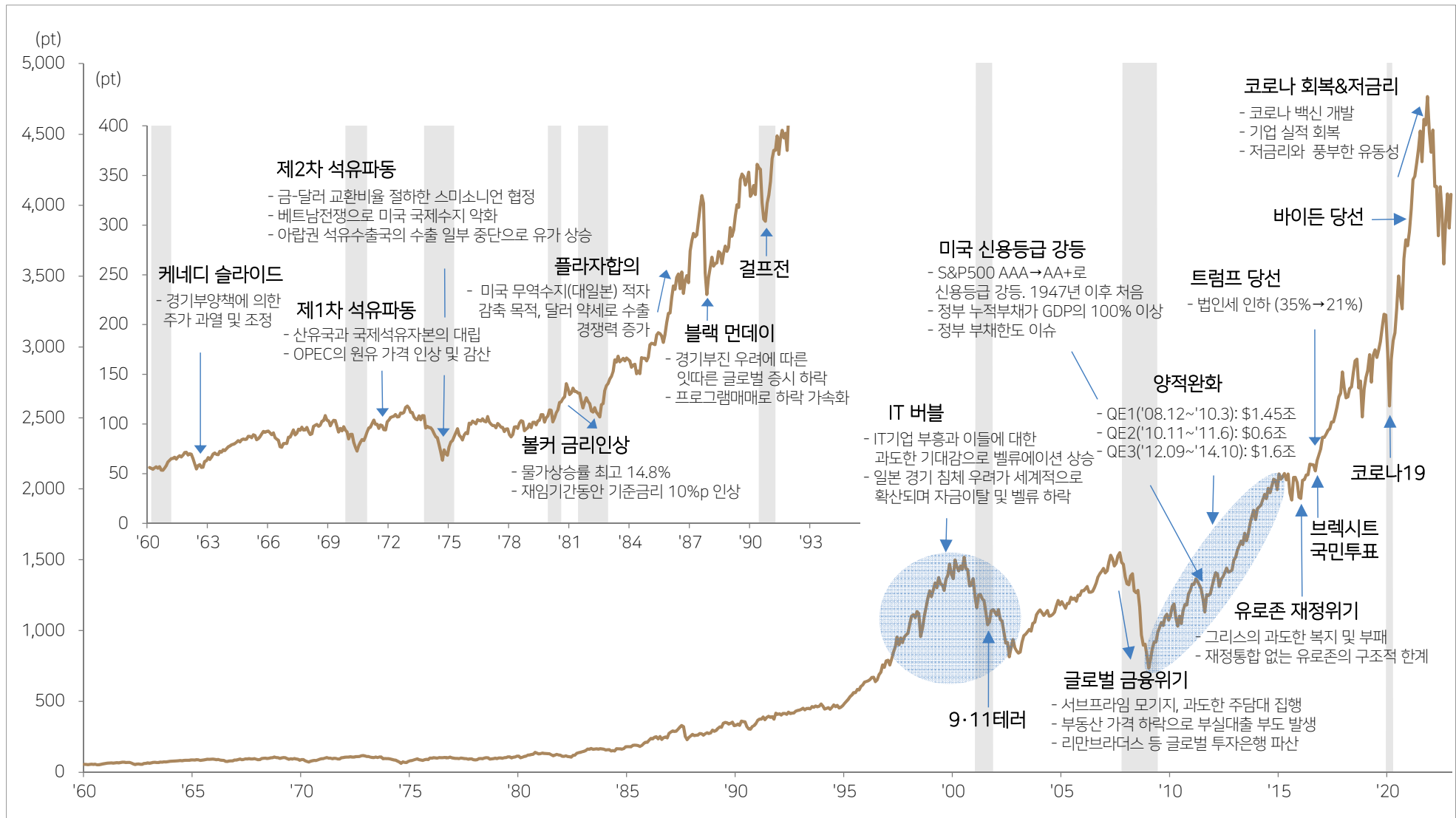
Appendix: KOSPI 주가 흐름 및 이벤트



Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시

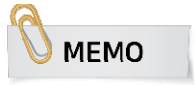
Source: 다올투자증권

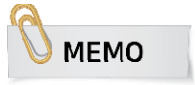
Appendix: S&P500 주가 흐름 및 이벤트

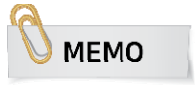


Note: 회색 음영은 경기침체 구간을 표시

Source: 다올투자증권







Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

Tech
김양재
yj.kim@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

화장품 · 의류 · 유통
배송이
songi0703@daolfn.com

인터넷 · 미디어
김진우
jinwoo.kim@daolfn.com

그린인프라 · 2차전지
전혜영
yhhy95@daolfn.com

의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

게임 · 엔터
김하정
hajkim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
송주연
songjy02@daolfn.com

글로벌자산배분 · ETF
남아란
ahran.nam@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2023.01.09	김양재	Tech : CES2023 참관기: Be in IT!
2023.01.11	김진우	인터넷 : 갈림길에서, 놓치지 말아야 하는 변화
2023.01.25	김하정	게임 : 중국 외 대안이 많지 않기에
2023.02.01	전혜영	2차전지 : 수요와 공급 퍼즐 맞추기
2023.02.13	최광식	조선 : 계획대로 되고 있어
2023.02.14	박영도	건설산업 : PF STATUS QUO

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL **다올투자증권**

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.