

2016년 8월 29일

순환적 인플레이의 귀환

재고조정 완료 가능성에 주목하라!



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀
| Strategist/Economist 홍춘욱
02) 3787-4964
chunukhong@kiwoom.com

- ▶ 2014년 이후 글로벌 인플레이가 크게 퇴조한 이유는 아래의 세 가지 요인에 기인
 - 1) 2008년 대불황 이후의 마이너스 GDP Gap
 - 특히 2010년을 전후해 시작된 주요국 정부의 재정긴축으로 마이너스의 GDP Gap 축소 지연
 - 2) 2014년부터 시작된 국제유가의 하락
 - 디플레 압력을 높였을 뿐만 아니라, 선진국 실질정책금리의 상승을 유발
 - 3) 수출부진/구조조정에 따른 중국 기업의 수출단가 인하
- ▶ 그러나 2016년 상반기를 고비로 이상의 구도에 변화가 나타나고 있음
 - 1) 2014년부터 시작된 미국의 재고조정이 마무리되며 '가동률회복+제품가격인하 중단' 가능성 대두
 - 2) 2015년 이후 구인/구직배율이 1배를 상회하며 미국 실질임금 상승
- ▶ 이상의 요인으로 인해 물가상승률이 연준의 목표 수준(2%)을 곧 상회할 가능성이 높으며, 이는 연준의 금리인상으로 이어질 전망
- ▶ 연준의 금리인상 속도는 완만할 것으로 예상(Base Scenario, 확률 80%)
 - ① 상품시장의 공급과잉 ② 달러강세 영향으로 인플레이 속도가 완만할 것으로 예상되는 데다,
 - 90년대 일본은행이 선불리 금리를 인상했다 장기불황을 자초했던 사례를 참고할 것이기 때문
- ▶ 연준이 9월에 금리를 인상하고 연 100bp 내외의 공격적인 금리인상을 단행하는 등 매파적 스탠스를 취할 가능성도 완전히 배제할 수는 없음(Worst Scenario, 확률 20%)
 - 2000년 유형의 주식 Bubble 위험이 부각되지 않는 한, 실현 가능성은 낮은 것으로 판단됨

Contents

- I. 최근 디스인플레이의 원인은?
- II. 기업 재고조정에 주목하라!
- III. 연준은 왜 금리인상을 갈망할까?
- IV. 인플레이션 제약 요인은 없나?
- V. 연준은 어떻게 대응할까?
- VI. 한국 금융시장은?

Part I

최근 디스인플레이의 원인은?



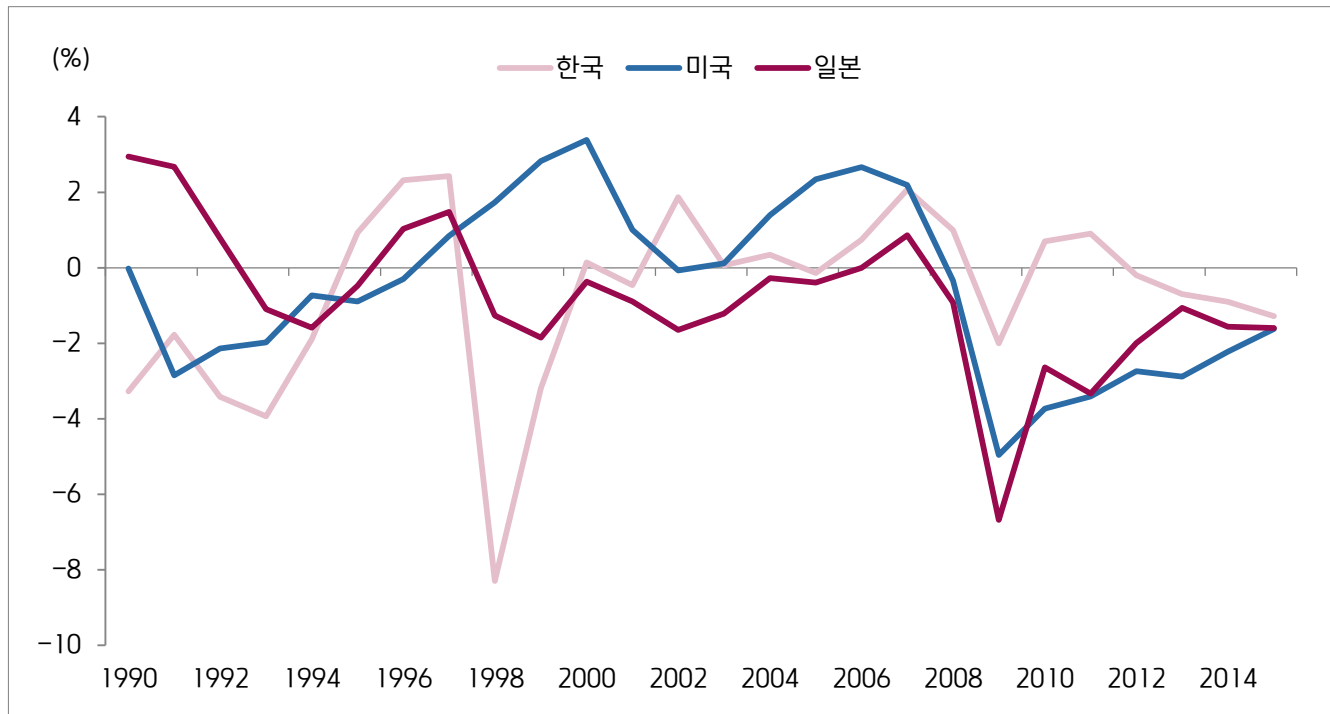
1. 2008년 대불황 이후 주요국 GDP Gap, 마이너스 전환

▶ 대불황 충격으로 주요국 GDP Gap이 마이너스 전환하며, 강력한 디플레 압력 유발

→ $GDP\ Gap = (실제GDP - 잠재GDP) / 잠재GDP \times 100$

→ 잠재GDP는 경제의 현존 생산능력으로 달성 가능한 GDP를 의미함

미국 · 일본 · 한국의 GDP Gap 추이



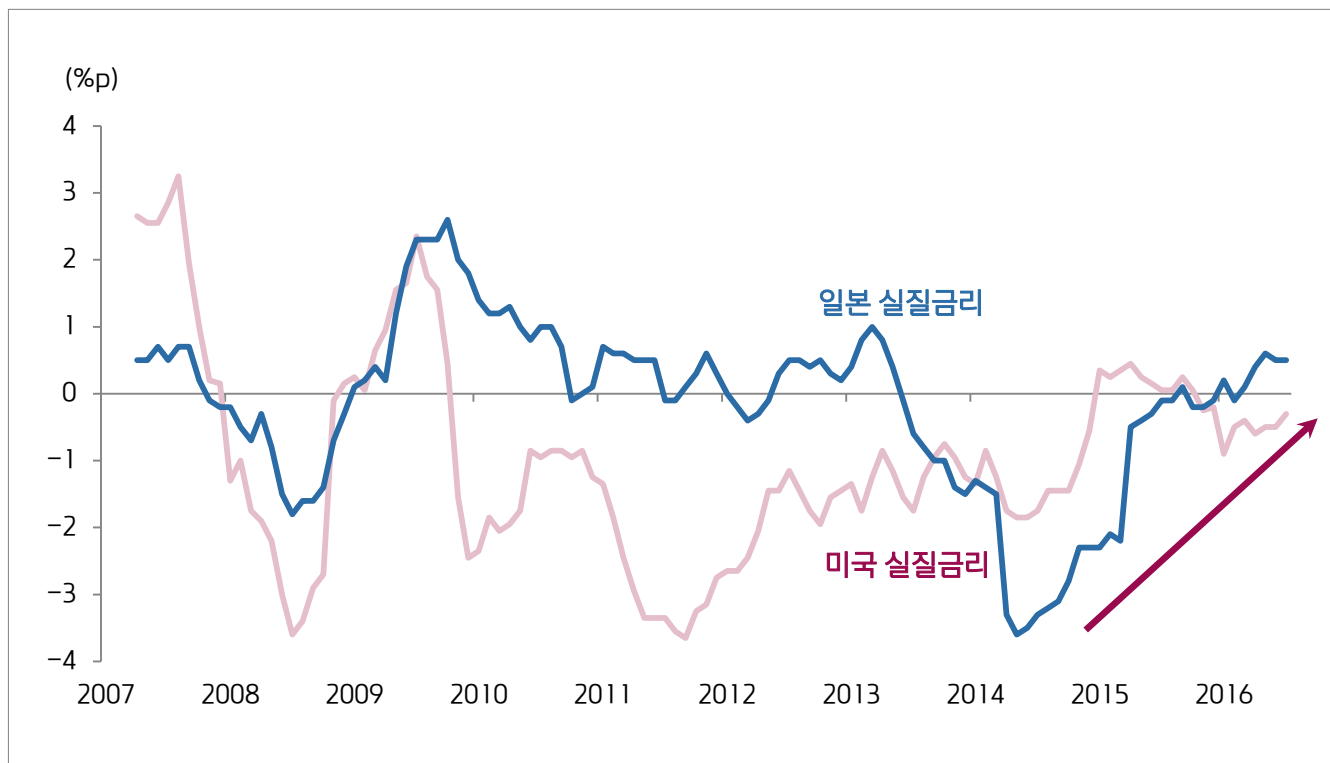
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 유가 급락, 세계경제에 이중고 안겨

경제전망

- ▶ 2014년 하반기의 국제유가 급락으로 디플레 압력이 높아지고 주요국 실질 정책금리 상승하며, 사실상의 “금리인상 효과”가 나타났음

미국·일본의 실질 정책금리 추이



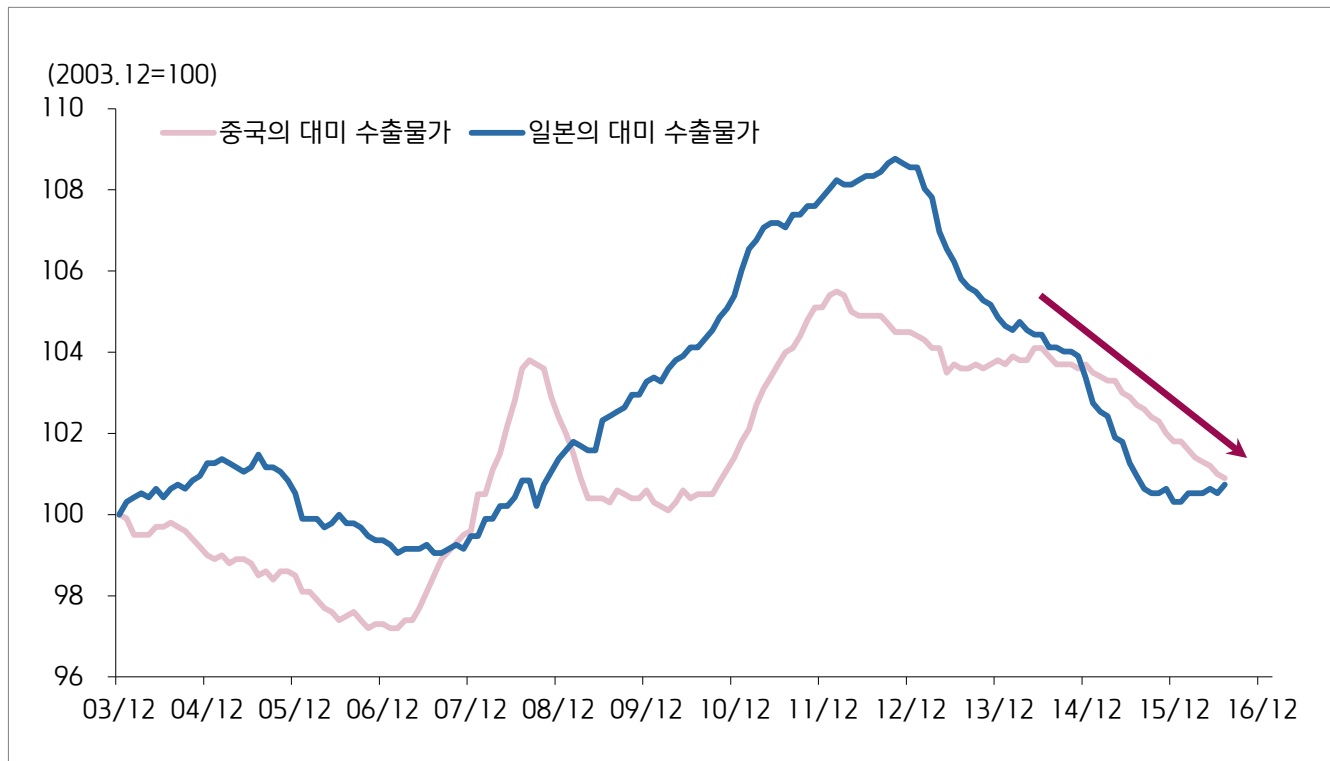
자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 중국의 대미 수출 가격, 하락

경제전망

- ▶ 2014년 이후 중국기업, 수출단가 인하 공세 펼치는 중
 - ① 수출부진에 따른 공급과잉 ② 위안화 평가절하 때문

중국과 일본의 대미 수출물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part II

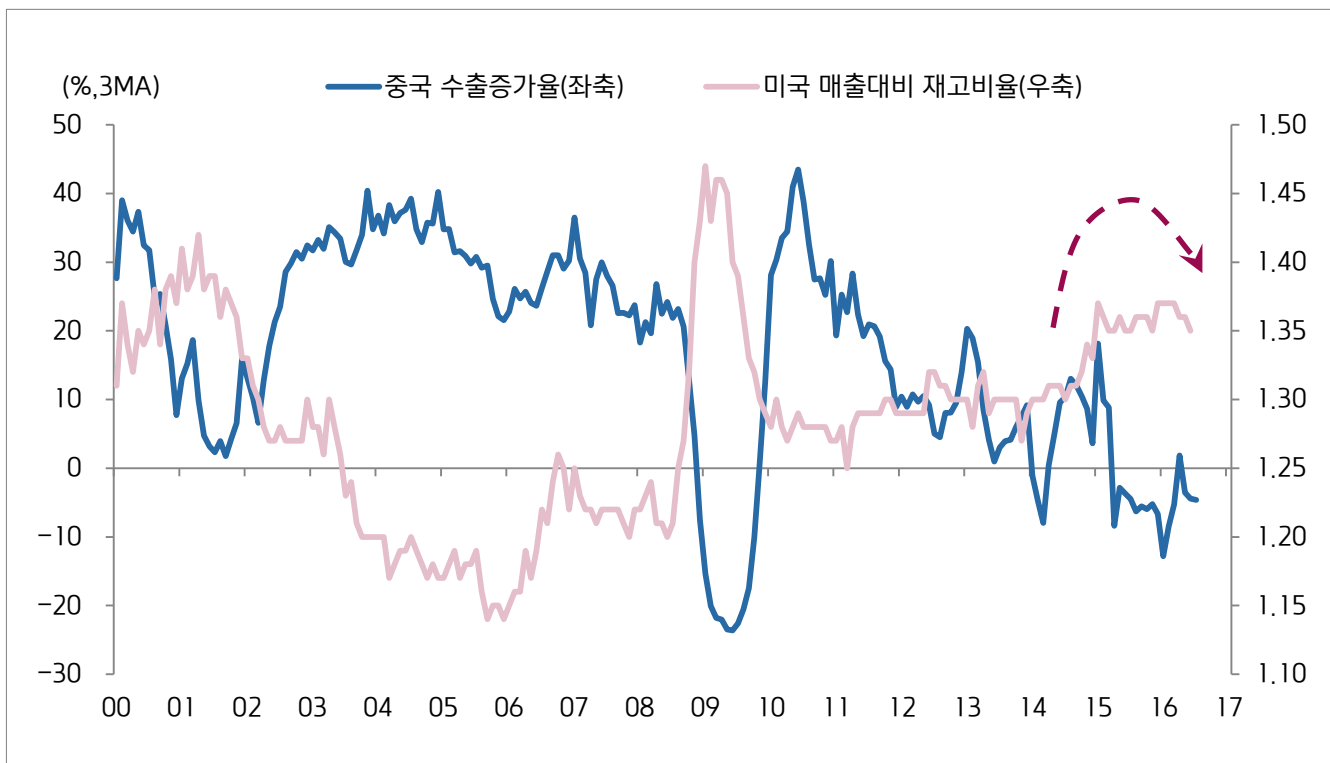
기업 재고조정에 주목하라!



1. 중국발 Deflation, 어디에서 시작되었을까?

- ▶ 물가하락을 유발한 요인 중, 세 번째 문제(중국 수출단가 인하)는 해결의 실마리가 보이고 있음
→ 중국의 수출 부진을 촉발했던, '선진국 재고과잉' 문제가 점차 완화될 징후 나타나

미국 매출대비 재고비율과 중국 수출의 관계



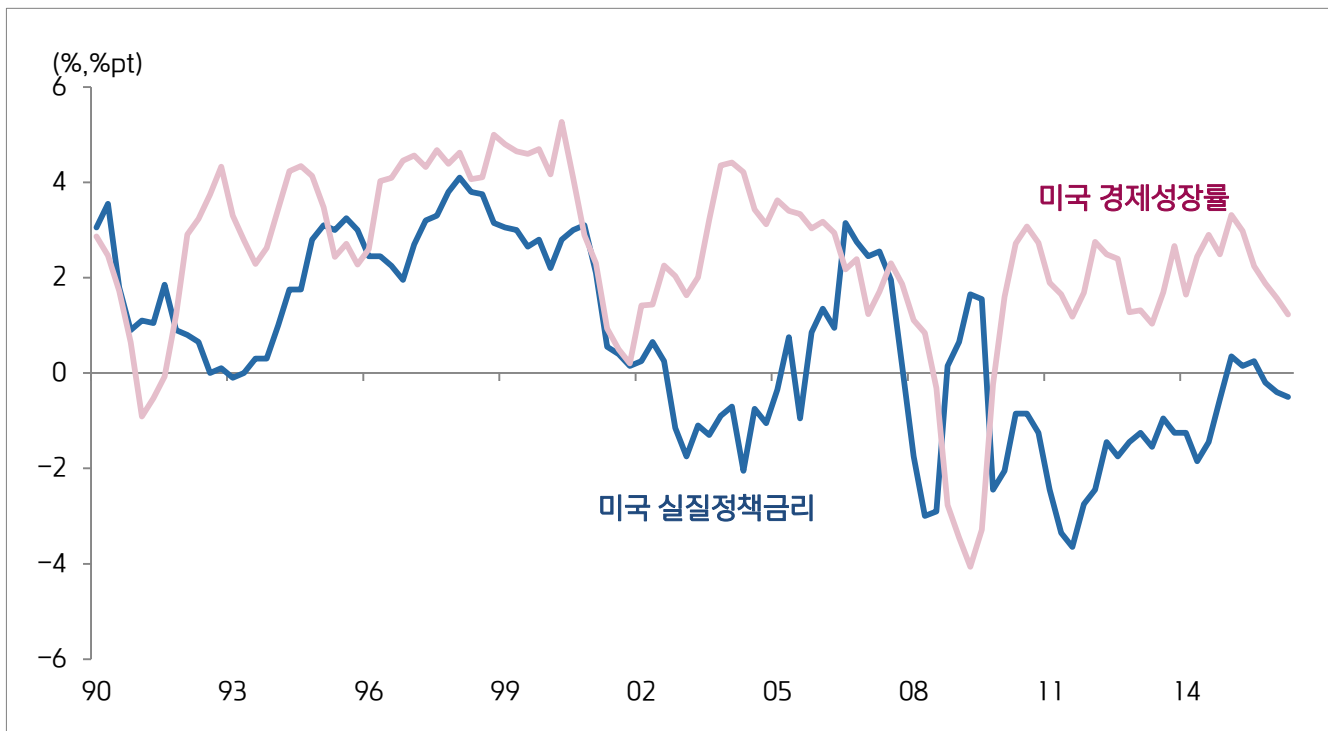
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 미국의 '재고급증' 원인은?

- ▶ 선진국 재고가 2014년 하반기부터 급증한 이유는
'실질정책금리 상승'으로 촉발된 성장 둔화 때문

→ 2000년 정보통신 거품 붕괴 이후, 실질정책금리와 GDP 성장률 간의 역관계 강화

미국의 재고변동과 생산자물가(PPI)

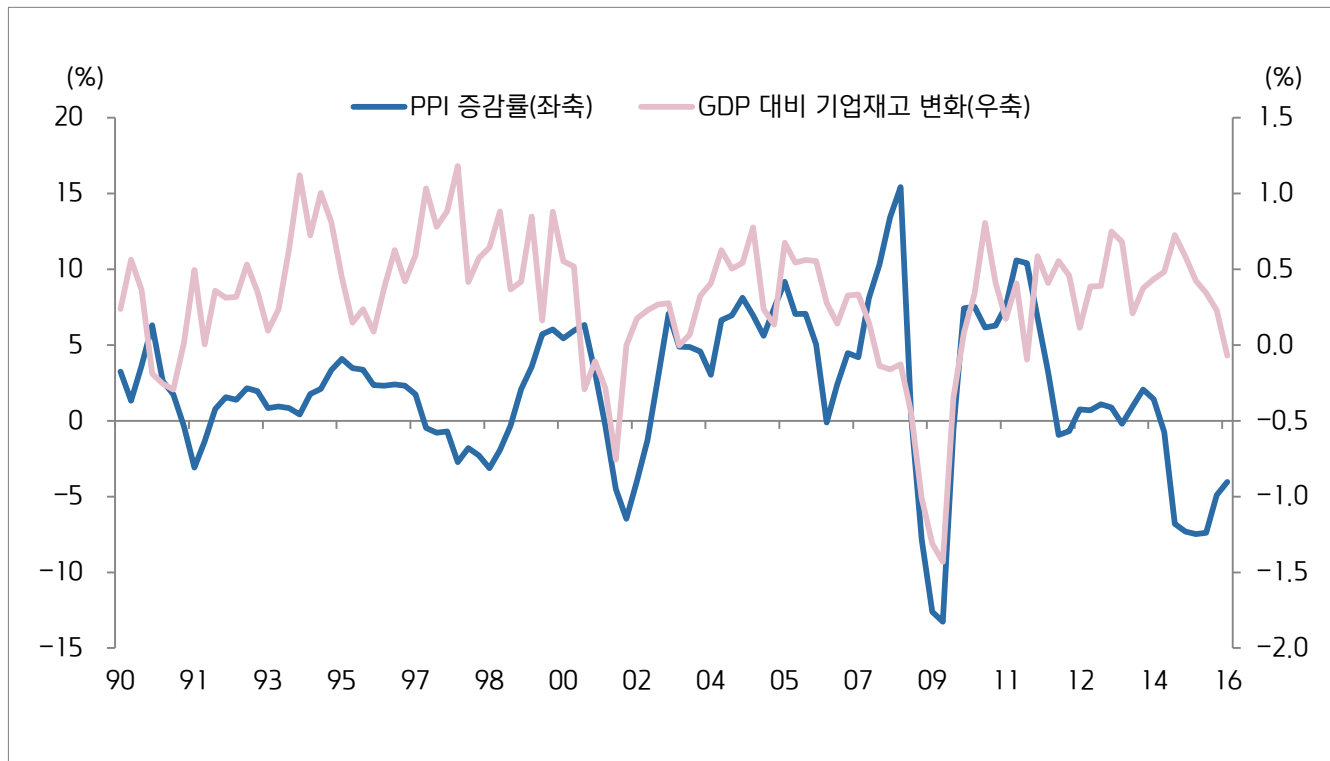


자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 재고감축을 위한 기업들의 가격인하 경쟁으로 이어져..

- ▶ 과다한 재고를 처분하는 방법은 크게 보아 두 가지
→ 제품가격(PPI)을 인하하거나 공장가동률을 떨어뜨리는 것뿐

미국의 재고변동과 생산자물가(PPI)



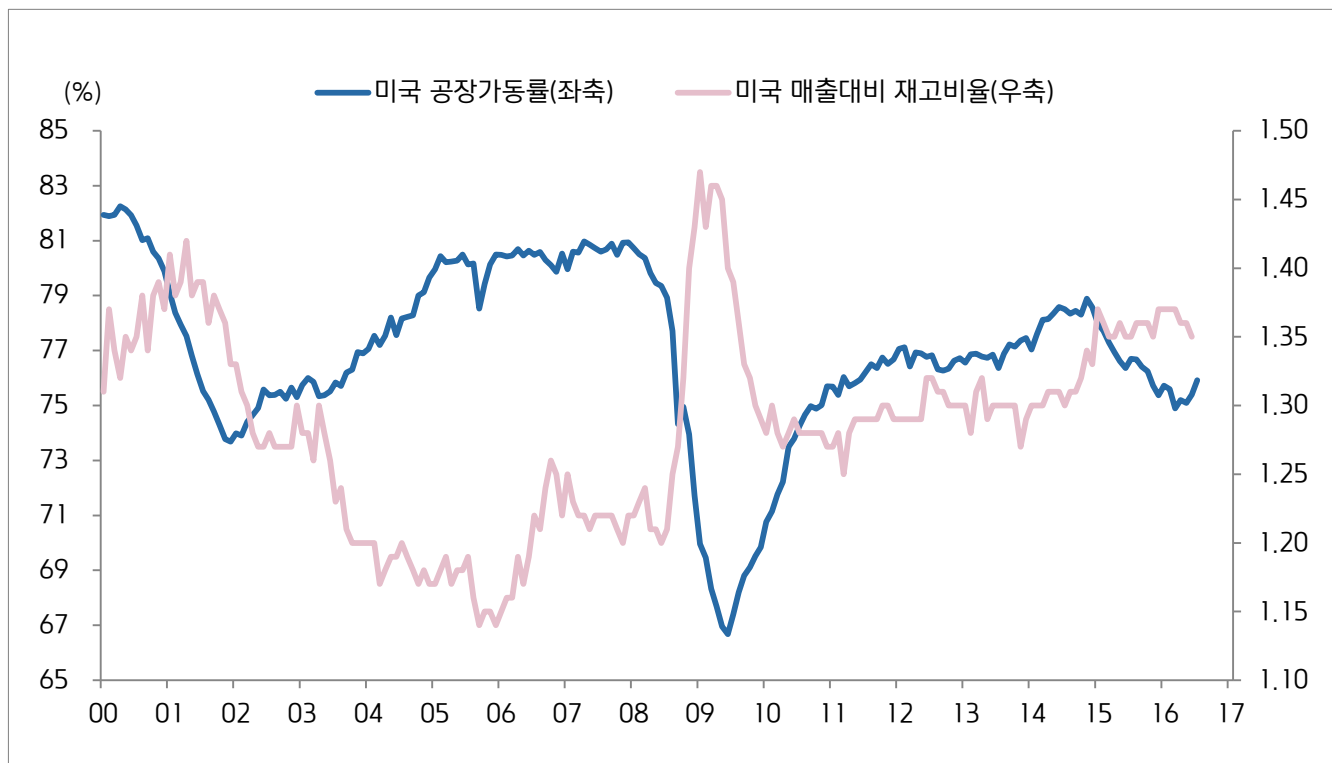
자료: Bloomberg, 키움증권.

4. 선진국 재고조정, 완료 징후 나타나

경제전망

- ▶ 2분기를 고비로 미국 공장가동률이 반등하는 가운데, 매출대비 재고비율도 하락 전환
→ 2016년 2분기 GDP 대비 재고변동이 ‘-’를 기록한 것도 2009년 이후 처음

미국의 공장가동률과 매출대비 재고비율



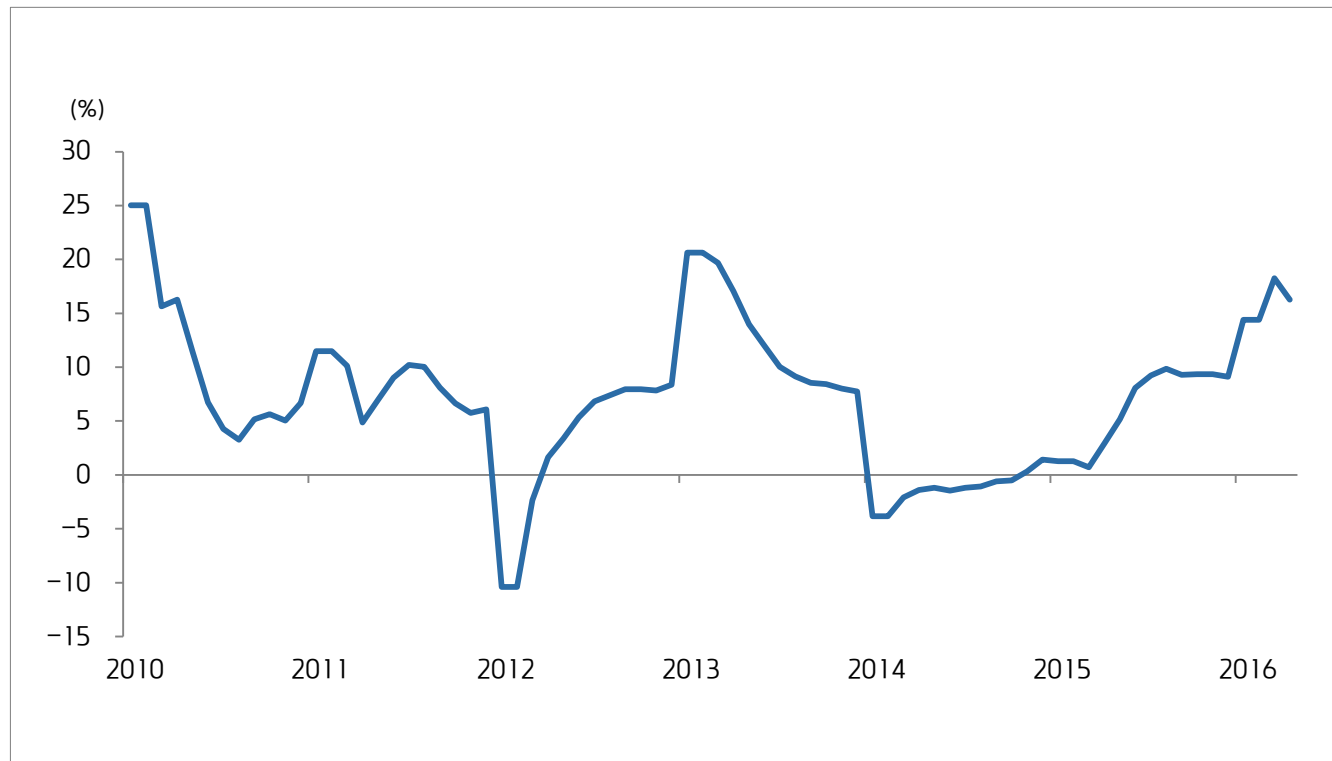
자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 수출만 회복되면.. 중국경제에 큰 문제는 없어

▶ 중국경제는 수출만 부진할 뿐, 내수경기는 매우 양호해

→ 2% 초반까지 떨어진 대출금리와 서비스 부문의 고용증가가 주택가격 상승으로 이어져

중국 주택가격 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

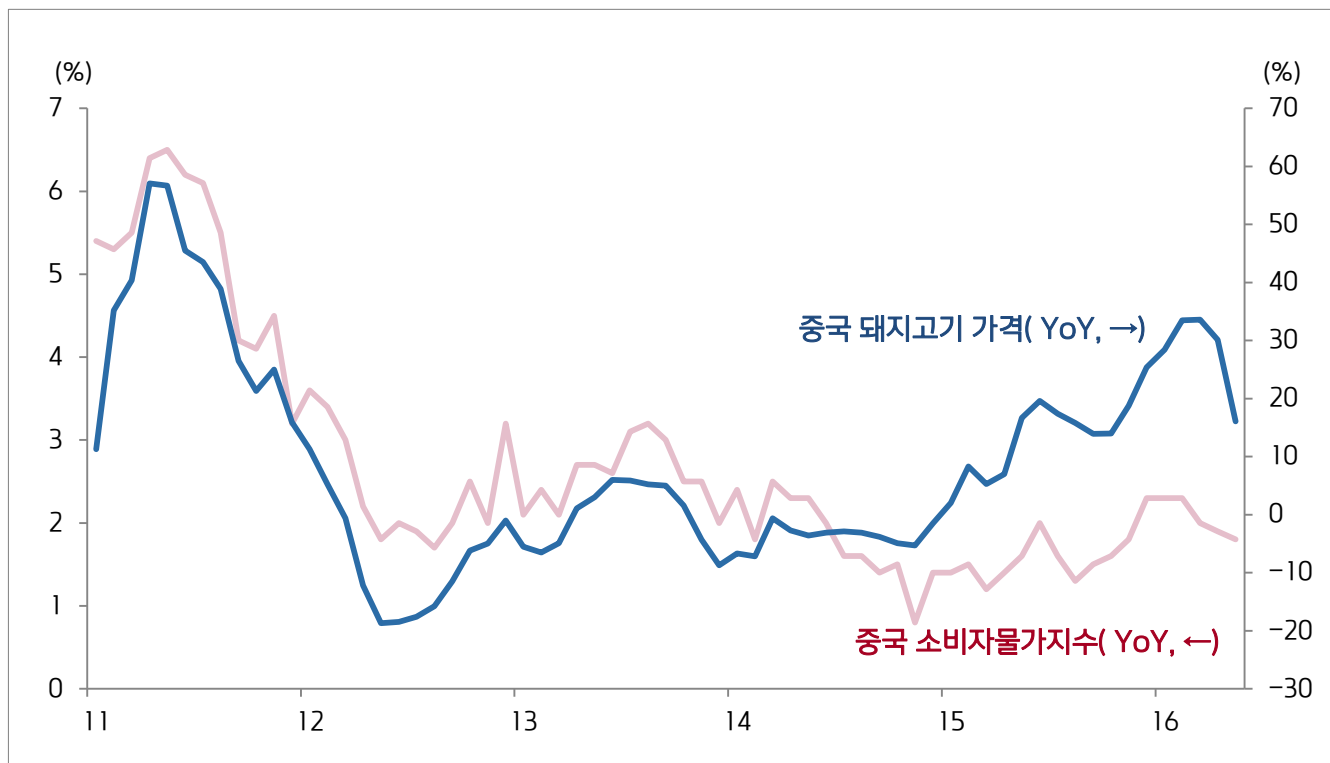
6. China Deflation 우려, 점차 퇴조될 듯

경제전망

▶ 내수가 살아 있음을 보여주는 가장 대표적인 징후가 소비자물가

→ 최근 임금상승 및 돼지고기 등 식료품 가격 급등 영향으로 2015년 이후 소비자물가 반등

중국 소비자물가 및 돼지가격 상승률 추이



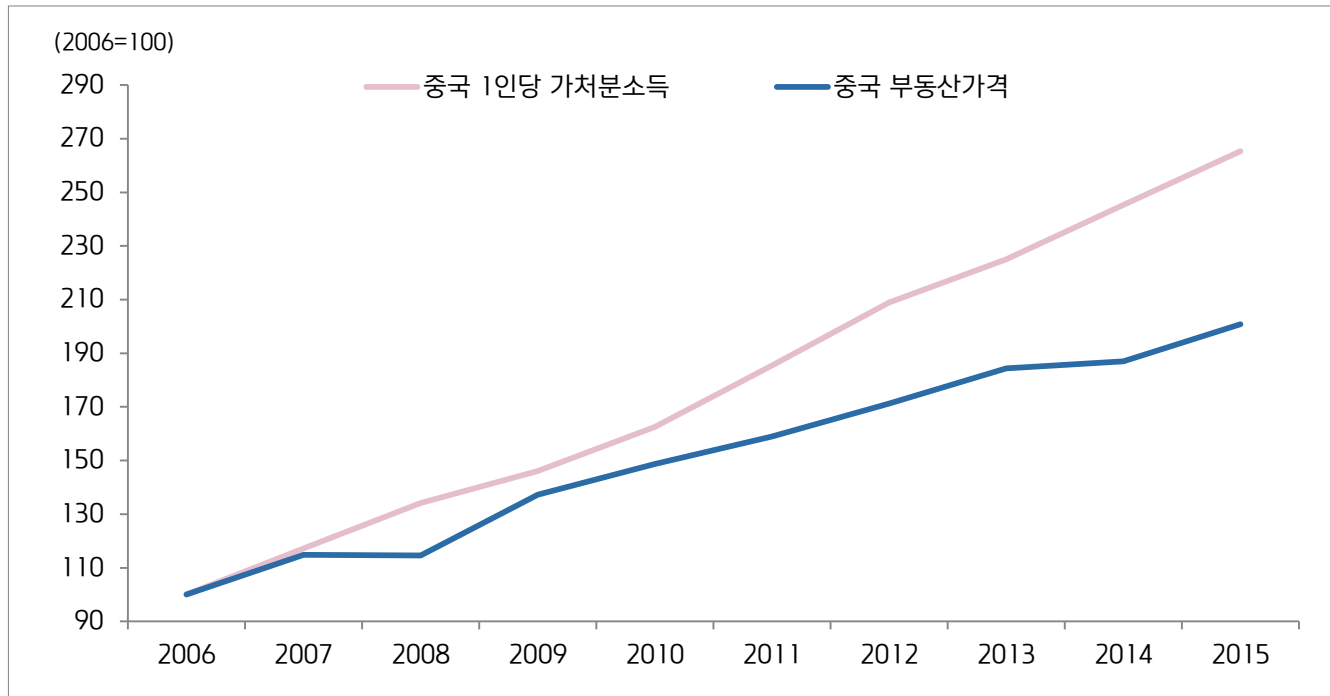
자료: Bloomberg, 키움증권.

7. 중국 부동산시장, 붕괴 가능성 낮아

경제전망

- ▶ 일부에서는 지방정부/기업 부채(GDP대비 250%로 추정) 문제가 금융위기를 촉발할 수 있다고 경고
- ▶ 그러나 1인당 가처분 소득의 가파른 증가 속에 부동산가격 상승이 동반되고 있어, '금융위기의 촉매' 역할을 할 변수(담보부족 사태 등)를 찾기 힘든 상황

중국 1인당 가처분 소득과 부동산가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part III

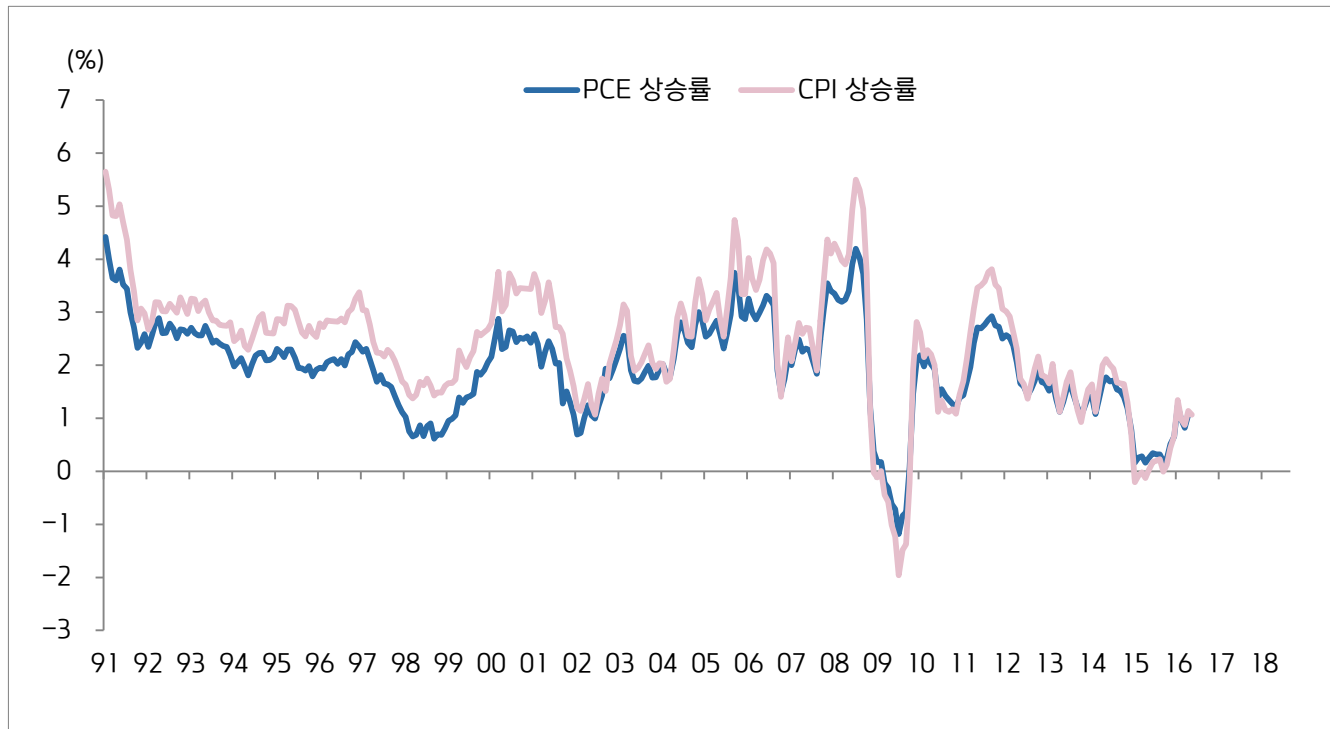
연준은 왜 금리인상을 갈망할까?



1. 연준 매파, 금리인상 필요성 제기

- ▶ 스탠리 피셔(2016.8.21), “Program on the World Economy” Conference 발언
 “미 연준은 완전고용과 2%의 인플레이션율을 목표로 하고 있다… 노동시장은 완전 고용에 가까워졌다…
 핵심 PCE 물가는 1.6%로 목표인 2%에 근접해 있다”

미국 PCE Deflator 상승률과 소비자물가 상승률 추이



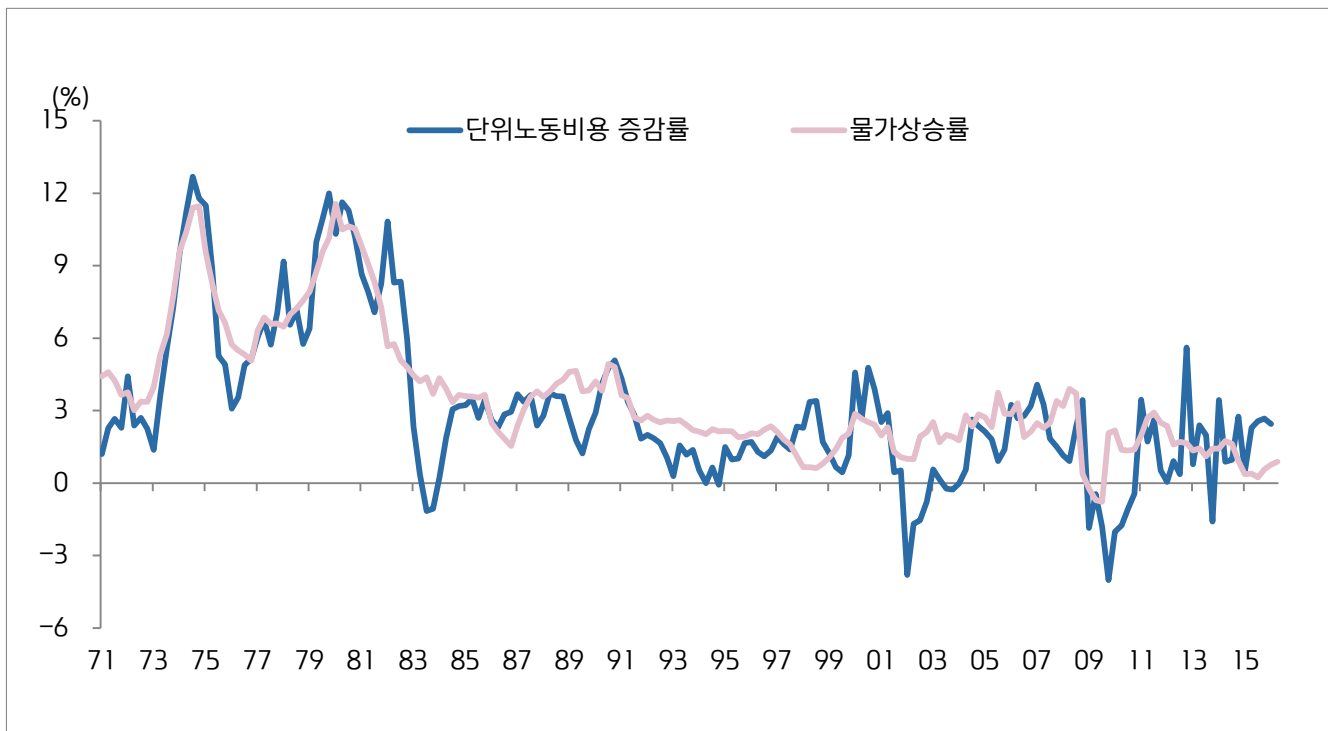
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 단위노동비용 상승 중

- ▶ 스탠리 피셔 등 연준 매파는 최근 미국 노동시장에 나타난 변화, 특히 단위노동비용의 지속적인 상승에 주목

→ QoQ 기준: 3Q15 +0.8% → 4Q15 +5.5% → 1Q16 -0.2% → 2Q16 +2.0%

미국 단위노동비용 및 물가상승률 추이

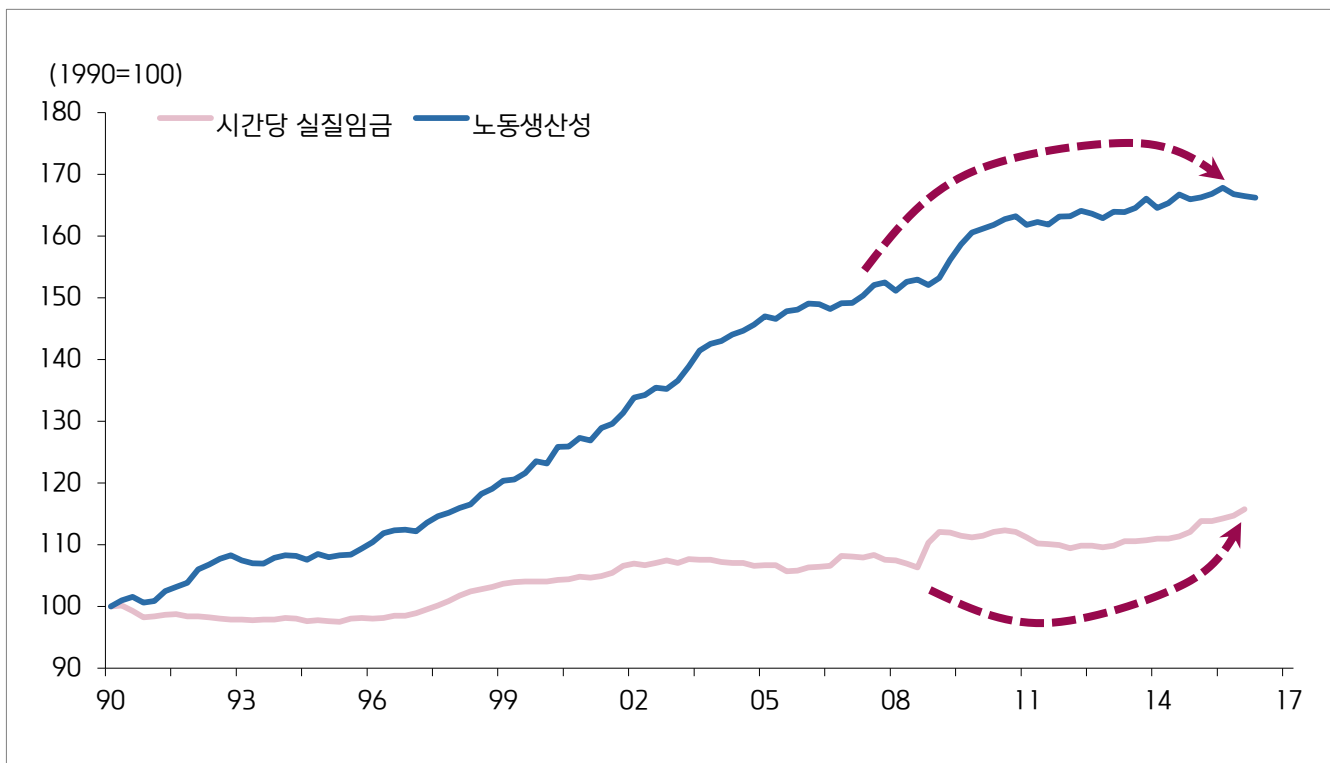


자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 단위노동 비용 상승 원인은?

- ▶ 제 4차 산업혁명? 노동생산성 데이터를 보지 않는 사람들의 이야기일 뿐
- ▶ 특히 20년 만에 의미 있는 실질임금의 상승이 시작되었음

미국 실질임금과 노동생산성 추이

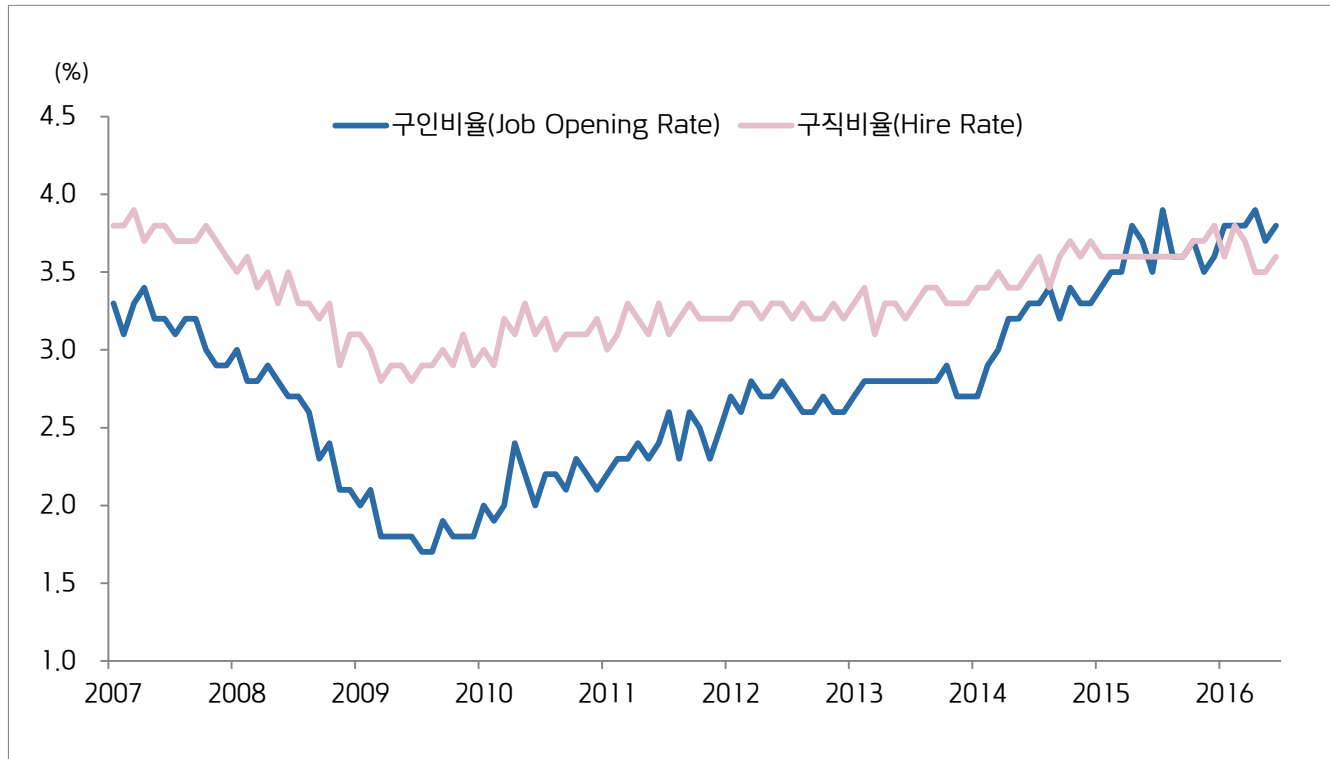


자료: Bloomberg, 키움증권.

4. 실질임금 상승 원인 ① - 구인/구직비율, 1배 상회!

- ▶ 미국 JOLTS(미국 고용조사 보고서)에 따르면, 미국 기업들은 인력난에 시달리고 있음
→ 구인비율이 높아지고 있음에도 불구하고 구직비율은 정체

미국 구인비율과 구직비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

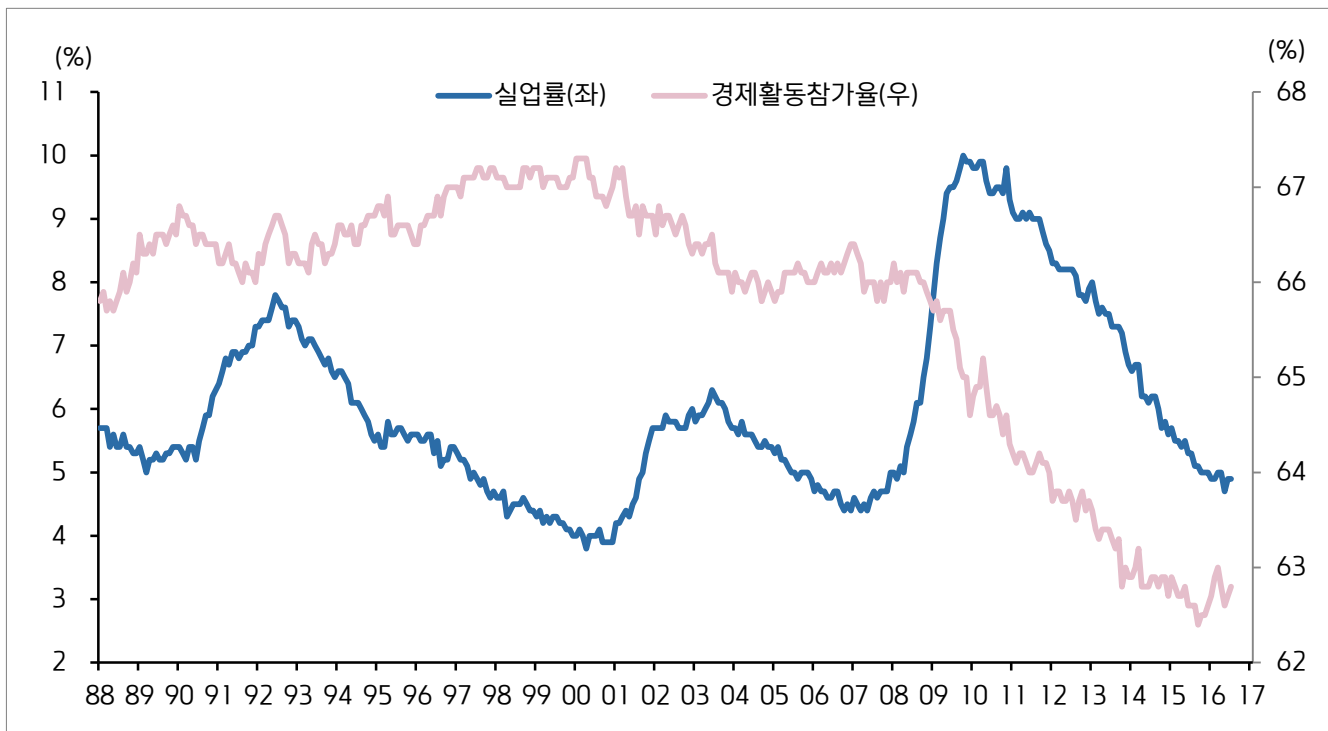
4. 실질임금 상승 원인 ② - 공급 사이드 문제 발생!

▶ 최근 실업률이 급락했음에도 불구하고 경제활동참가율은 높아지지 않는 이유는

① 베이비 붐 세대의 노령화에 따른 노동시장 이탈

② 수요자와 공급자 사이에 발생한 미스매치 등에 있는 것으로 판단됨

미국 실업률과 경제활동참가율 추이



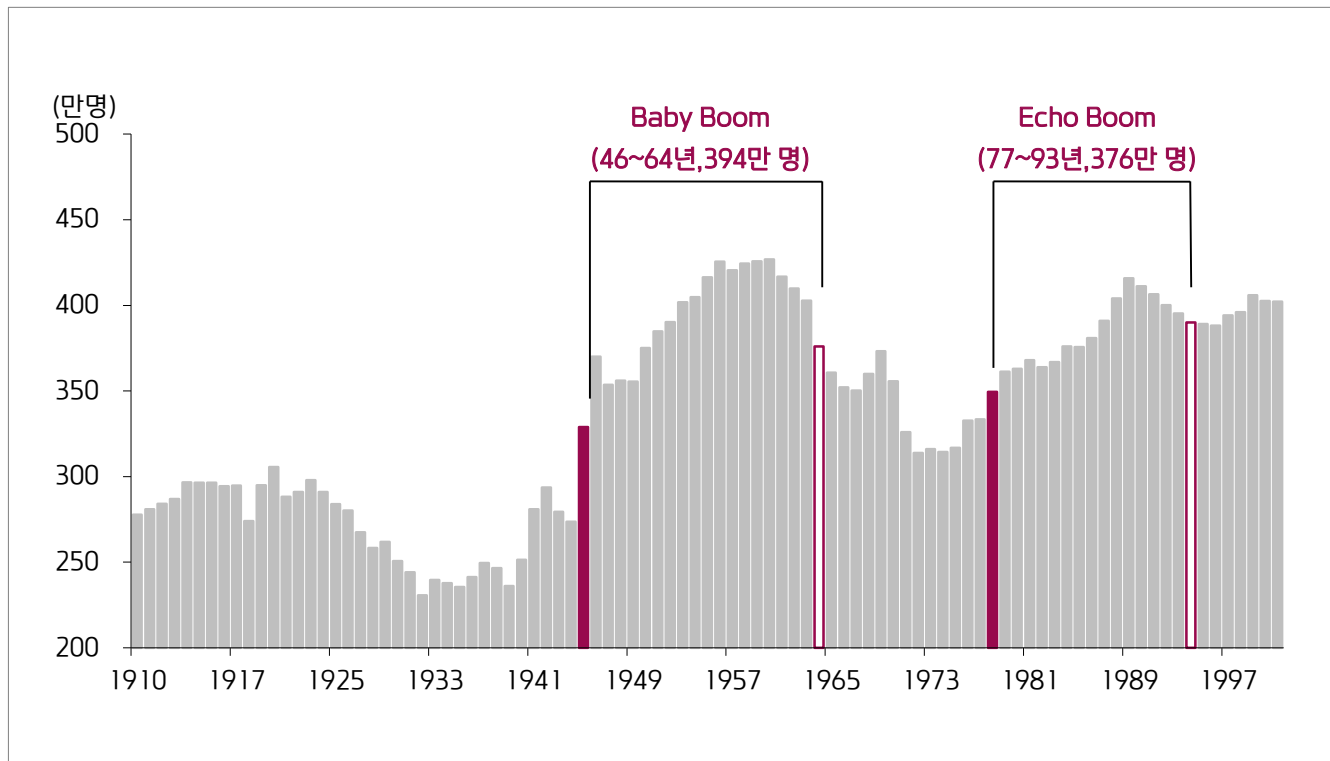
자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 고령화 가설 ① – 베이비 붐 세대의 노령화에 주목하라

경제전망

- ▶ 미국 베이비부머(46~64년생, 약 7,400만 명)의 노령화에 주목할 필요 있어

미국 신생아 추이



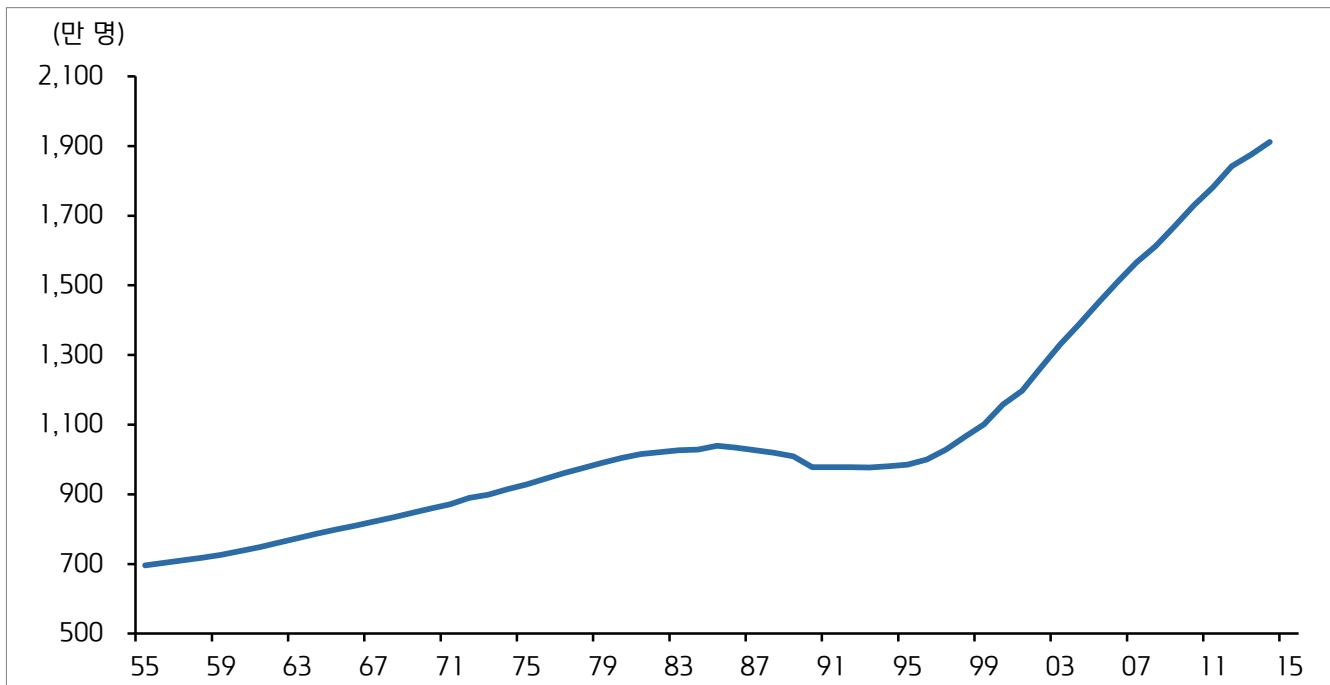
자료: Bureau of Census, 키움증권.

5. 고령화 가설 ② - 55~64세 경제활동참가율, 매우 낮아

경제전망

- ▶ 55~64세 인구 급증('88년 1,119만 명 → '14년 1,912만 명)
- ▶ 55~64세 경제활동참가율은 1991년 29.6%를 바닥으로 2015년 40%까지 상승했지만, 25~54세 경제활동참가율(82%)의 절반에도 미치지 못함

미국 55~64세 인구 추이



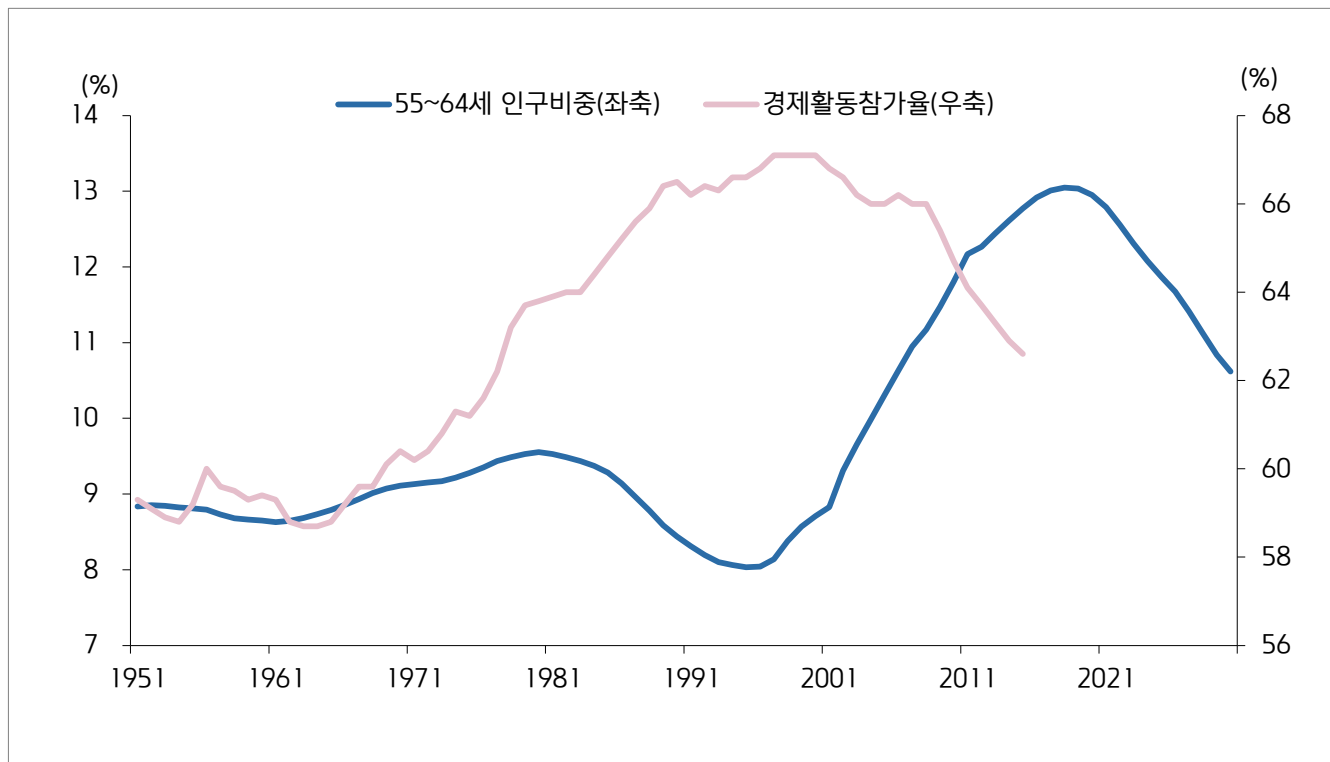
자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 고령화 가설 ③ - 2019년까지 경제활동참가율 하락 예상

경제전망

- ▶ 베이비 붐 세대의 막내인 1964년생이 55세가 되는 시점(2019년)까지는 경제활동참가율이 계속 떨어질 가능성이 높음

미국 55~64세 인구 비중과 경제활동참가율의 관계

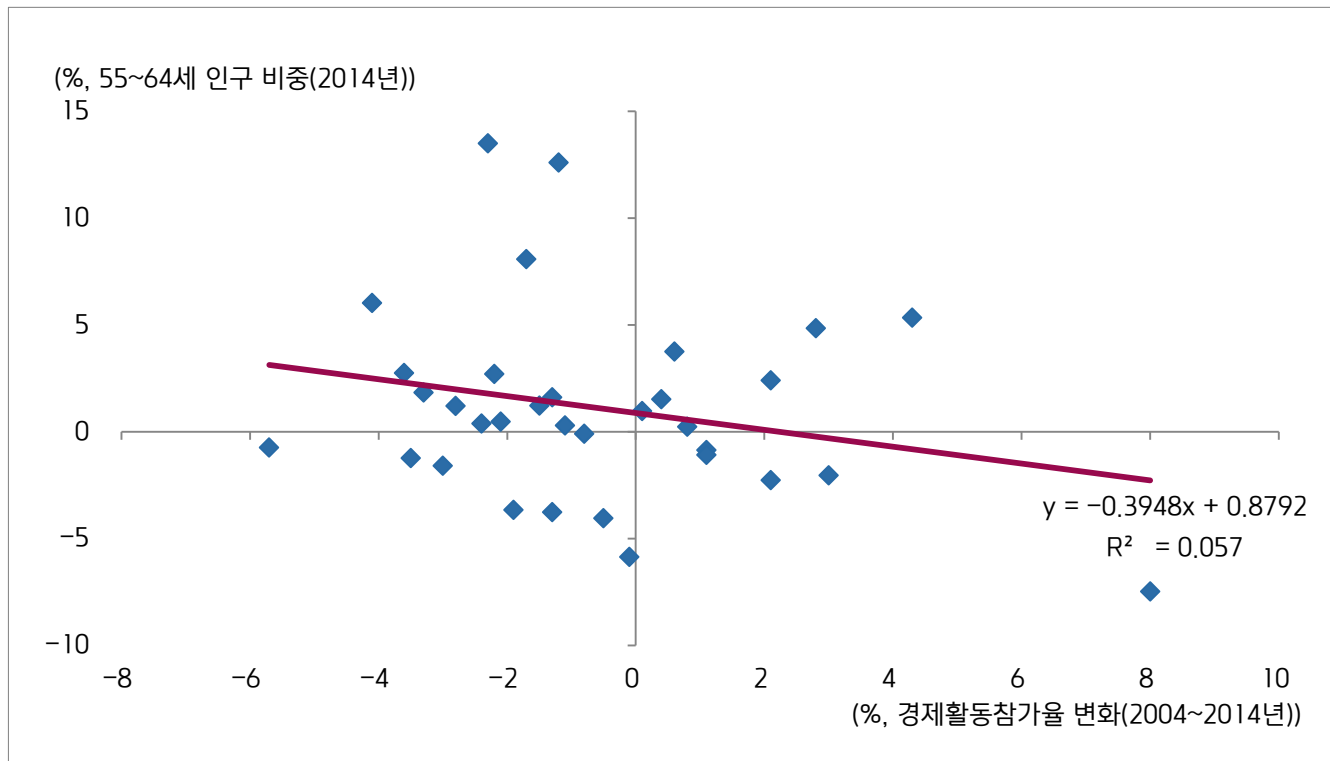


자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 고령화 가설 ④ - 다른 나라는 어떨까?

- ▶ 생산활동인구의 노령화가 경제활동 참가율의 하락으로 이어지는 것은 공통된 현상

인구노령화와 경제활동참가율의 관계



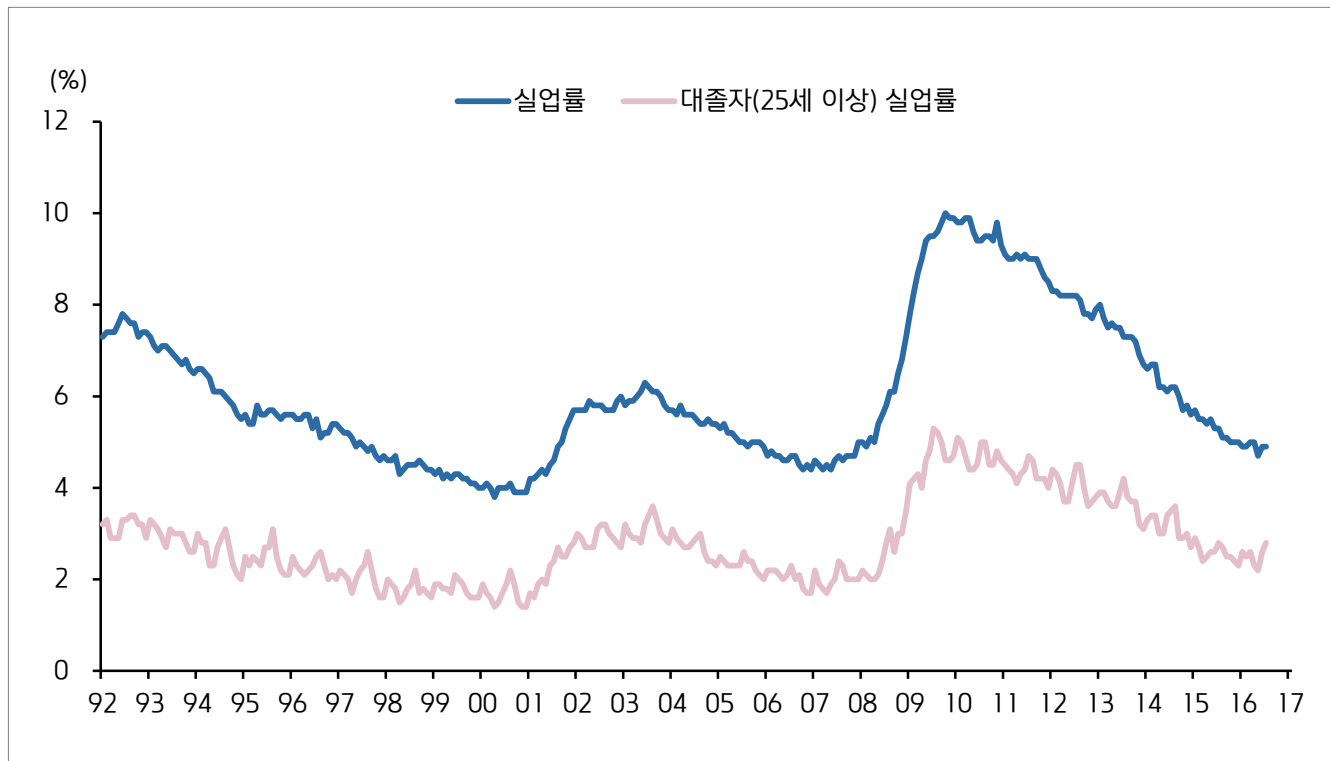
자료: World Bank, Bloomberg, 키움증권.

6. 숙련편향적 기술진보 ① - 대졸자 인기 ↑

경제전망

- ▶ 숙련편향적 기술진보 속에서 대졸자들에 대한 인력수요가 지속적으로 증가하고 있지만, 경제난 속에서 대학진학률이 하락하면서 인력난이 더욱 심화되고 있음

미국 실업률과 대졸자 실업률 추이



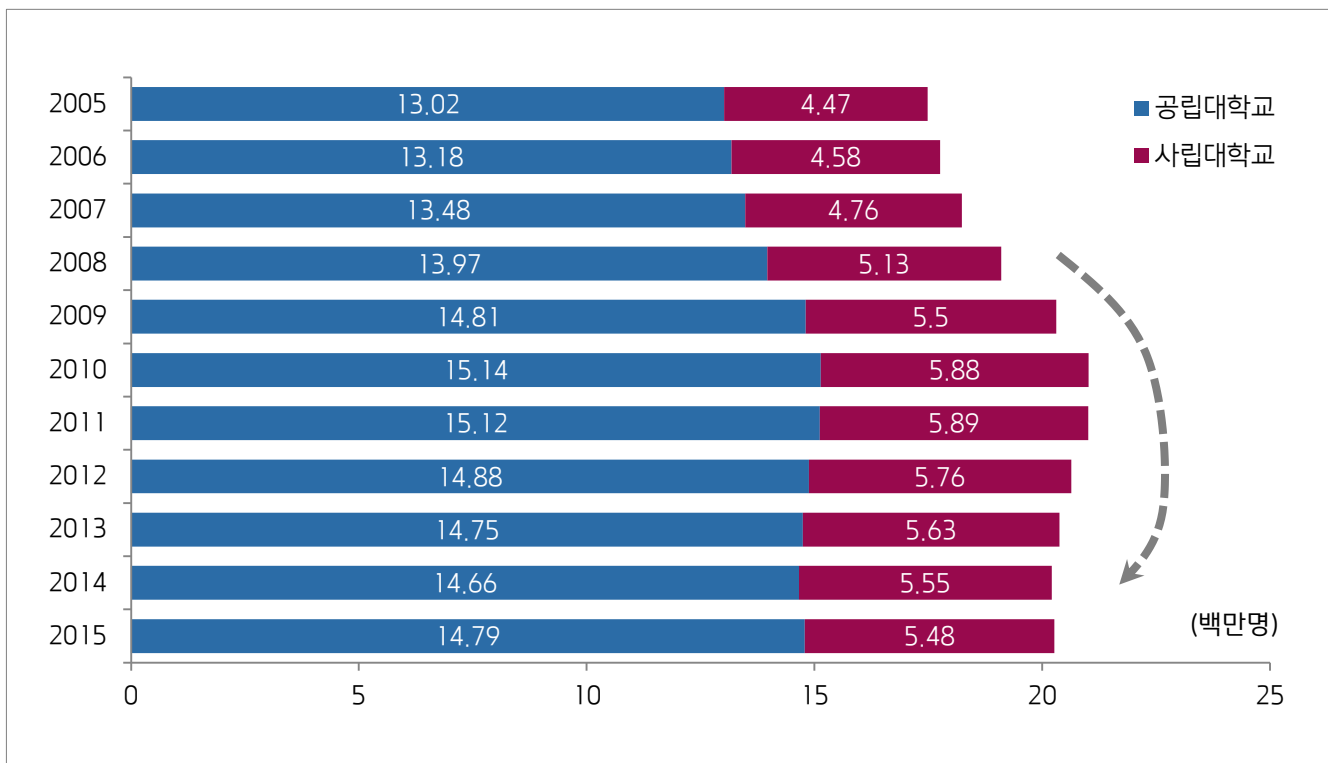
자료: Bloomberg, 키움증권.

6. 숙련편향적 기술진보 ② - 대학진학율은 하락 중

경제전망

- ▶ 대졸자 임금이 급상승하고 있음에도 불구하고 대학진학자 수가 줄어드는 기현상이 발생한 이유는
→ 2008년 불황 이후의 대학 장학금 축소 및 교육투자 열의 저하

미국 대학 재학생 수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

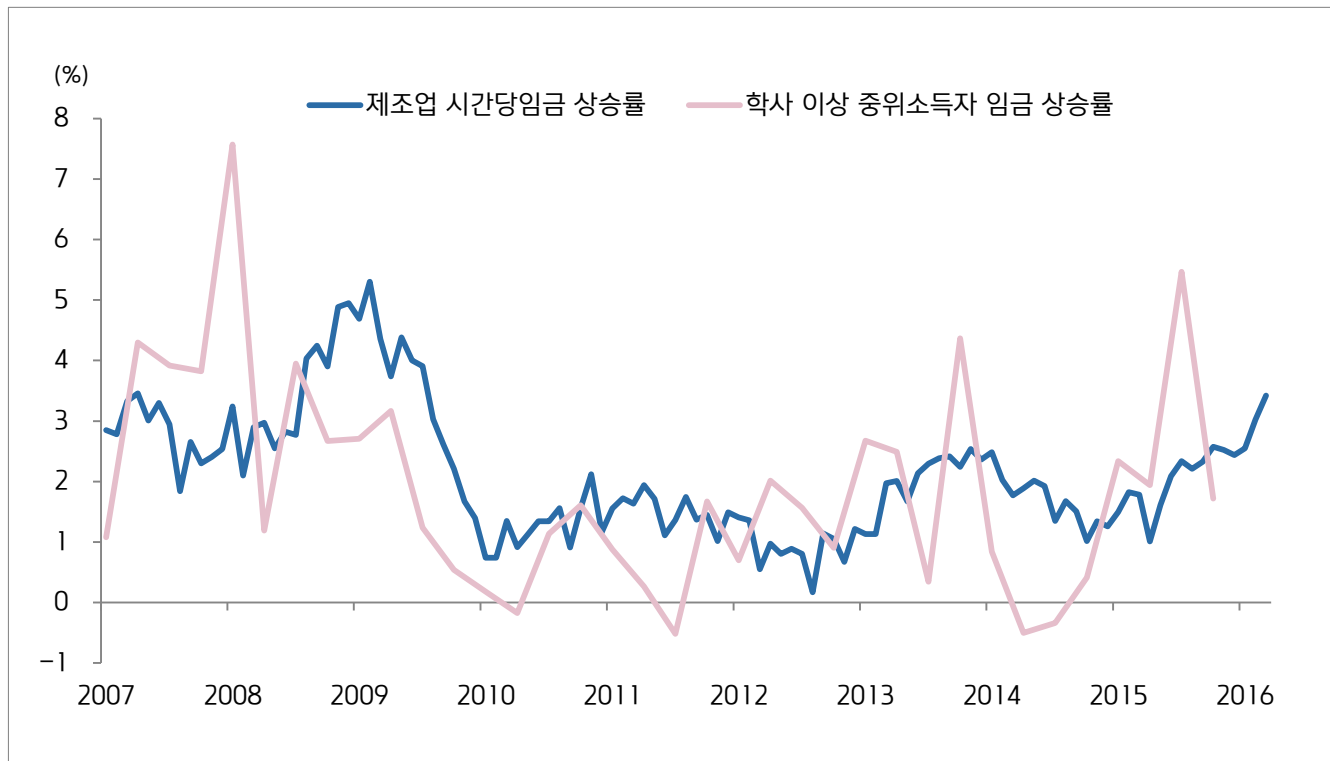
6. 숙련편향적 기술진보 ③ - 대졸자 임금, 급등

경제전망

- ▶ 제조업을 중심으로 대졸자 임금이 빠르게 상승하고 있음

YoY기준: 2015년 1분기 2.3% → 2분기 1.9% → 3분기 5.5% → 4분기 1.7%

미국 제조업 학사 학위 이상 소지자 임금상승률



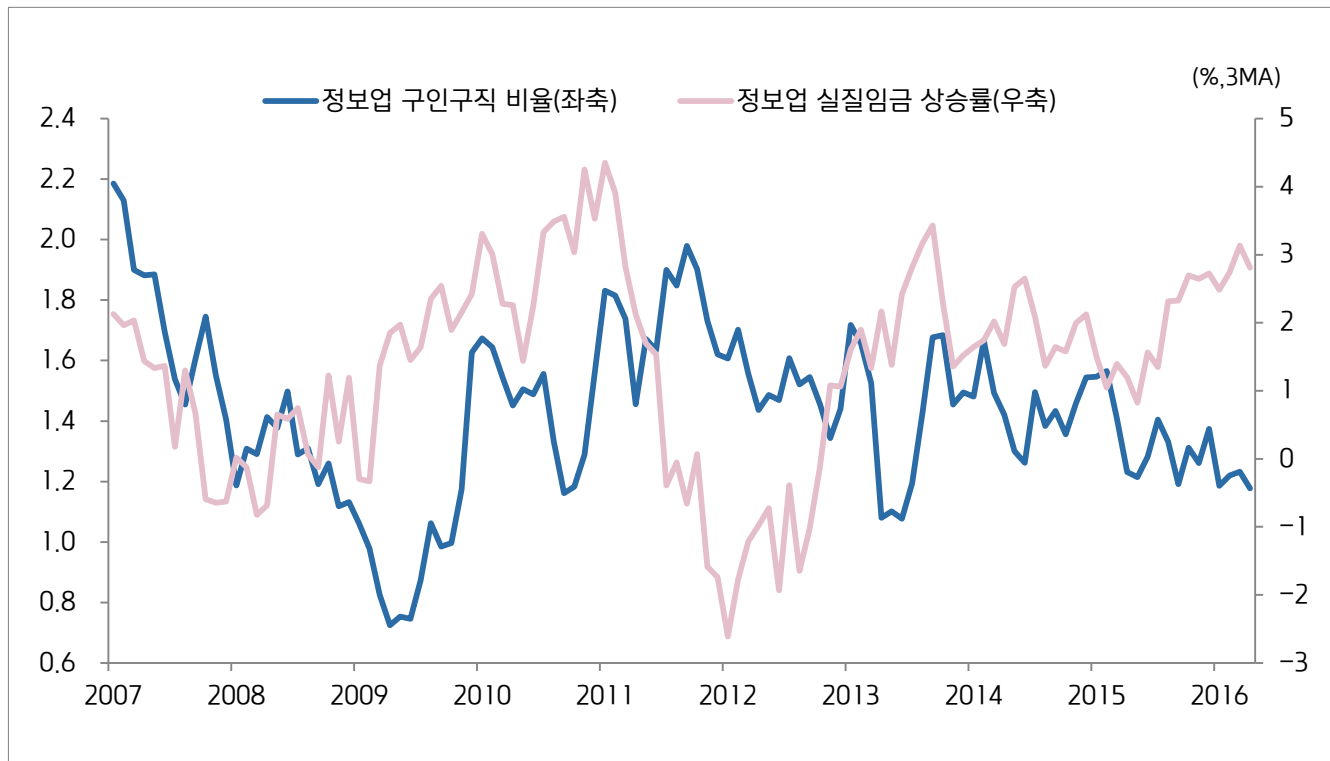
자료: Bloomberg, 키움증권.

6. 숙련편향적 기술진보 ④ - IT산업이 임금상승 주도

경제전망

▶ 제조업 뿐만 아니라 IT 산업도 구인/구직 비율, 2010년 이후 1배 상회

미국 IT산업 구인/구입비율과 실질임금 상승률 추이

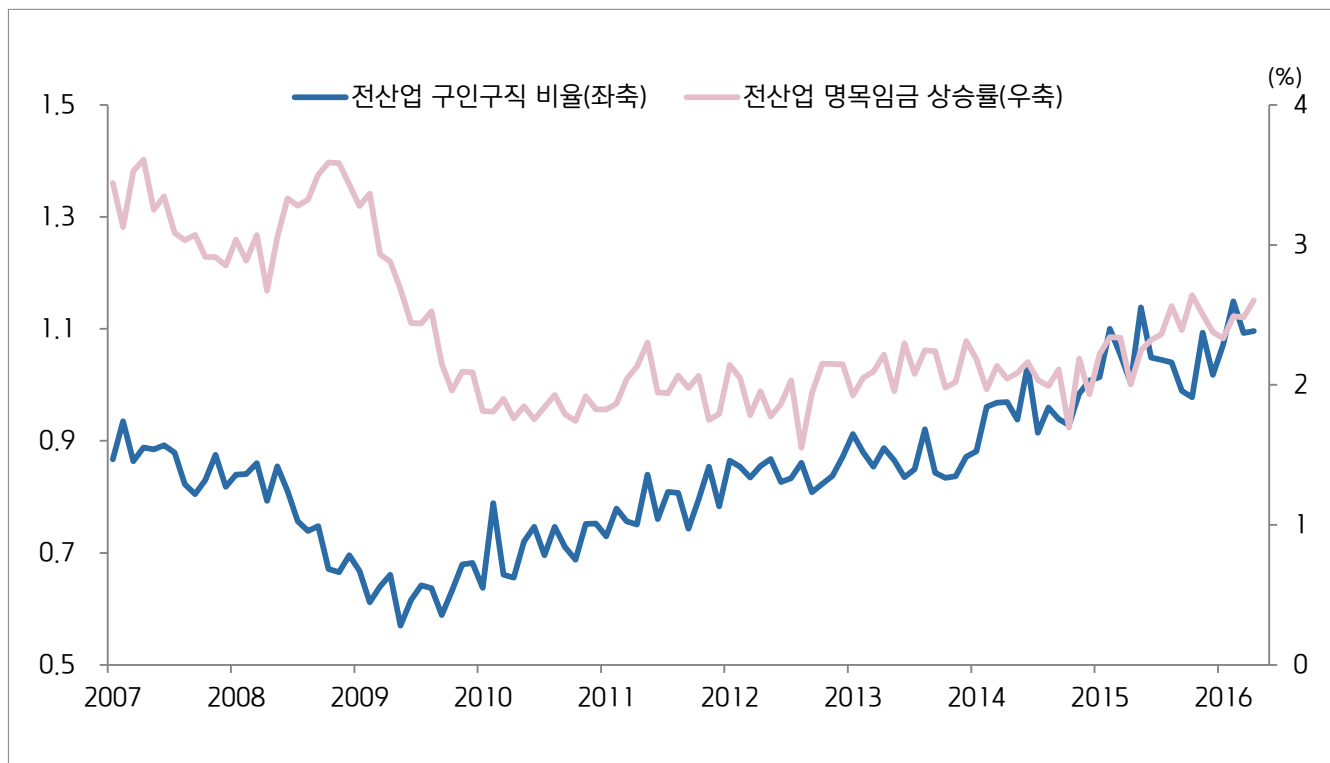


자료: Bloomberg, 키움증권.

7. 미국 '임금상승 주도' 인플레이 가능성 높아져

- ▶ 이성과 같은 구인난을 감안할 때, 미국의 임금 상승세가 2017년에 더욱 가속화될 가능성이 높은 것으로 판단됨

구인구직비율과 임금 상승률의 관계

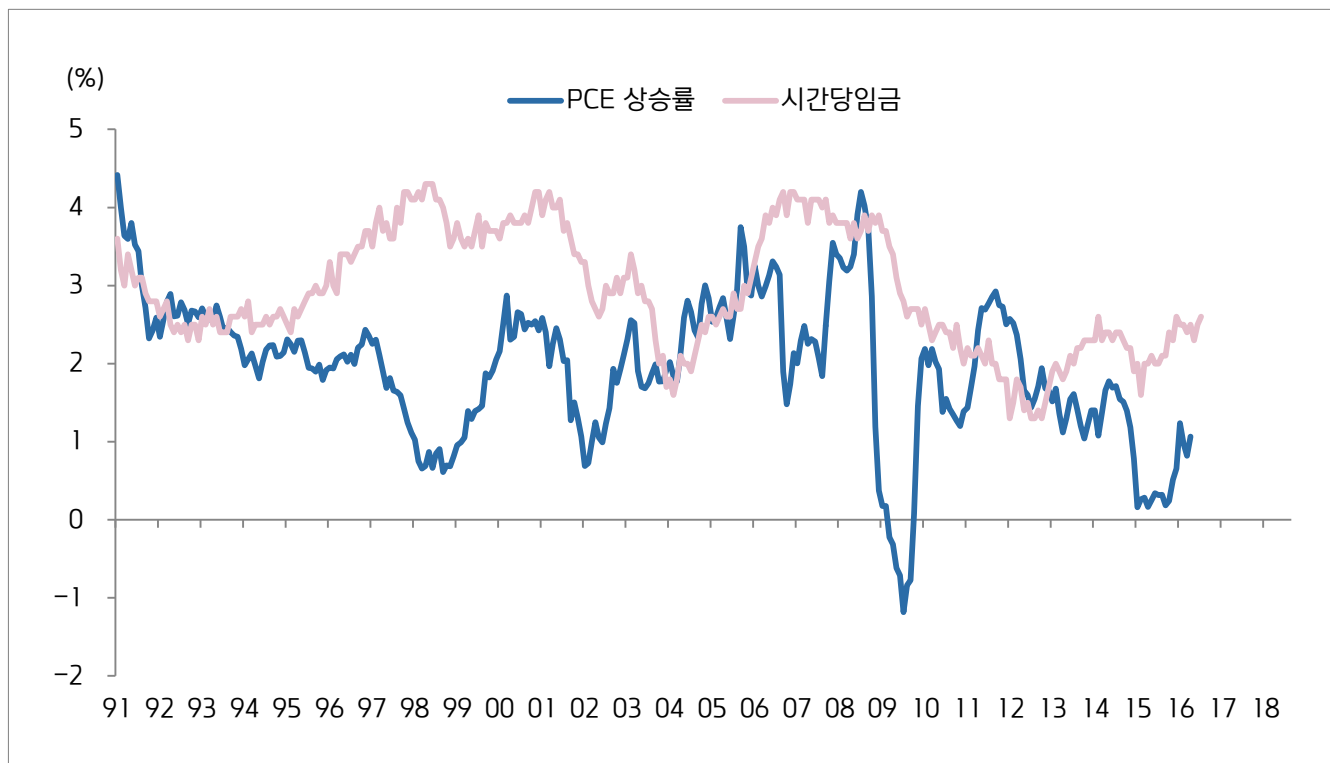


자료: Bloomberg, 키움증권.

8. 미국 물가는?

- ▶ 유가만 재차 급락하지 않으면, 2016년 말을 전후해 인플레이션율이 2% 선을 돌파할 전망

미국 PCE 물가와 시간당 임금 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part IV

인플레이션 제약 요인은 없나?

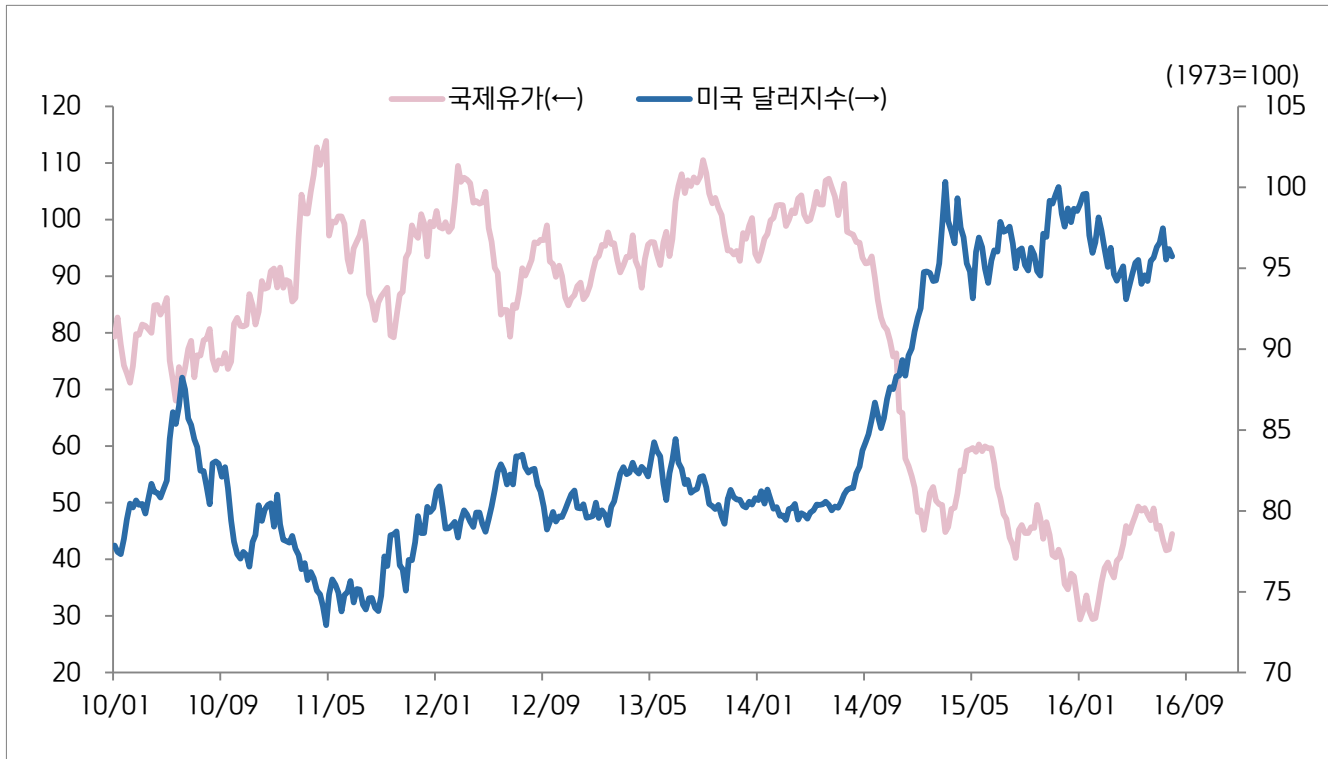


1. 2014년 유가 폭락 원인 ① - 달러강세, 국제유가 급락 ‘촉발’

▶ 2014년 하반기부터 시작된 달러강세, 국제유가 하락 촉발

→ 달러강세 국면에는 원유나 신흥국 주식 등 이른바 비(非) 달러 자산 선호 약화

미국 달러지수와 국제유가의 추이



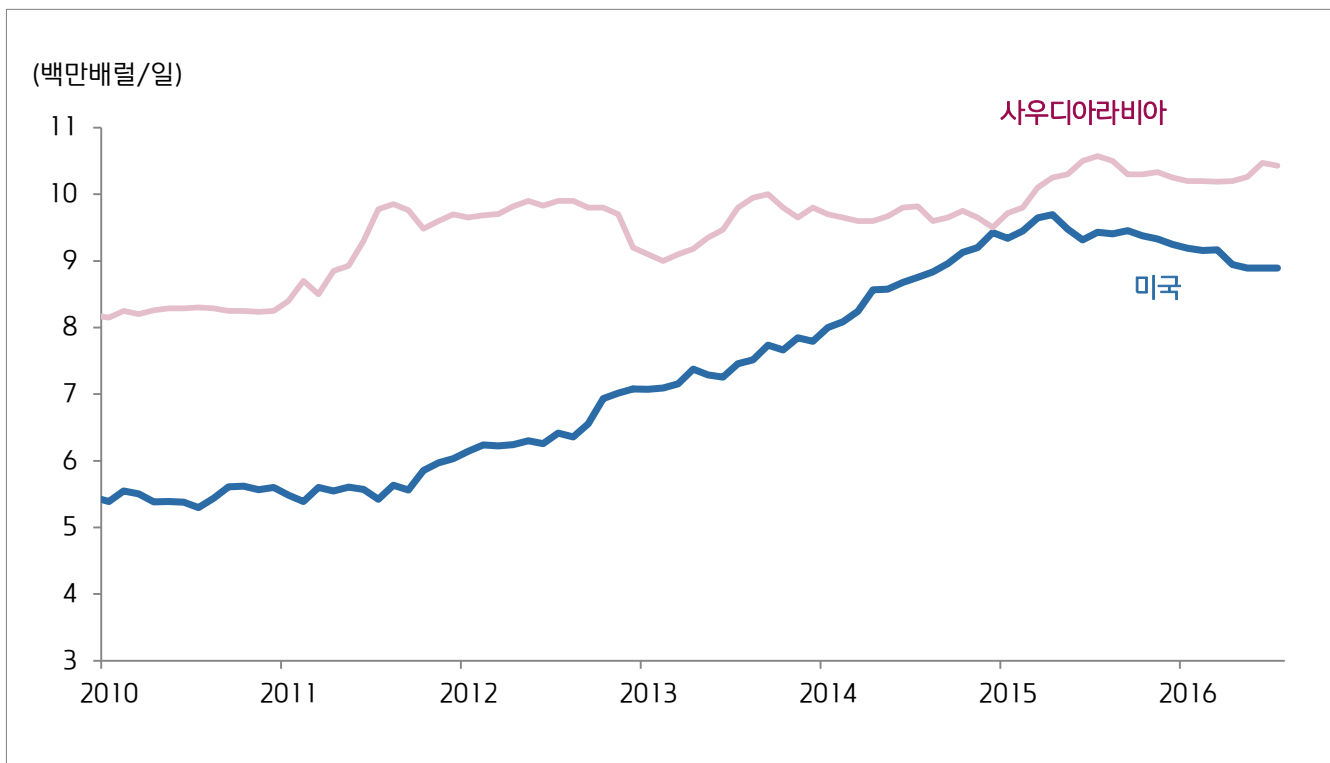
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 2014년 유가 폭락 원인 ② - 공급충격도 유가하락 유발

경제전망

- ▶ 셰일 혁명 영향으로 미국의 일 평균 원유생산량이 1천만 배럴 수준까지 증가한 것이 원유 수급불균형 촉발

미국 및 사우디 석유생산 추이

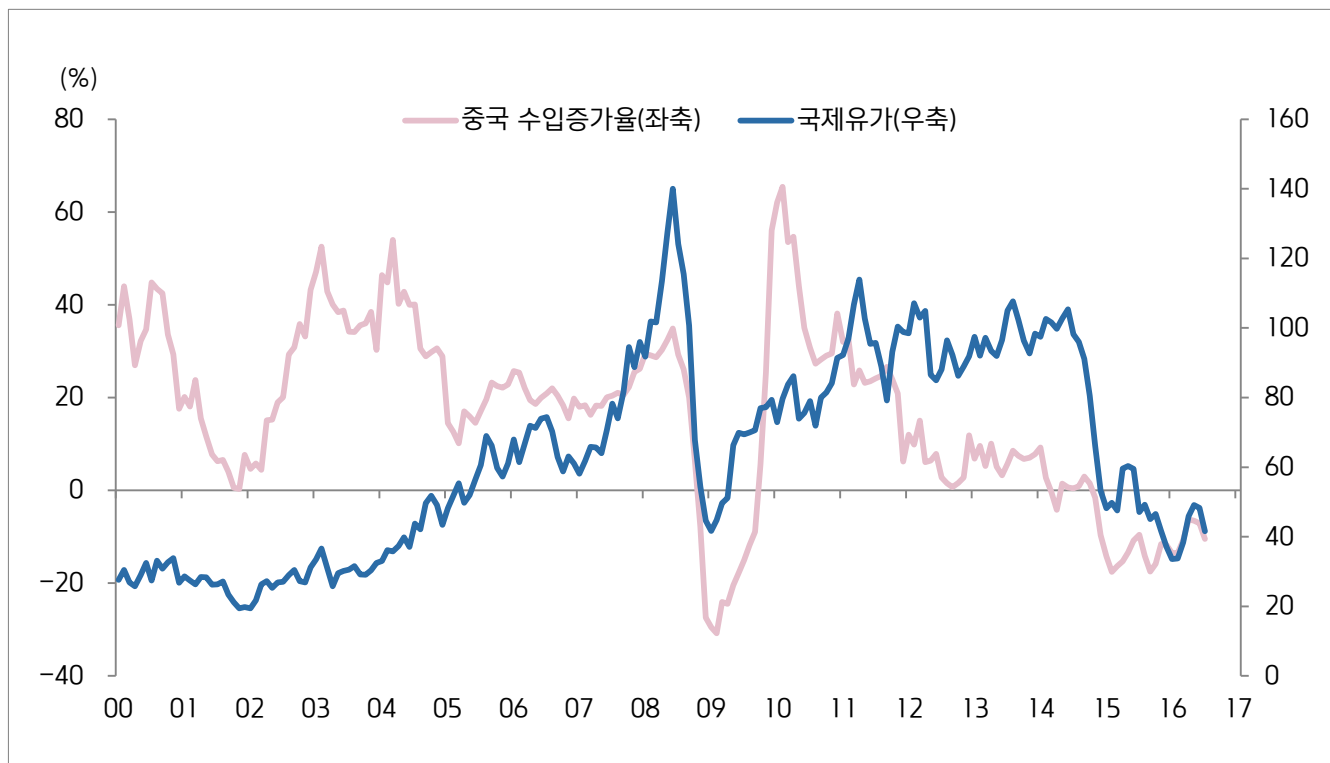


자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 2014년 유가 폭락 원인 ③ - 중국의 수입수요 감퇴

▶ 수출 부진에 따른 중국의 수요감퇴도 원유가격 하락 요인으로 작용

중국 수입증가율과 유가의 관계

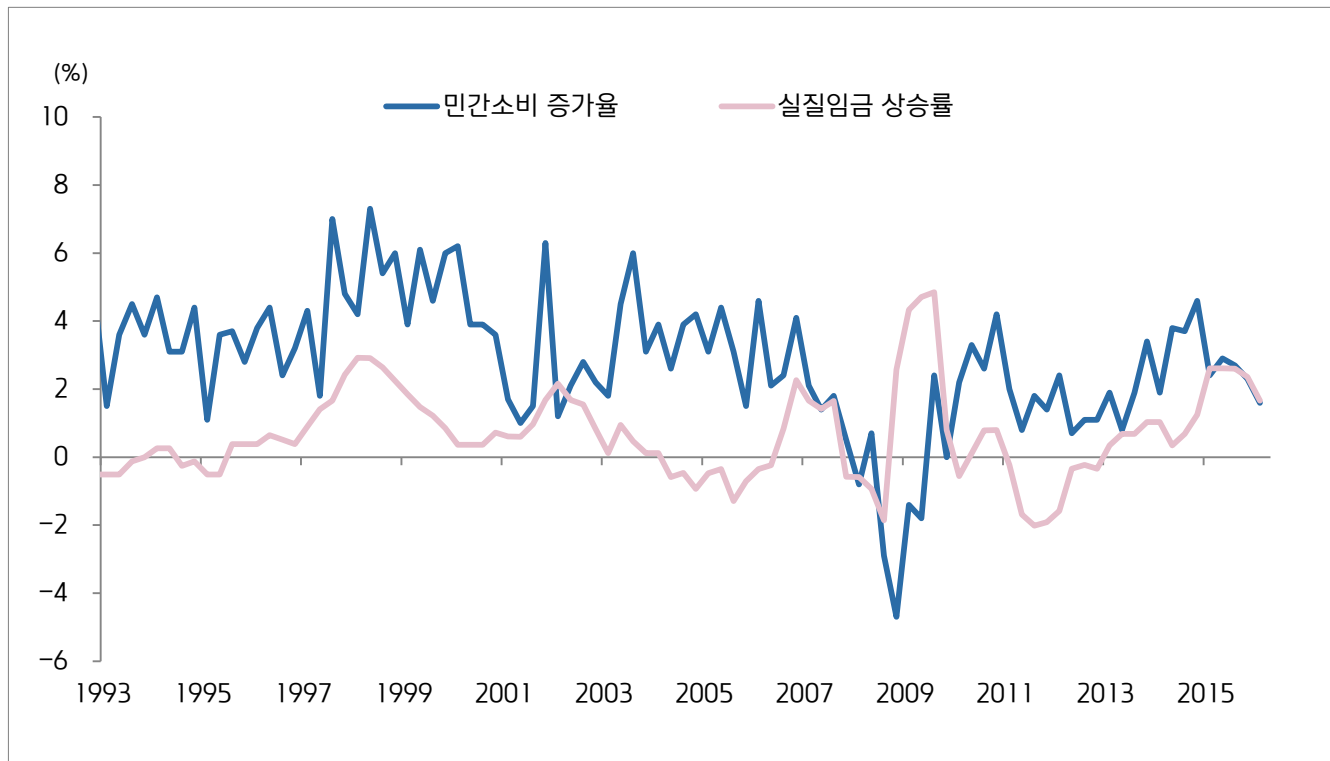


자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 중국 수입 점검 ① - 수출 전망 개선!

- ▶ ‘Part II’에서 지적했던 대로, 미국 등 선진국 수요가 회복될 경우 중국의 수출도 반등할 가능성이 높은 것으로 판단

미국 실질임금과 민간소비 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 중국 수입 점검 ② - 수출 잘되면 수입도 는다!

▶ 수출 경기의 회복은 중국 수입 수요의 증가로 연결될 전망

중국 수출 및 수입 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

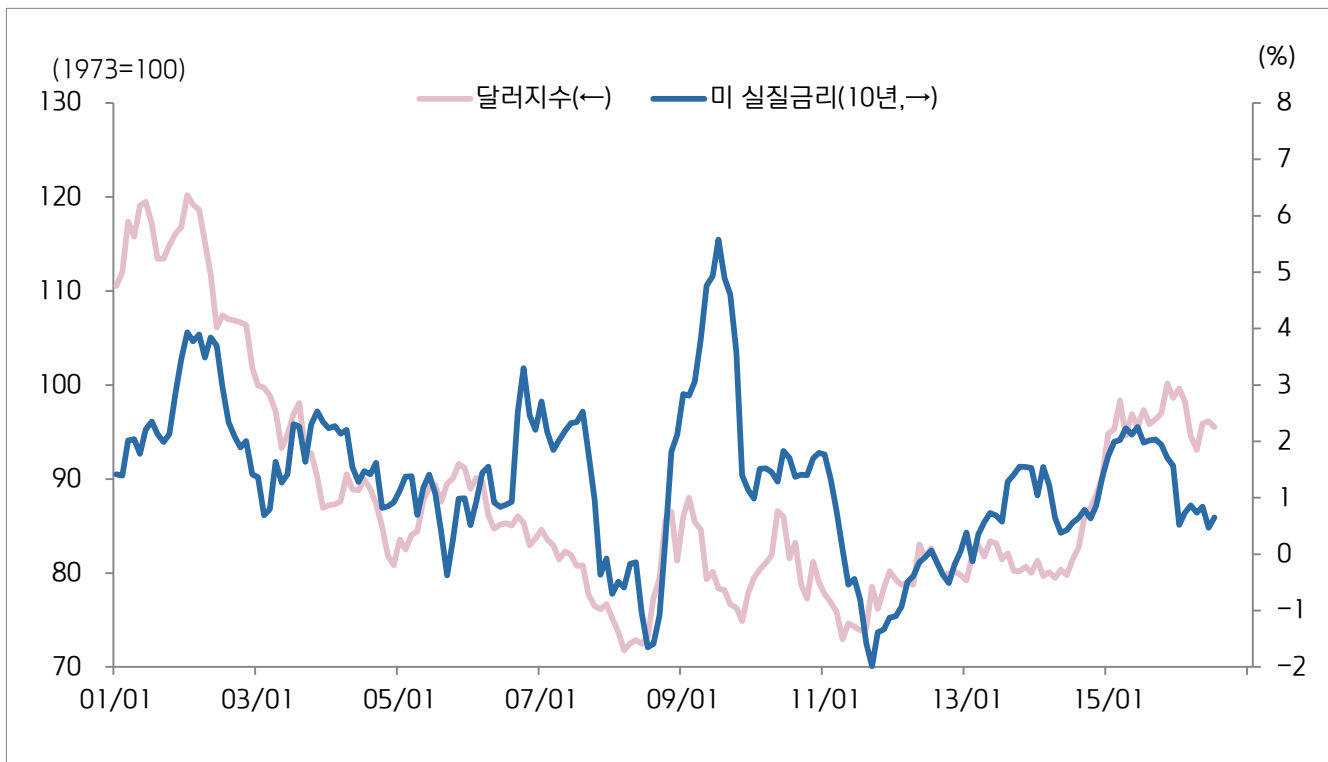
3. 달러가치 방향 점검 ① - 실질금리 변화에 주목하라!

경제전망

▶ 미국 실질금리의 변화, 달러가치 변화의 Key

→ Brexit 이후 미국 실질금리 하락하며 달러약세 촉발

미국 실질금리와 달러지수의 관계



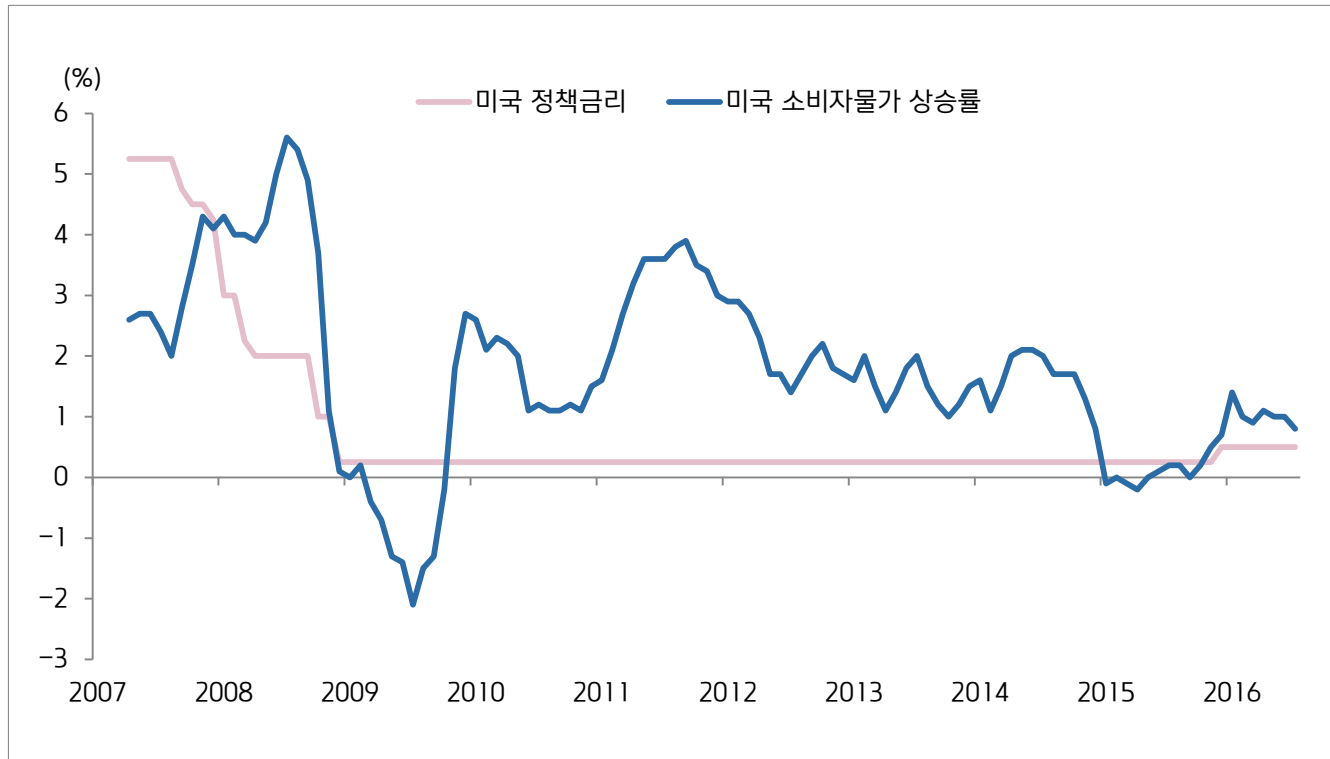
자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 달러가치 방향 점검 ② – 미 정책금리 인상 가능성 높아져

경제전망

- ▶ 실업률이 이미 목표 수준을 하회한 상황에서, 물가마저 상승할 경우 추가 금리인상의 가능성이 높은 것으로 판단 → 달러 강세 요인으로 작용할 전망

미국 정책금리와 소비자물가 상승률의 관계

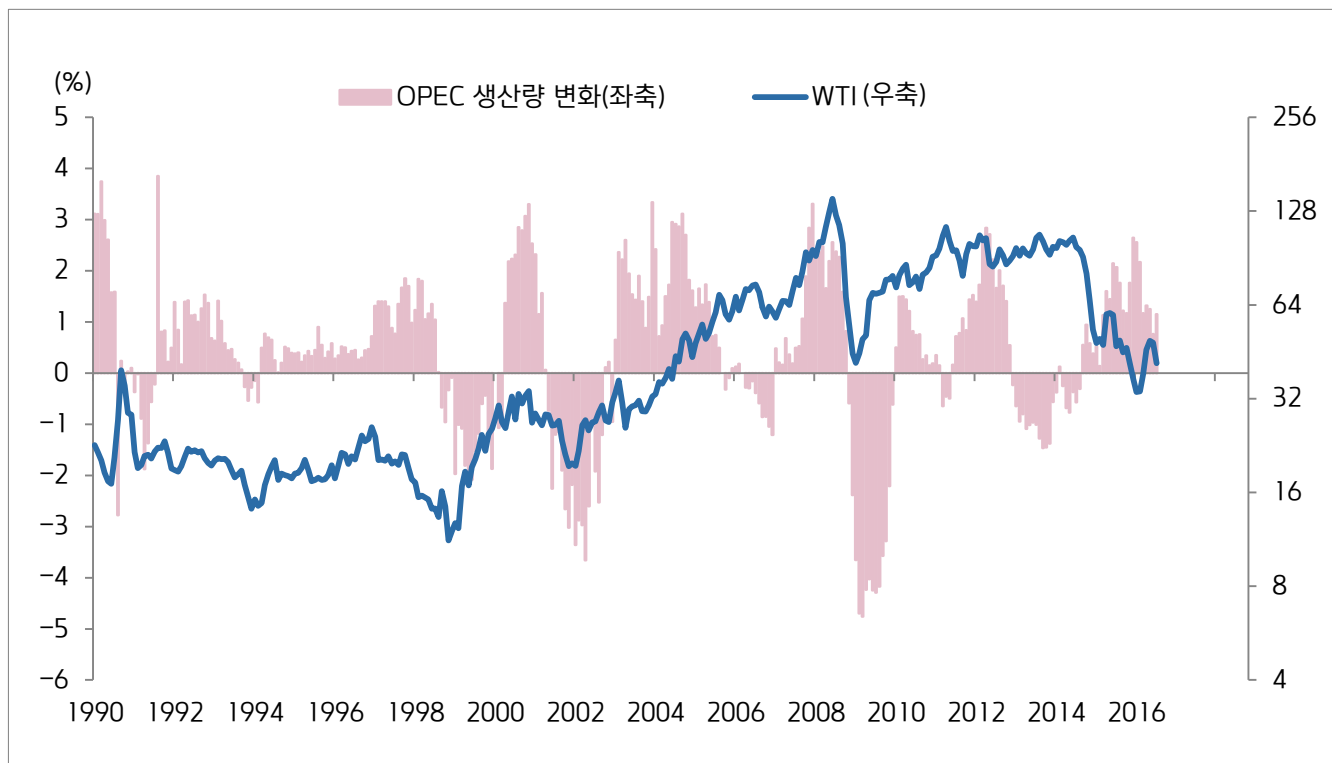


자료: Bloomberg, 키움증권.

4. 국제유가, 지속 상승 어려워

- ▶ 중국 수요의 반등 가능성이 높지만, 미 금리인상 및 공급과잉 위험을 감안해야
→ 배럴당 40달러 전후에서 Box권 흐름을 보일 전망

국제유가와 OPEC 석유생산량의 관계



자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 2011년 같은 인플레이션이 재현될까?

- ▶ 저유가 환경이 지속될 경우, 헤드라인 인플레가 급등할 가능성 낮아
→ 2017년까지 2% 전후의 물가상승 흐름 예상

국제유가와 미국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part V

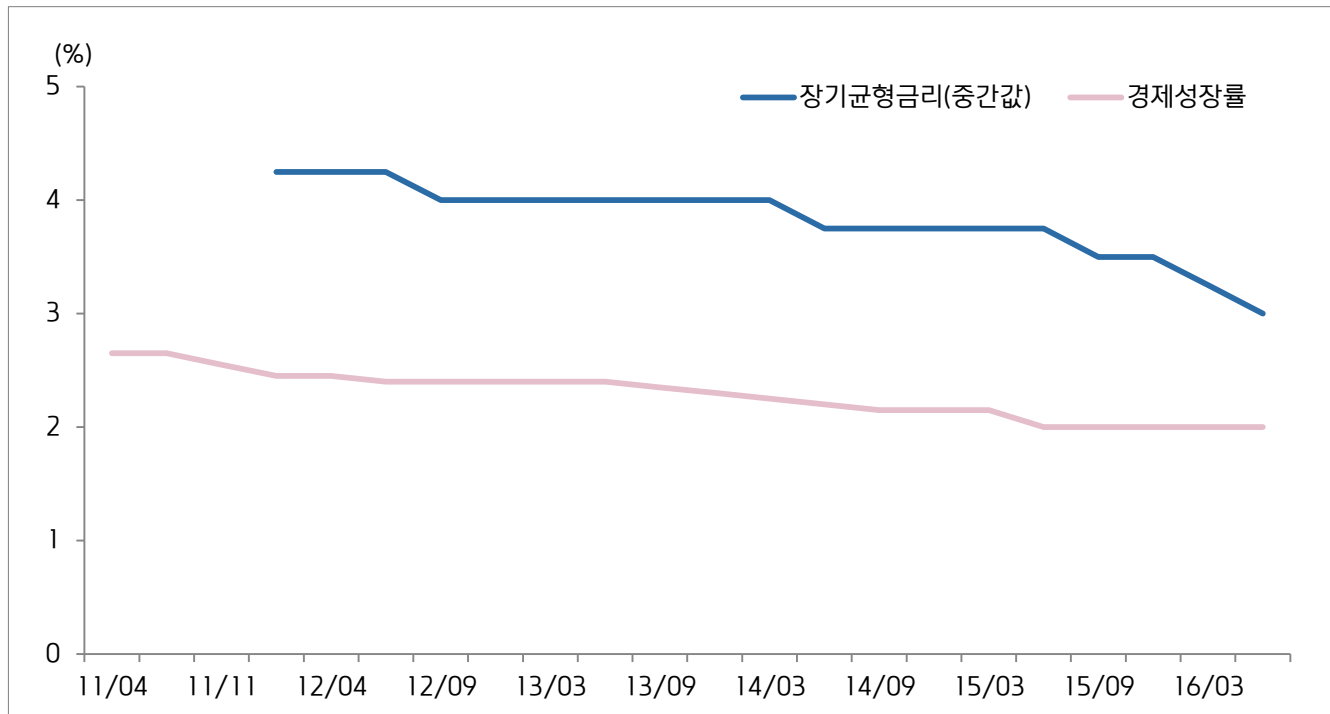
연준은 어떻게 대응할까?



1. Base Scenario ① – 점진적 금리 인상 가능성 높아

- ▶ 순환적 인플레이가 부각되는 만큼, 연준의 연내 금리인상 가능성이 매우 높아졌으나
- ▶ 2012년 이후 미 연준 멤버들의 장기균형금리 수준이 지속적으로 하향 조정되었음을 감안할 때, 2017년 금리인상은 연 2회에 그칠 전망(확률 80%)

미 연준 멤버들의 장기 금리/경제성장률 전망 변화

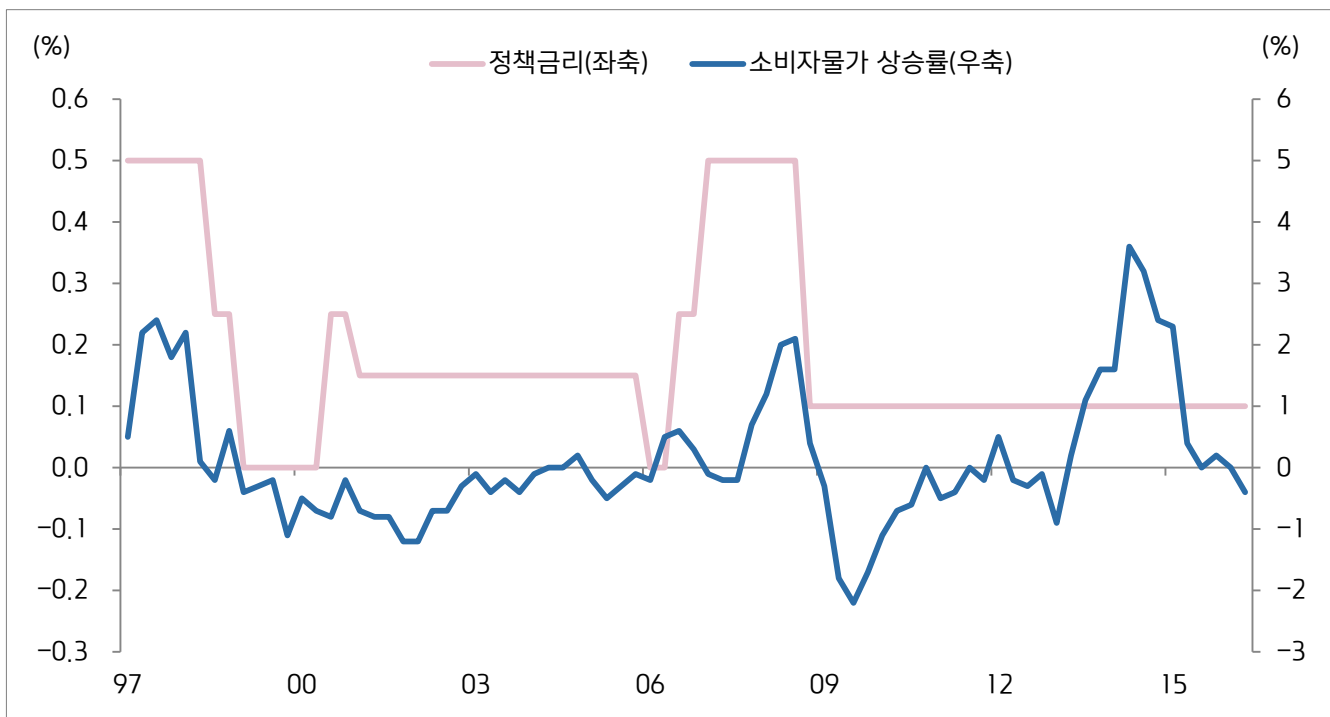


자료: 미 연준, 키움증권.

1. Base Scenario ② – 90년대 일본의 경험이 준 교훈도..

- ▶ 연준은 “디플레이션 방어하기: 90년대 일본의 경험”이라는 제목의 보고서를 통해
“일본 중앙은행이 1990년대 초반 신속하게 금리를 인하하는 등 적극적인 통화정책을 사용하고… 디플레 위험이
완화되었더라도 금리인상을 바로 단행하지 않고 좀 더 인내했다면 장기불황을 막을 수 있었다”고 지적한 바 있음

일본 정책금리 변화와 소비자물가 상승률 추이



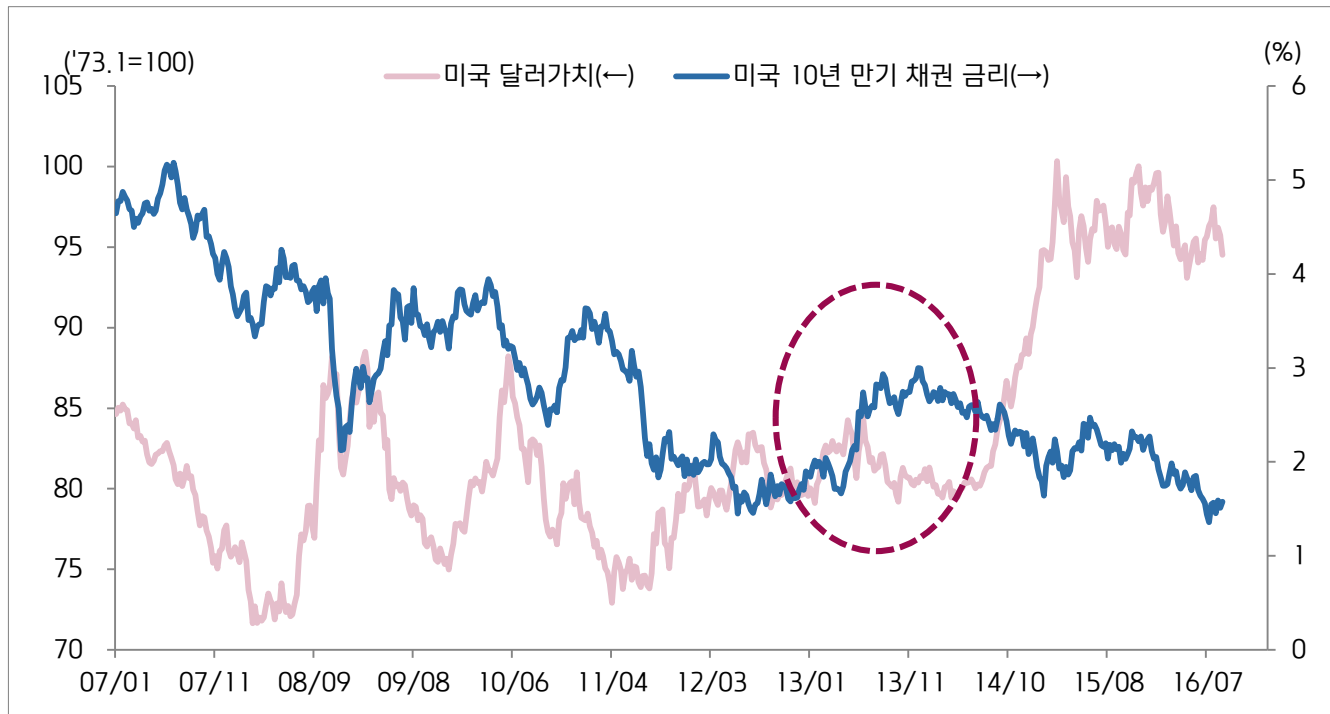
자료: 일본은행, Bloomberg, 키움증권.

1. Base Scenario ③ – 2013년 Taper Tantrum 충격도 생생해

경제전망

- ▶ 2013년 양적완화 중단 이후 벌어진 급격한 달러강세와 금리 급등의 경험도 연준의 금리인상 속도를 더디게 만들 요인
 - 향후 1년간 50bp 인상 예상

2013년을 전후한 미국 달러가치와 국채금리(10년)



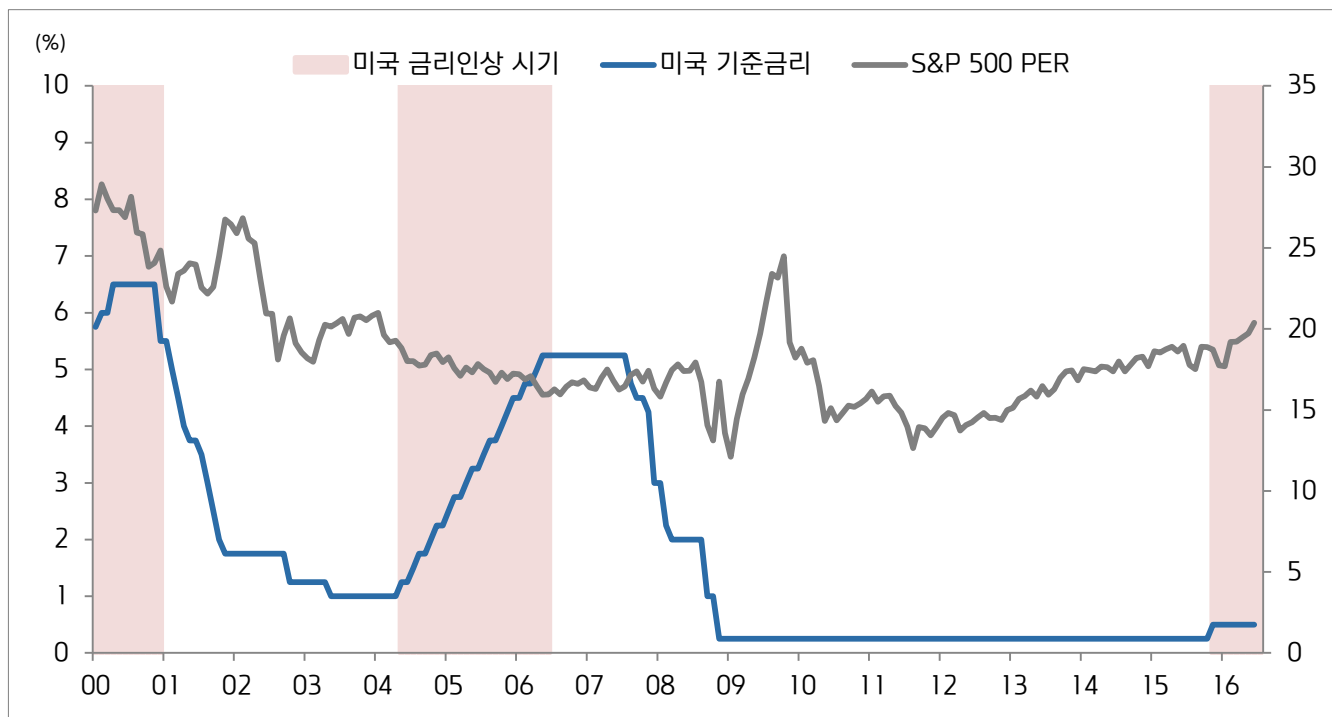
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. Worst Scenario ① – 증시 버블 위험이 부각되면?

경제전망

- ▶ 9월 금리를 인상하고 연 100bp 인상(Worst Scenario, 확률 20%)
 - 2000년 유형의 증시 버블이 발생할 경우, 비둘기파도 공격적인 금리인상에 가담할 것으로 우려
 - 미 증시 Valuation이 역사적 평균(18배 전후)을 소폭 상회하는 수준임을 감안할 때, 그 가능성은 낮음

금리인상 국면을 전후한 S&P500 PER(주가수익배율) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

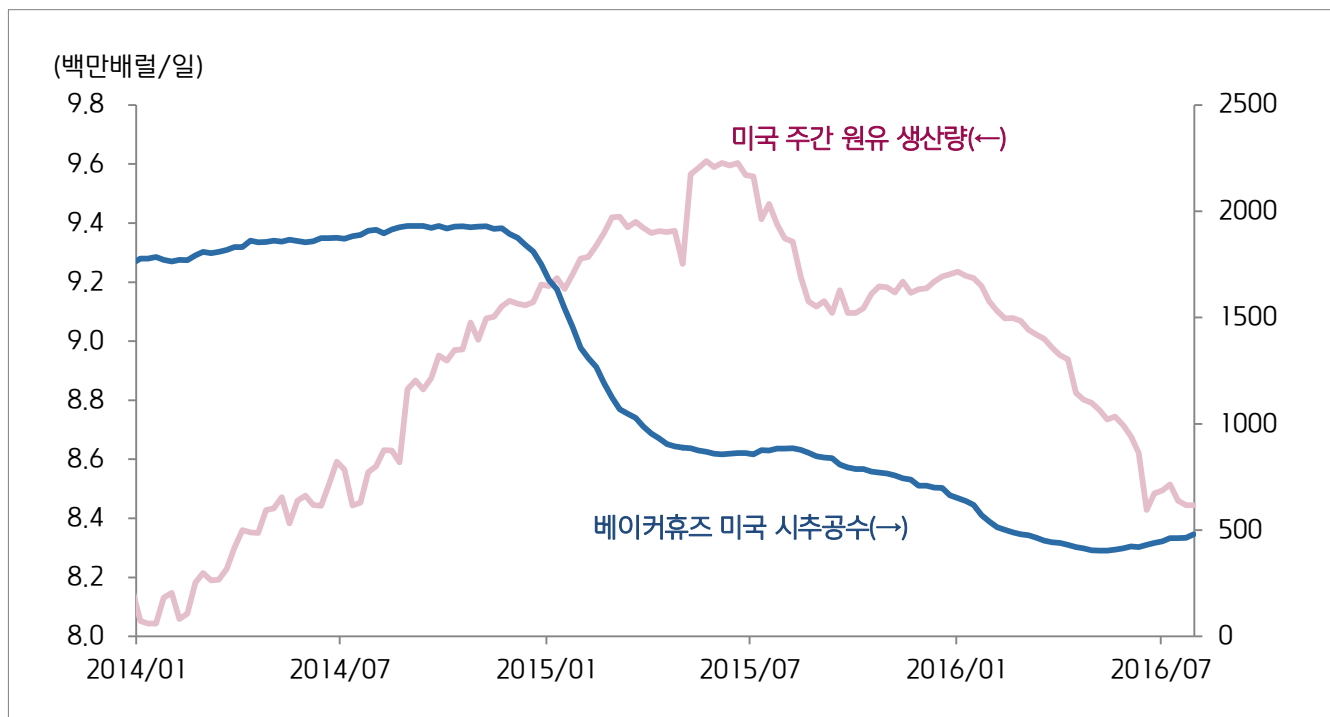
주: 음영으로 표시된 부분은 '금리인상 국면'

2. Worst Scenario ② – 국제유가가 급등하면?

- ▶ 지정학적 이슈 등으로 2011년처럼 유가가 급등할 경우,
Worst Scenario 출현 가능성 높여

→ 미국의 셰일 혁명 영향으로, 유가 상승 시 원유생산량이 신속하게 늘어날 수 있어 그 확률은 낮음

미국 Rig Count와 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part VI

한국 금융시장은?

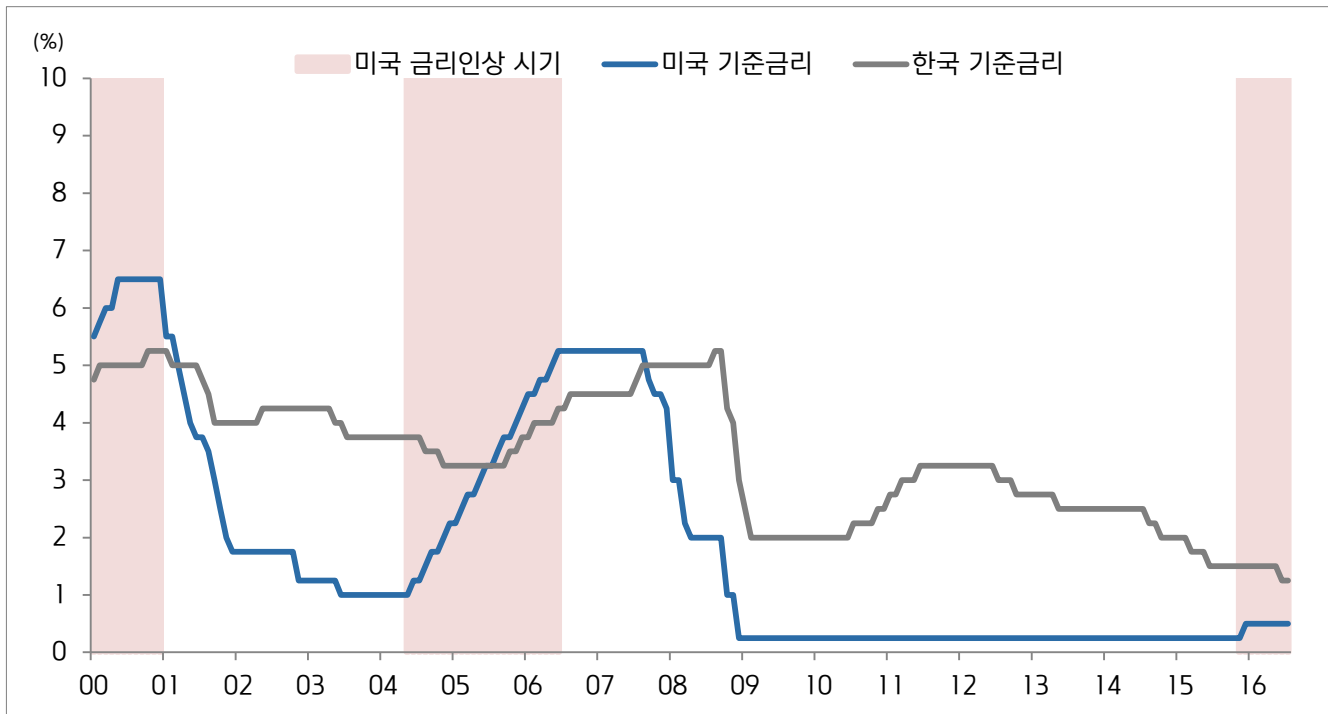


1. Base Scenario ① – BoK, 금리인하 후 상당기간 동결 예상

- ▶ 미 연준이 향후 1년간 50bp 내외의 금리를 인상하는 Base Scenario가 실현될 경우, 한국은행은 2004년처럼 독자적 행동을 취할 것으로 예상

→ 인플레이가 억제되어 있고 수출경기가 불투명한 한국경제의 여건을 감안할 때, 연내 추가 금리 인하 예상

2004년을 전후한 한국과 미국 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

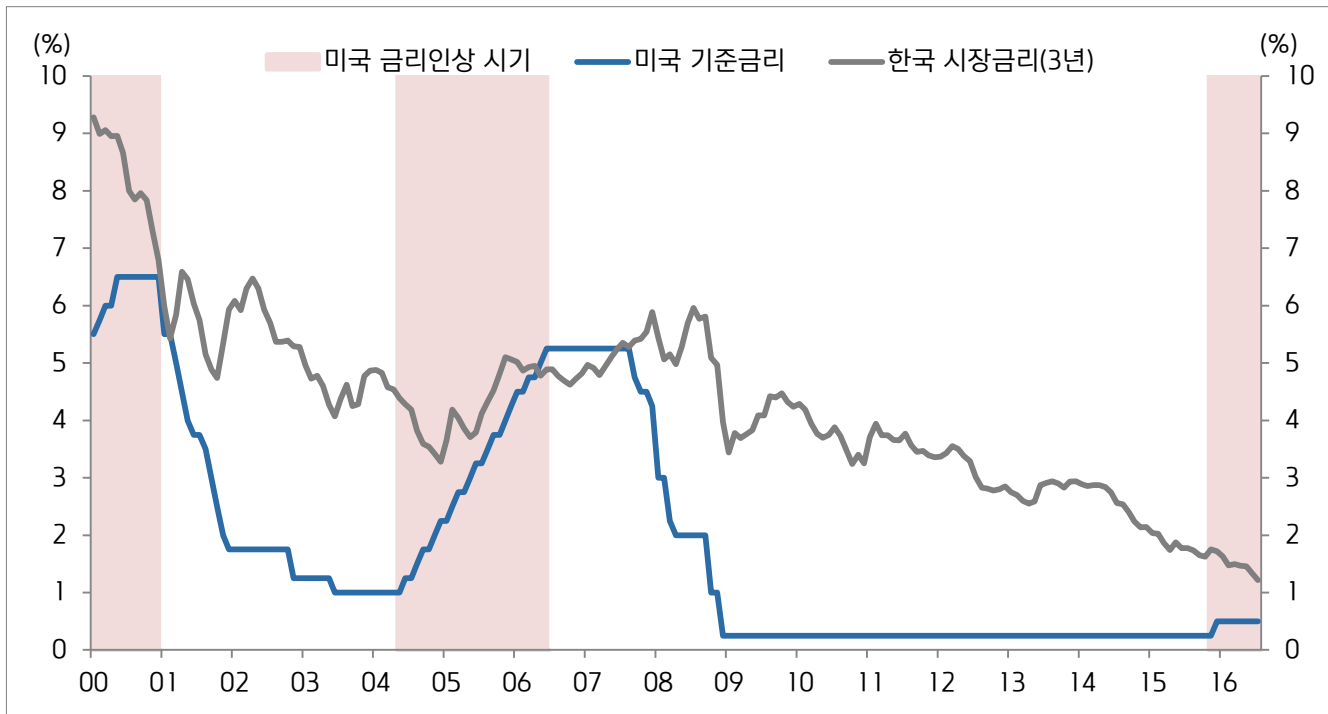
주: 음영으로 표시된 부분은 '금리인상 국면'

1. Base Scenario ② – 한국 금리, 하락 후 반등 예상

- ▶ 미 연준이 금리를 완만하게 인상하고 BoK가 금리를 한 차례 인하는 경우, 한국 시장 금리는 2004년처럼 하락 후 반등 흐름을 보일 것으로 예상됨

→ 국고 3년 금리: 3개월 후 1.1%, 1년 후 1.3%

2004년을 전후한 미국 정책금리와 한국 국채(3년) 금리



자료: Bloomberg, 키움증권.

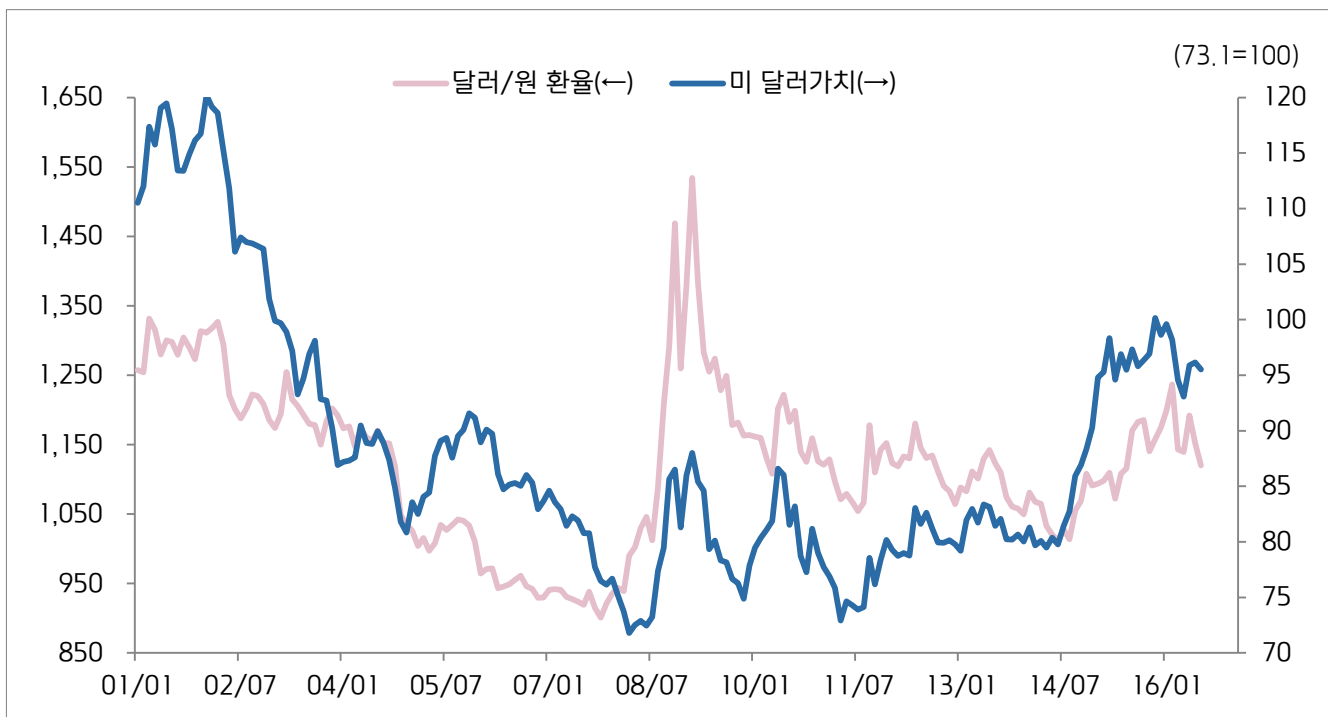
주: 음영으로 표시된 부분은 '금리인상 국면'

1. Base Scenario ③ – 달러/원 환율, 제한적 상승 예상

- ▶ Base Scenario가 실현되며 제한적인 ‘달러강세’가 출현할 경우, 달러에 대한 원화 환율도 완만한 상승 흐름을 보일 전망

→ 향후 1년 Core Band: 1,130~1,180원

미국 달러가치와 달러/원 환율 추이



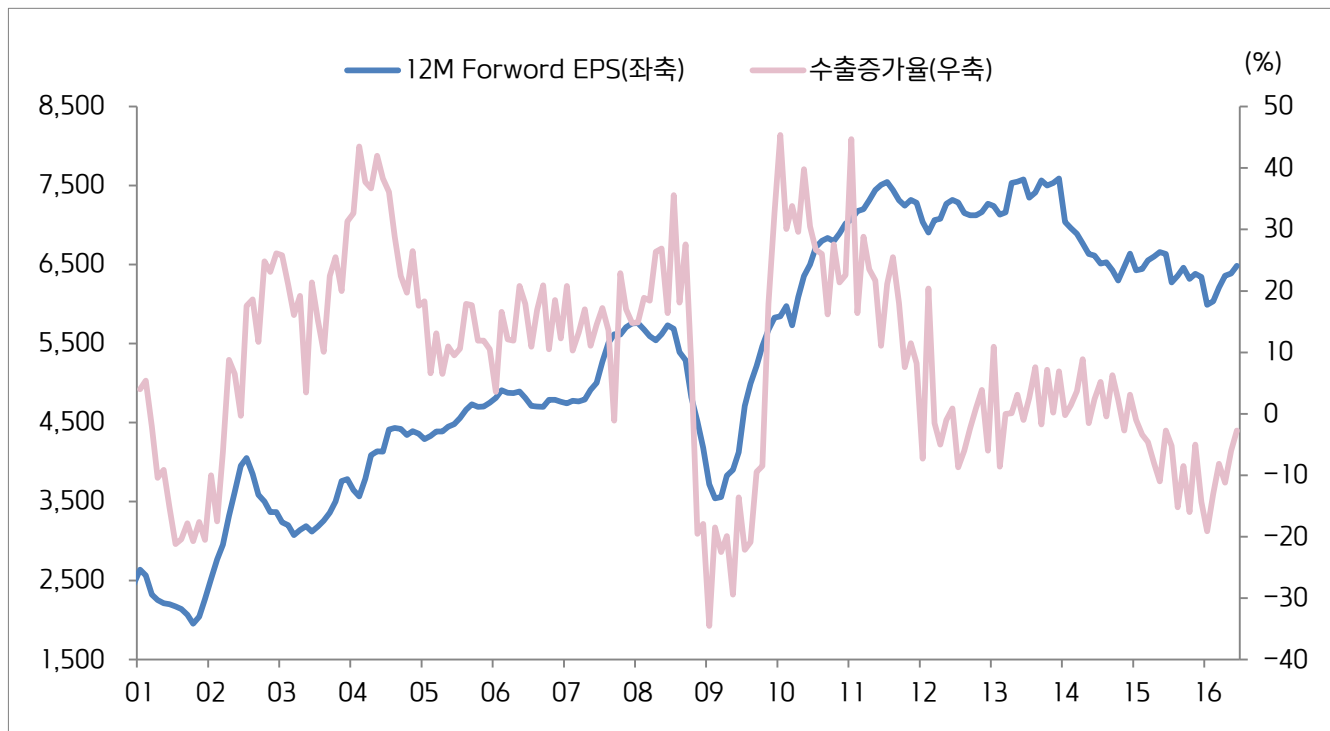
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. Base Scenario ④ – KOSPI, 역사적 고점 도전

경제전망

- ▶ Base Scenario가 실현될 경우, 2017년 한국증시는 역사적 고점에 도전할 전망
 - 환율의 점진적 상승과 중국 수출단가 인하 중단은 한국 수출에 큰 호재
 - 수출 회복 속에 기업이익은 2011년 기록했던 사상 최고치 수준을 넘어설 것으로 예상

한국 수출증가율과 EPS(12M forward) 추이



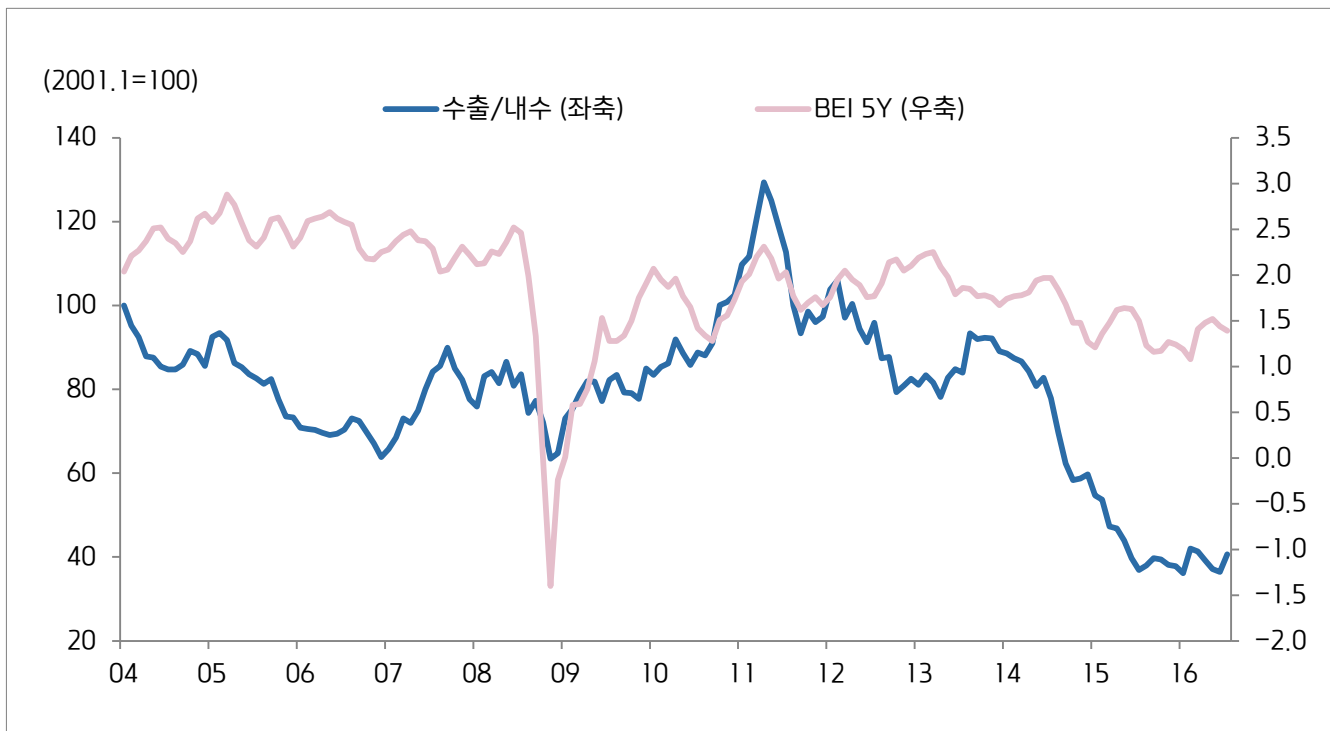
자료: Wisefn, 키움증권.

1. Base Scenario ⑤ - 수출주 투자유망

경제전망

- ▶ Base Scenario가 실현되며, 점진적으로 인플레이 기대가 부각될 경우 수출 및 가치주가 투자 유망한 것으로 판단됨

미국 BEI*(5년)와 수출주/내수주 상대강도



자료: Bloomberg, Wisefn, 키움증권

주: *BEI - 5년 만기 국채금리와 5년 만기 물가연동 채권 금리의 차이로 시장 참가자들의 장기 인플레이션 기대를 보여줌

2. Worst Scenario ① – BoK, 정책금리 동결 후 '17년 인하

- ▶ Worst Scenario가 실현되며 '11년 유럽재정위기처럼 금융시장 변동성이 확대될 경우, 한국은행은 정책금리를 동결할 것으로 예상
- ▶ 공격적 금리인상에 따른 경기 하강 위험이 부각되는 '17년 하반기에 금리인하 재개될 듯

미국 투기급등 채권 가산금리와 한국 정책금리의 관계

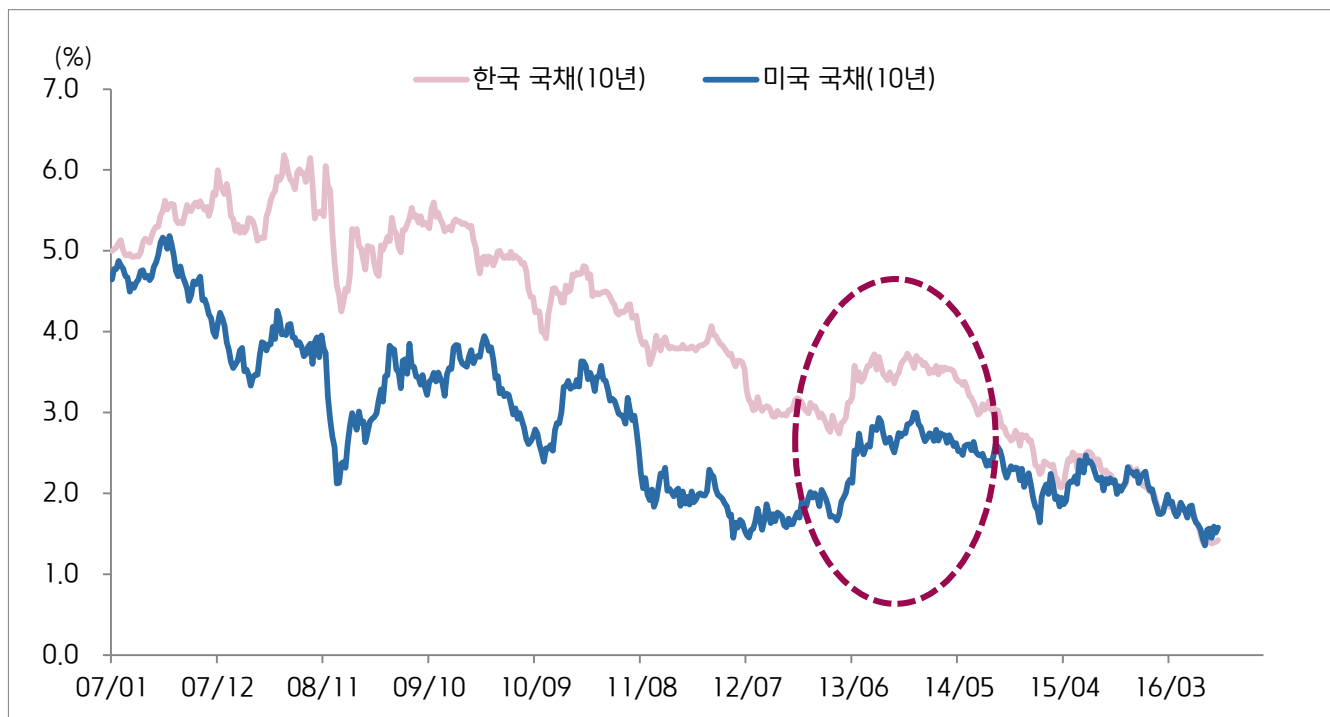


자료: Bloomberg, 키움증권.

2. Worst Scenario ② – 시장금리, 급등 후 하락 전환

- ▶ '13년처럼 미국 시장금리가 급등하는 경우(Worst Scenario), 한국 시장금리도 동반 상승할 것으로 우려
- 경기하강 위험이 높아지는 '17년에는 한국금리도 다시 하락 추세로 복귀할 전망

2013년을 전후한 한국과 미국 국채 금리 추이



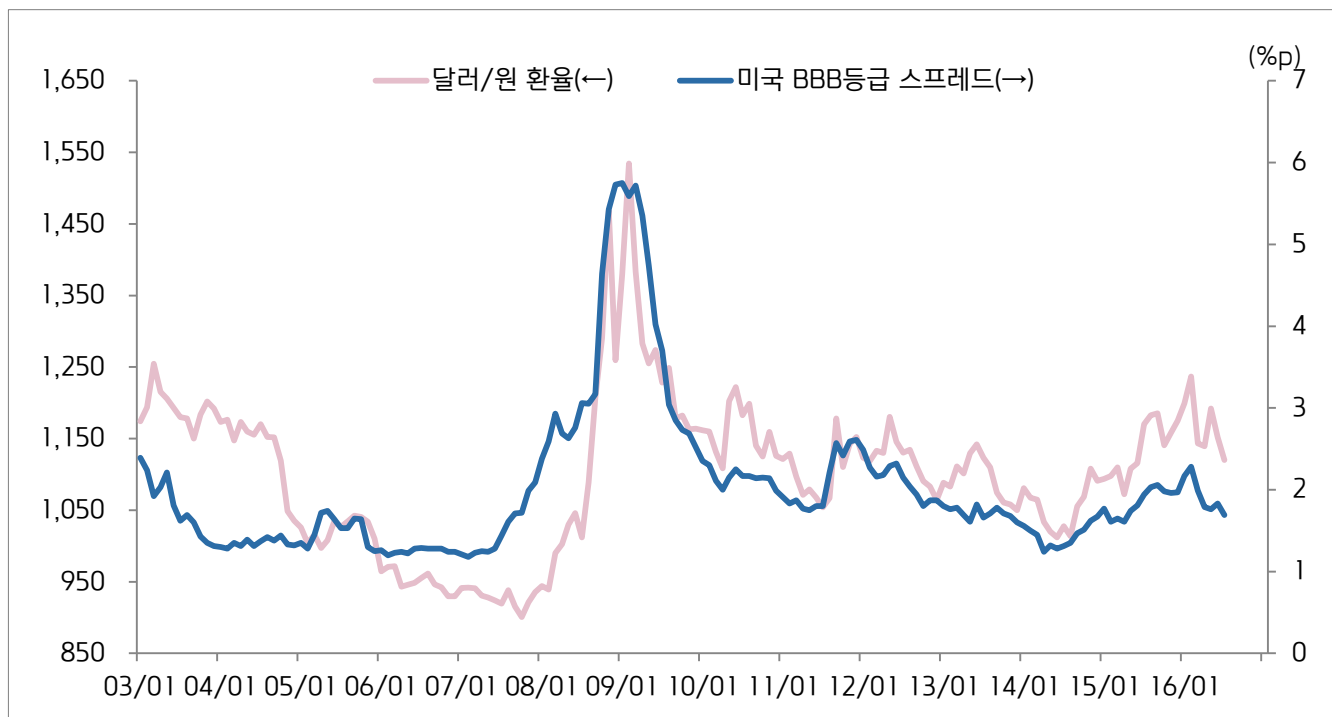
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. Worst Scenario ③ – 환율, 1,200원 선 돌파 예상

경제전망

- ▶ 금융시장 변동성이 확대될 때, 달러/원 환율 상승하는 경향이 있음을 놓치지 말아야
→ '16년 초처럼 달러/원 환율이 1,200원 선을 상향 돌파한 후, 점진적으로 변동성이 축소될 전망

미국 회사채 가산금리와 달러/원 환율 추이

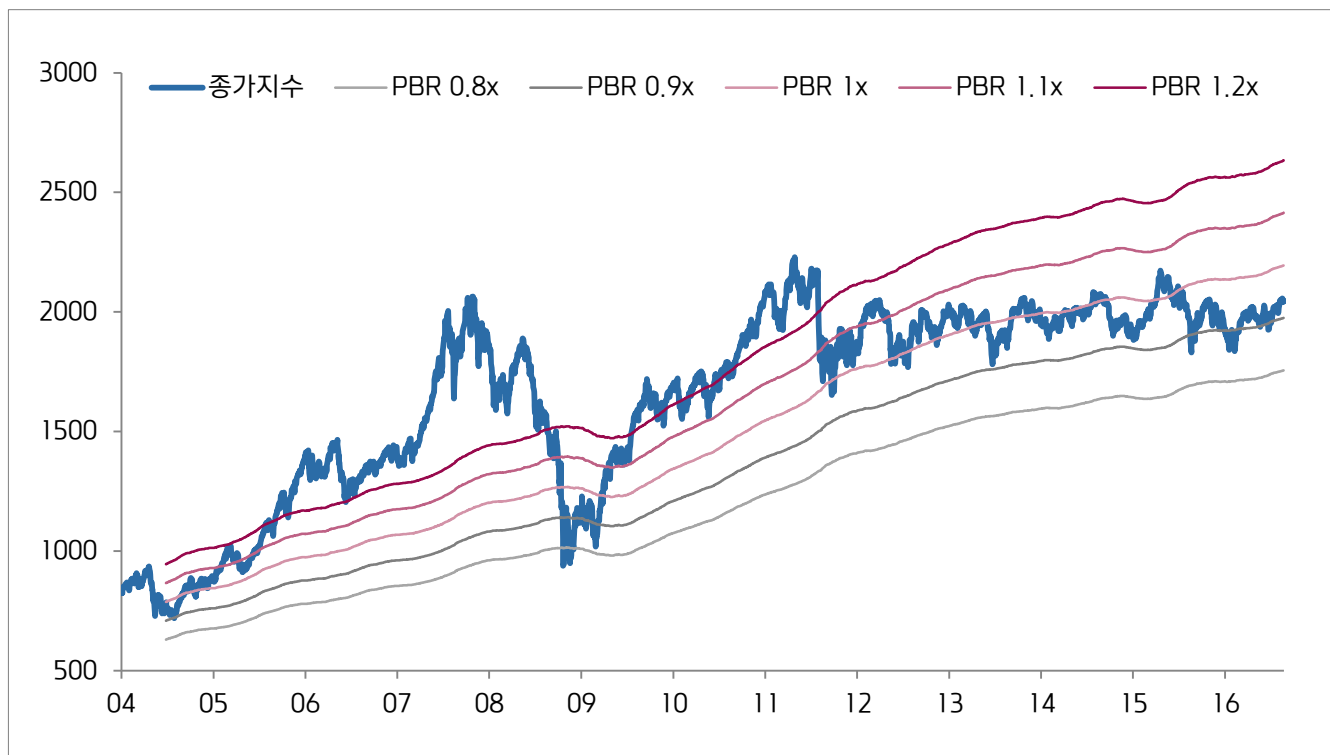


자료: Bloomberg, 키움증권.

2. Worst Scenario ④ – KOSPI, 큰 폭 조정 우려

- ▶ Worst Scenario 시, 미 달러강세 및 금융시장 변동성 확대되며 KOSPI 급락 예상
→ 2008년 금융위기 당시의 PBR 저점(0.8배, KOSPI 1,800pt) 수준에서 지지선 형성 기대

KOSPI PBR Band 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

2. Worst Scenario ⑤ – 경기방어주 강세 예상

- ▶ 연준의 공격적인 금리인하로 인플레이 기대가 약화될 경우, 한국 증시에서는 경기주도주보다는 방어주의 강세가 출현할 것으로 예상

미국 BEI*(5년)와 경기주도/방어주 상대강도



자료: Bloomberg, Wisefn, 키움증권.

주: *BEI(5년) - 5년 만기 국채금리와 5년 만기 물가연동 채권 금리의 차이로 시장 참가자들의 장기 인플레이션 기대를 보여줌