

Silver lining

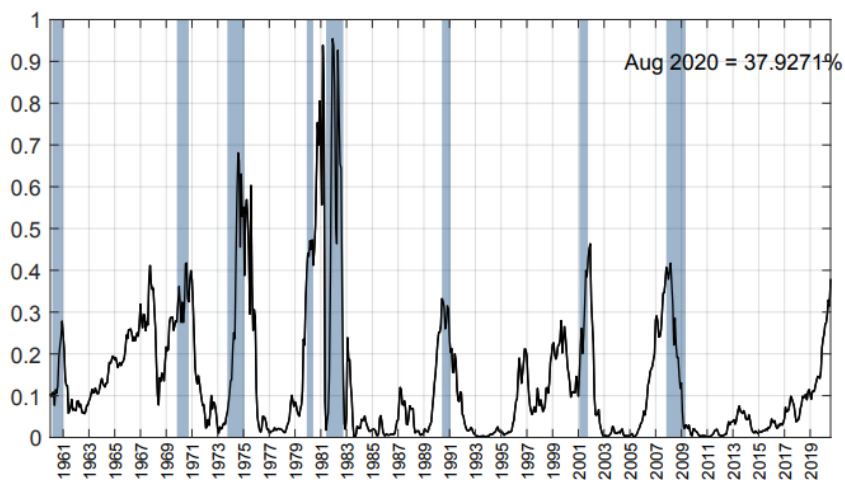
11 Sep 2019

장진우
+82.2.2179.1166
jinwoo.jang@kic.go.kr

우울한 전망들

경기 침체에 대한 우려가 고조되고 있다. 뉴욕 연준에서 발표하는 향후 1년 내 경기 침체 확률은 38%를 기록하여 2008년 금융 위기 이후 최고치를 기록하였다. 과거 이 수치가 30을 넘어가는 경우 거의 대부분 경기 침체를 경험했다는 점을 볼 때 부정적 전망은 더 이상 소수의 기우로 치부할 수 없게 되었다.

Probability of US Recession predicted by Treasury Spread – Twelve Months ahead



출처 : NY Fed,

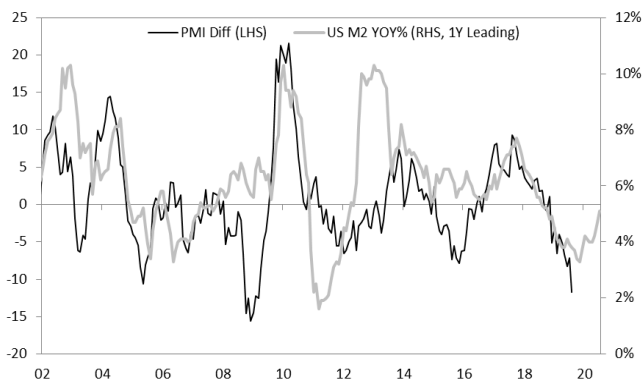
때마침 미국의 8월 ISM 제조업 PMI는 49.1로 50 이하를 기록하여 제조업 경기의 수축 국면에 대한 경고를 보내왔다. 그나마 글로벌 경기를 지탱해온 역할을 담당했던 미국이었기에, 미국 경기의 속락은 글로벌 경기 회복에 대한 기대감을 꺾기에 충분했다. 중국의 성장률은 갈수록 하향 조정되고 유로존 역시 경기 둔화에 대한 뚜렷한 대응책을 마련하지 못하고 있다. 저물가를 넘어 디플레이션에 대한 공포감은 채권 시장을 강타하면서 마이너스 금리의 채권 규모는 역대 최대치를 경신하였다.

지정학적 이슈들은 경기 전망을 악화시켜 왔다. 미중 무역 분쟁, 브렉시트, 홍콩 시위, 미국-이란 분쟁, 한일 무역 분쟁 등등 곳곳에 산재한 갈등들은 경제 활동의 불확실성을 키우고 있다. 이처럼 우려의 벽(Wall of worry)은 하루하루 커져가고 있고, 우리는 우려에 익숙해져 가고 있다.

경제 지표에서 Silver lining

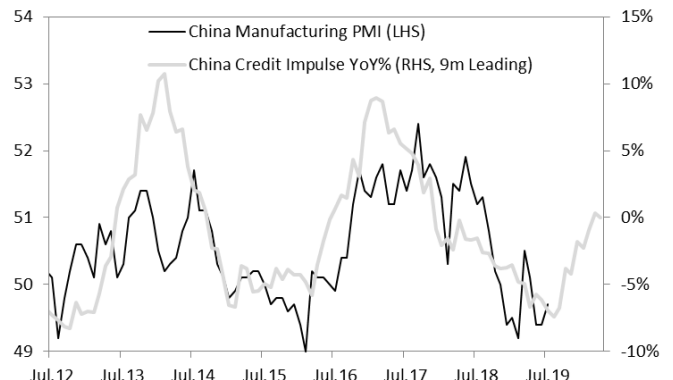
투자 기회는 사람들이 우려에 익숙해질 때 종종 발견되곤 한다. 따라서 부정적인 경제 전망이 넘치는 상황에서 경기의 반등 신호를 발견하려는 시도는 그 자체로 의미가 있다. 최근 발표되는 부정적인 경제 지표 사이에서도 몇몇 지표들에서 경기 반등 신호들이 관찰되고 있다. 이는 앞서 언급했던 경기 침체에 대한 우려와는 달리 앞으로의 경기가 한동안 예상 외로 견조할 수 있음을 나타내 주는 신호이다.

미국 M2 YoY% 와 제조업 PMI



출처 : US ISM, Federal Reserve

중국 Credit impulse 증가율과 제조업 PMI

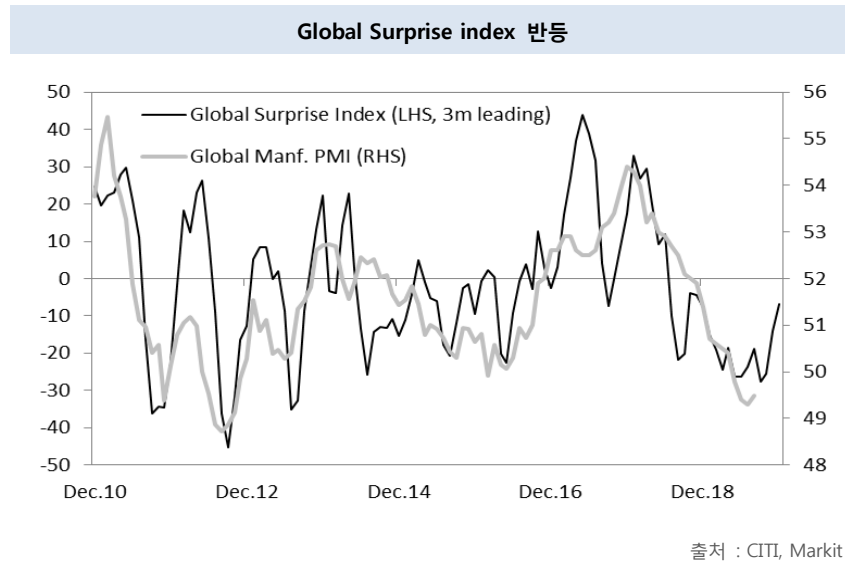


출처 : China Federation of logistics and purchasing, Bloomberg

먼저 유동성 지표의 반등이다. 위 도표 왼쪽은 미국의 M2 증가율과 ISM 제조업 구매관리자지수의 시계열을 비교해놓은 것이고, 오른쪽 도표는 중국 Credit Impulse와 공식 제조업 PMI의 시계열을 변동해 놓은 것이다. 여기에서 우리는 유동성 증가가 제조업 경기를 선행해 왔다는 점과 유동성 지표의 개선이 이미 상당히 진행되고 있다는 점을 확인할 수 있다.

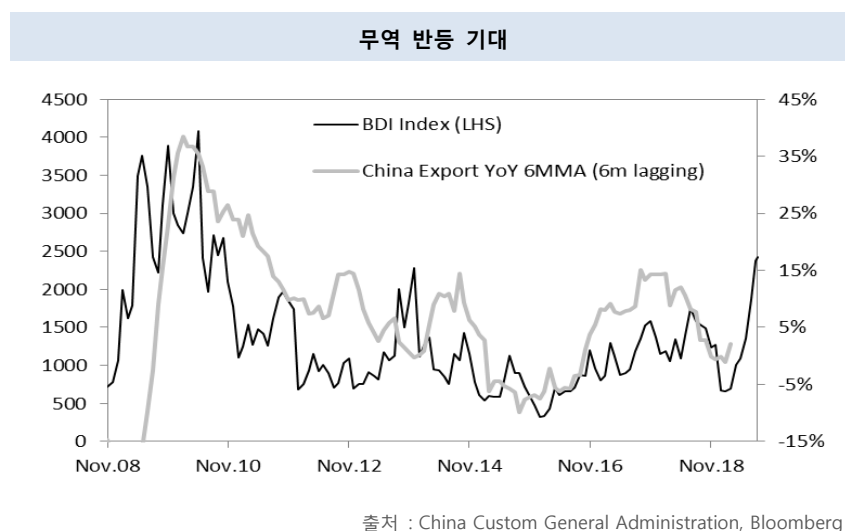
연준은 7월 FOMC에서 25bp 금리 인하를 단행하였고 9월에도 추가 금리 인하가 예상되고 있다. 중국은 최근 은행들의 지급 준비율을 또 한 차례 인하하며 유동성 공급 의지를 재확인시켜주었다. 미국과 중국 뿐만 아니라 글로벌 전체적으로 통화 완화 정책을 통한 경기 부양 자세로 돌아섰다. 만약 글로벌 경제가 유동성 함정에 빠진 것이 아니라면 유동성 상황의 개선은 시차를 두고 경기에

긍정적으로 작용할 것이다.



다음으로 글로벌 서프라이즈(Surprise) 지수가 최근 반등하고 있다. 서프라이즈 지수는 설계상 예상보다 좋은 경기 지표가 발표되면 상승하고 반대인 경우 하락한다. 최근 경기 지표의 반등이 크지 않았다는 점을 생각해보면 그만큼 지금 시장 참여자들의 경기 반등에 대한 기대감이 없다는 점을 알 수 있다.

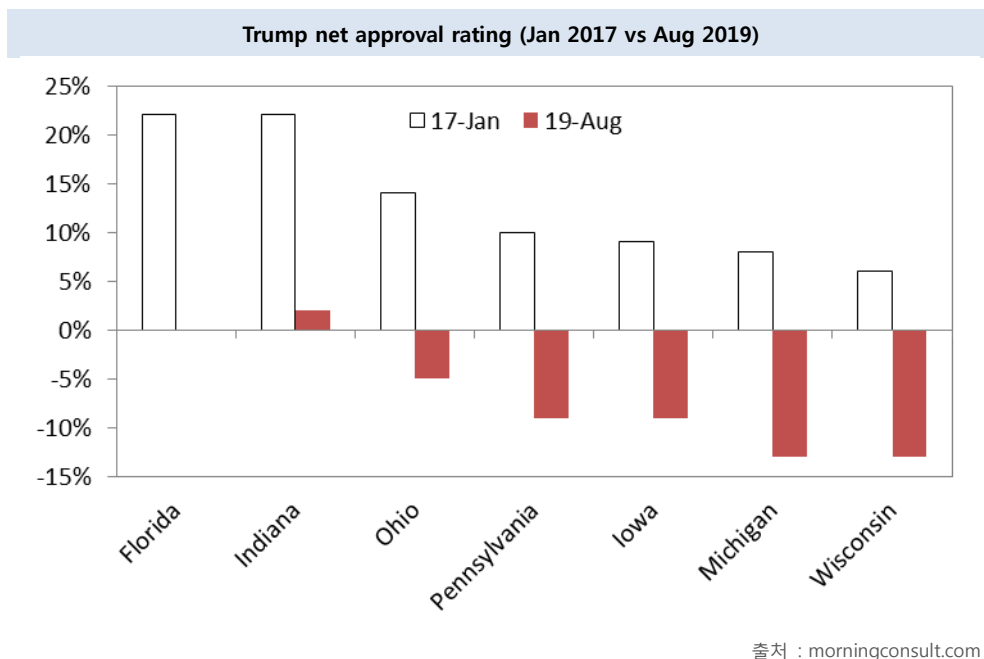
서프라이즈 지수의 반등은 위 도표에서 확인할 수 있듯이 제조업 PMI를 종종 선행하면서 경기 전망에 의미가 있다. 이에 따르면 최근 서프라이즈 지표의 빠른 회복은 향후 글로벌 제조업 PMI가 현재 수준보다 회복될 수 있음을 예상해볼 수 있게 한다. PMI 지표의 반등이 현실화된다면 경기 침체에 대한 우려는 당분간 잠잠해질 것이다.



무역 쪽에서도 반등 가능성이 확인되고 있다. 해운업 경기 상황을 나타내는 발틱 운임 지수는 연초 이후 크게 반등하여 2013년 이후 최고치를 기록하고 있다. 위 도표를 참고하면 통상적으로 발틱 운임 지수의 움직임은 중국의 무역 증가율의 움직임과 비슷하다. 최근 미-중 무역 분쟁이 지루하게 이어지면서 글로벌 무역 상황 개선에 대한 기대감이 낮아져 있다. 만약 무역에서 다소 긍정적인 상황이 연출된다면 경기 전반에 대한 기대감 개선이 가능할 것이다.

지정학적 긴장 사이에서 Silver lining

트럼프 대통령의 간밤 트위터 메시지 하나에 시장의 변동성이 확대되는 상황에서 향후 경기에 대해 긍정적으로 예상하기 어렵다는 입장도 있다. 특히 트럼프 대통령과 시진핑 주석이 경제적인 타격을 감수하고서라도 무역 분쟁에서의 승리를 위해 버랑 끝 전술을 구사할 가능성도 배척하기 어렵다. 미-중간 무역 분쟁의 부정적 여파는 중국 뿐만 아니라 미국과 기타 지역 역시 피해갈 수 없다는 점을 우리는 올해 확인해왔다.



그러나 2020년 대선이 다가오면서 트럼프의 정치적 여유는 크게 축소되는 모양새이다. 이는 미국의 전통적인 경합주(Swing State)들에서 트럼프 대통령의 순(net)지지도를 표시한 위 도표에서 쉽게 확인해 볼 수 있다. 플로리다, 인디애나, 오하이오 등 위 도표에서 표시한 지역은 전통적인 경합 지역이면서 2016년 대선에서 트럼프가 승리했던 지역이다. 그런데 2019년 8월 기준 설문 조사에

따르면 이들 지역에서 트럼프 대통령에 대한 순지지도는 크게 하락하였다. 이 지역에서 승리할 수 없다면 트럼프 대통령의 2020년 재선도 보장할 수 없다. 미-중 무역 분쟁에 따른 미국 경기 상황의 후퇴는 이 상황을 더욱 악화시키기에 대선을 앞둔 트럼프 대통령 입장에서는 단기적으로라도 갈등을 봉합시켜야 할 유인이 있다.

중국 역시 국내 경기 둔화와 홍콩 사태에 직면해 있어 미국과의 휴전을 바라고 있을 가능성이 높다. 한편으로는 강경한 메시지를 쏟아내고 있지만 이번에 미국에서 관세율을 30%로 인상한 이후 추가 대응을 자제하는 등 협상 기조를 유지하는 모습을 보였다. 10월에 워싱턴에서 협상을 재개하는 데 합의하는 등 무역 협상에 대한 기대를 버리지 않고 있는 모습이다.

우울한 상황, 기대감의 전환

지금까지 경제 지표, 지정학 관계 개선에 대한 몇 가지 실마리를 살펴보았다. 물론 이 실마리만으로 경기 반등을 확인할 수는 없다. 그러나 현재 경기 둔화는 이미 많은 이들이 알고 있다. 그들의 경기 전망 역시 밝지 않다. 어쩌면 미래에 대한 부정적인 전망이 팽배한 현재 시장 심리야말로 가장 설득력 있는 silver lining일 수 있다.

이런 상황에서 향후 기대감의 반등을 예상한다. 이미 확인한 몇몇 지표 이외에도 다양한 경기 지표에서 향후 경기 반등 모습을 확인할 수 있을 것으로 예상해본다. 현재 경기에 대한 수많은 경고음이 의미 없는 것은 아니지만 시장은 이미 우려의 많은 부분들을 가격에 반영하고 있다. 정책 담당자들 역시 기민한 대응을 약속하고 있다. 이 자체가 일시적일지는 몰라도 경기가 최악의 상황으로 가는 것을 방어해줄 것으로 기대된다.