

## Economy brief

2022-08-08

## [HI Economy]

## 물가 정점론과 양안(兩岸) 리스크

박상현(2122-9196)  
shpark@hi-ib.com

류진이(2122-9210)  
jinlee@hi-ib.com

## 7월 고용지표로 흔들리는 '파월 피벗' 기대감

'파월 피벗' 기대감이 뜻하지 않은 암초를 만남. 7월 미국 고용보고서가 강한 서프라이즈를 기록하면서 물가 정점론과 이에 따른 '파월 피벗' 기대감을 약화시키는 역할을 함. 아이러니한 것은 고용지표 호조에도 불구하고 장단기 금리 스프레드 역전 폭은 더욱 확대되는 등 침체 우려도 동반해서 상승함. 이에 따라 오는 10일 발표되는 7월 미국 소비자물가의 중요성은 더욱 커짐. 7월 물가압력이 둔화될 수 있음과 동시에 미국 물가 정점론에 힘을 더해줄 수 있는 요인은 유동성 둔화와 중국 생산자물가 둔화임.

## 장단기 금리 스프레드 역전 심화와 고용있는 경기침체

향후 경기침체 강도 논란과 관련하여 당사는 여전히 소프트한 경기침체 가능성을 높게 보는데 그 배경은 크게 3가지 있음. 첫째는 고용있는 경기침체임, 둘째는 주택시장이며 마지막은 무형자산과 관련된 투자사이클임.

## 양안(兩岸) 리스크, 중국 경제에 또 다른 악재

중국 경제를 둘러싼 불확실성이 끊이지 않고 있음. 펠로시 하원의장의 대만 방문으로 촉발된 양안 리스크는 물론 미-중 갈등 확산 분위기가 중국 경기 불확실성을 더욱 높여줄 전망이다. 이번 양안 리스크가 미-중간 치킨게임 양상으로 확산될 가능성은 낮다고 판단하지만 중국과 대만간 경제, 특히 교역관계에는 적지않은 파장이 예상됨.

기대보다 미온적인 경기부양 조치를 시행하는 상황에서 부동산 경기침체, 제로 코로나 방역정책에 따른 봉쇄조치 빈발 그리고 양안 리스크의 부각은 하반기 중국 경기의 적신호가 켜졌음을 시사함.

## 양안 리스크가 국내 경기와 금융시장에 독일까

양안 리스크 파장과 관련하여 금융시장의 관심도 높아지고 있지만 다행인 것은 주식시장에서 외국인 순매수 기조 지속과 원/달러 환율 흐름을 보면 양안 리스크가 국내 금융시장에 미치는 파장은 제한적임. 양안 리스크가 미-중간 치킨게임으로 확산될 가능성을 낮게 평가하고 있기 때문으로 판단됨. 또한, 대만의 지정학적 리스크가 오히려 외국인으로 하여금 단기적으로 국내 주식시장의 상대적 매력도를 높이는 요인으로 작용하고 있다고 여겨짐. 그러나, 단기적 호재 가능성에도 불구하고 양안 리스크의 장기화 시에는 국내 금융시장과 경기에 부정적 영향을 줄 것임.

무엇보다 중국 경기의 경착륙 리스크 현실화가 국내 제조업 등 경기사이클에 큰 악영향을 미칠 것이기 때문임. 양안 리스크의 불확실성의 장기화 리스크를 좀더 지켜볼 시점임.

## 7 월 고용지표로 흔들리는 ‘파월 피봇’ 기대감

‘파월 피봇’ 기대감이 뜻하지 않은 암초를 만났다. 7 월 미국 고용보고서가 강한 서프라이즈를 기록하면서 물가 정점론과 이에 따른 ‘파월 피봇’ 기대감을 약화시키는 역할을 했다. 7 월 비농업일자리수 증가 규모가 시장 기대치를 큰 폭으로 상회했을 뿐만 아니라 물가 압력과 높은 상관관계를 지니고 있는 임금상승률이 시장예상치를 상회했다. 7 월 시간당 임금상승률 역시 전월대비 0.5%(전년동월 5.2%) 상승, 시장예상치인 전월대비 0.3%(전년동월 4.9%)를 대폭 상회하였다.

7 월 고용지표 서프라이즈는 시중금리는 물론 9 월 FOMC 회의 금리인상 확률에도 큰 파장을 초래했다. CME FedWatch 에 따르면 9 월 75bp 추가 금리인상 확률은 68%로 전일 34% 대비 배 이상 증가했다. 그동안 빅스텝 전환 기대감이 확산되고 있었지만 고용지표 발표 이후 동 기대감이 크게 후퇴한 것이다.

아이러니한 것은 고용지표 호조에도 불구하고 장단기 금리 스프레드 역전 폭은 더욱 확대되는 등 침체 우려도 동반해서 상승했다는 점이다. 미 연준의 공격적 금리인상 기조가 궁극적으로 경기침체 압력을 확대시킬 것이라는 시장의 반응이다.

이에 따라 오는 10 일 발표되는 7 월 미국 소비자물가의 중요성은 더욱 커졌다. 소위 ‘파월 피봇’ 불씨가 다시 살아나기 위해서는 7 월 소비자물가 상승률이 시장 기대에 준하거나 시장 기대치를 하회해야 하기 때문이다. 만약 7 월 소비자물가 상승률마저 시장 예상치를 상회할 경우 ‘파월 피봇’ 불씨가 당분간 되살아나기 어려울 공산이 높다.

다행인 것은 7 월 소비자물가 상승률이 6 월에 비해서는 둔화될 가능성이 높다는 점이다. 임금상승률 및 주택가격 추이를 등을 고려할 때 임대료 등 서비스부문의 물가압력 둔화를 기대하기 어렵지만 에너지 및 식료품 가격 하락과 공급망 개선 효과 등이 7 월 물가상승률 둔화 요인으로 작용할 공산이 것이다.

이미 당사가 에너지 가격 하락, ISM 제조업 지수상의 가격지수 및 공급자 배송지수 하락 등으로 7 월 물가압력이 둔화될 수 있음을 지적했지만 이외에도 미국 물가 정점론에 힘을 더해줄 수 있는 또 다른 시그널로 포착되고 있다. 우선 유동성지표를 들 수 있다. <그림 3>에서 보듯 미국 M2 증가율의 급격히 둔화는 미국 소비자물가 상승률의 정점 통과 가능성에 힘을 더해주고 있다. 여기에 글로벌 제조업 공장인 중국의 생산자물가 둔화폭도 주목된다. 미국 소비자물가와 같은 날 발표되는 7 월 중국 생산자물가 상승률의 시장 예상치는 전년동월 4.9%로 6 월 6.1%에 비해 대폭 둔화될 전망이다. 중국 경기 부진 영향도 있지만 중국내 조업 정상화 및 원자재 가격 하락 등이 중국 제품가격의 하락압력으로 이어진 것이다. 이러한 중국 생산자물가 둔화 기조가 미국은 물론 글로벌 물가 압력 둔화에 기여할 수 있음은 미국 물가 정점론에 힘을 더해줄 것으로 기대된다.

그림1. 7월 고용지표 호조로 9월 자이언트스텝 확률이 급등

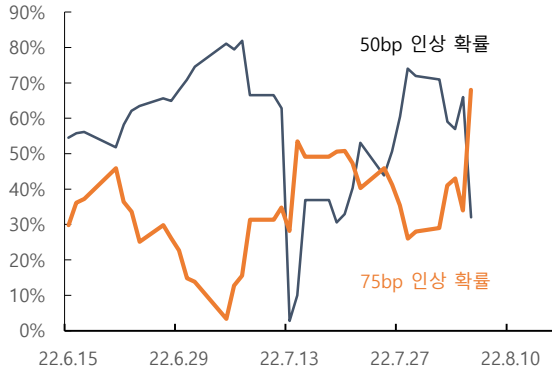


그림2. 고용지표 서프라이즈에도 불구하고 경기침체 리스크는 커짐

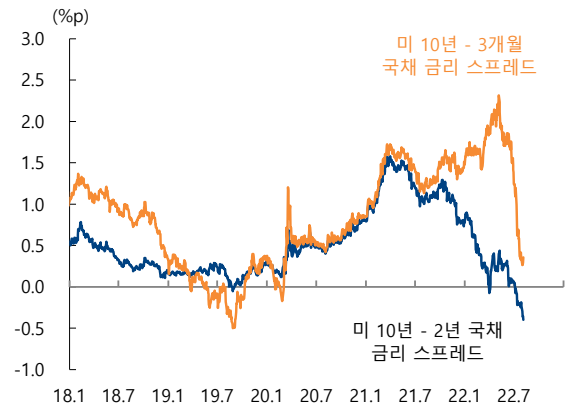


그림3. 통화증가율 둔화도 소비자물가 정점 통과 가능성을 시사

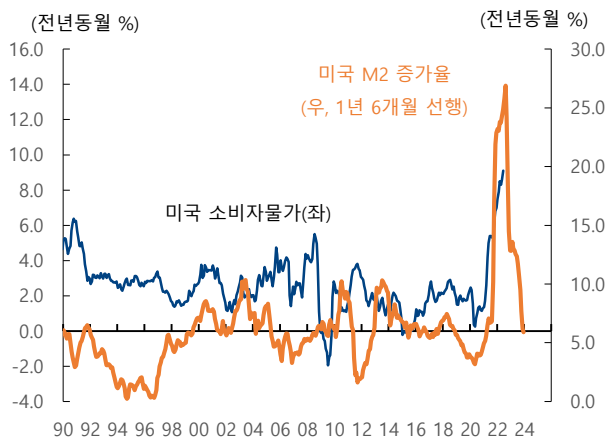
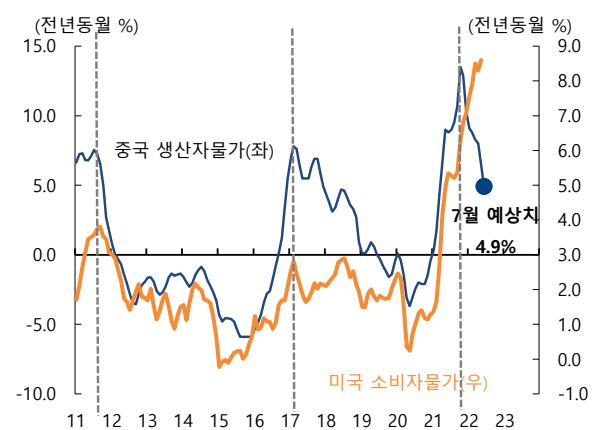


그림4. 중국 생산자물가 상승률 둔화도 주목할 현상



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 장단기 금리 스프레드 역전 심화와 고용있는 경기침체

앞서도 지적했듯이 경기침체 시그널인 장단기 금리 스프레드 역전 폭 확대되고 있다. 10 년 국채 - 2 년 국채 금리간 스프레드 역전 폭 확대는 물론 10 년과 3 개월간 국채 금리간 스프레드 역시 역전을 목전에 두고 있다. 분명한 미국 경기침체 시그널이다. 2 분기 연속 미국 GDP 성장률이 역성장을 기록했다라는 점에서 미국 경기가 이미 침체에 진입한 것으로 간주할 수 있지만 금융시장이 우려한 것은 일시적 경기침체가 아닌 골이 깊은 경기침체 리스크이다. 고물가 현상 지속과 이에 대응한 미 연준의 공격적 금리인상 기조 지속이 골이 깊은 경기침체로 이어질 수 있다는 시장의 우려가 사그라 들지 않고 있다.

향후 경기침체 강도 논란과 관련하여 당사는 여전히 소프트한 경기침체 가능성을 높게 보는데 그 배경은 크게 3 가지 있다.

첫째, 고용있는 경기침체이다. 7 월 고용지표 서프라이즈에서 보듯 미국 고용시장은 전조한 추세를 유지 중이다. 실업률, 비농업일자리수 이외에도 고용시장을 판단하는 여타 보조 고용지표 역시 과거 경기침체 진입 이전수준보다 양호한다. 신규 주간실업청구건수가 증가하고 있지만 과거 경기침체 진입 당시 수준인 30 만건 후반보다 절대적 수준에서 낮다. 고용감소 시사하는 해고건수 증가율 역시 아직 우려한 수준이 아니다. 반면, ‘구인건수 - 구직건수 차’는 역사적 고점 수준에서 유지되고 있다. 고용지표가 후행지표라는 점에서 시차를 두고 고용지표가 악화될 수 있지만 소비사이클 및 부채리스크에 심각한 타격을 줄 정도의 고용침체가 올 가능성은 아직 크지 않았다는 판단이다.

둘째 주택시장이다. 모기지 금리 상승 등으로 주택경기가 둔화되고 있지만 현 주택 경기사이클은 이전과 같이 경기사이클에 심각한 타격을 줄 정도의 둔화 흐름은 보이지 않고 있다. 구조적 요인들이 주택경기의 급격한 침체를 막아주고 있어 경기사이클의 연착륙 혹은 소프트한 경기침체 가능성에 도움을 줄 것으로 기대된다.

마지막으로 무형자산과 관련된 투자사이클이다. 2 분기 GDP 성장률에서도 보여주었듯이 지식재산생산물투자(=무형자산 투자)의 견조한 흐름 역시 미국 경기를 지탱하는 힘으로 평가할 수 있다.

요약하면 ‘파월 피봇’기대감이 흔들리고 있지만 7 월 소비자물가를 확인해야 할 필요성이 크다. 또한 강한 고용시장, 소위 ‘고용있는 경기침체’ 현상이 미국 경기사이클의 급격한 침체 리스크를 방어하는 역할을 해줄 것이다.

그림5.고용있는 경기침체 가능성을 보여주는 각종 고용지표들

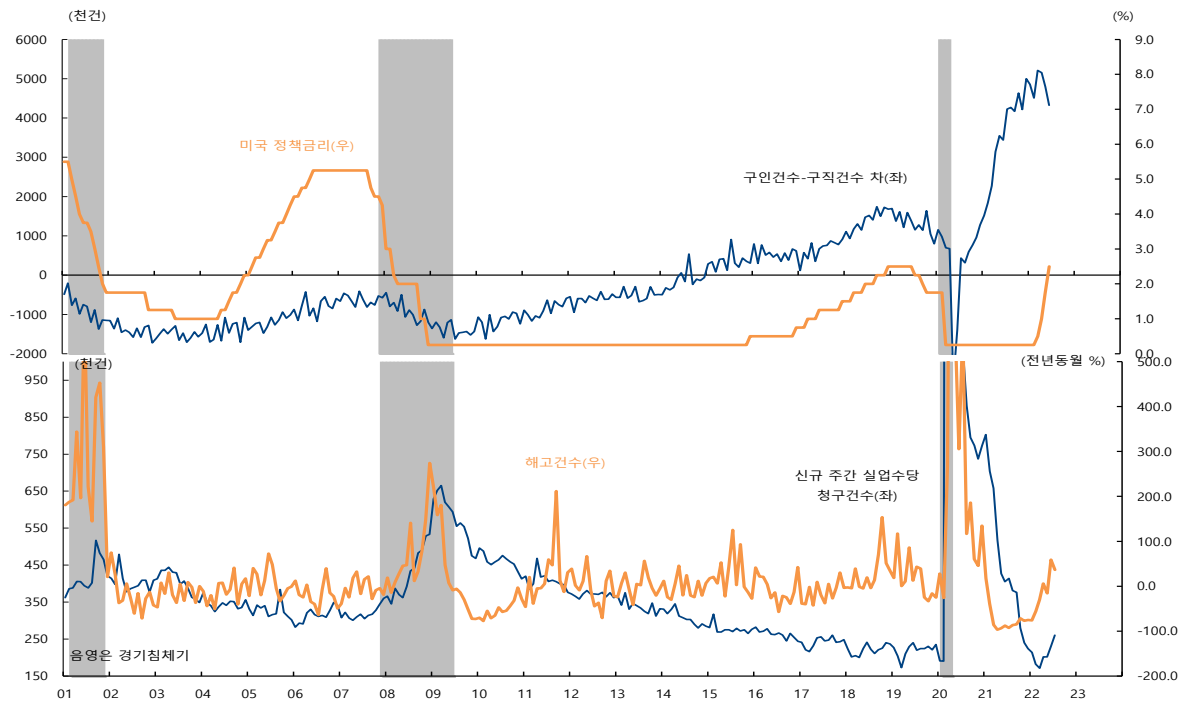
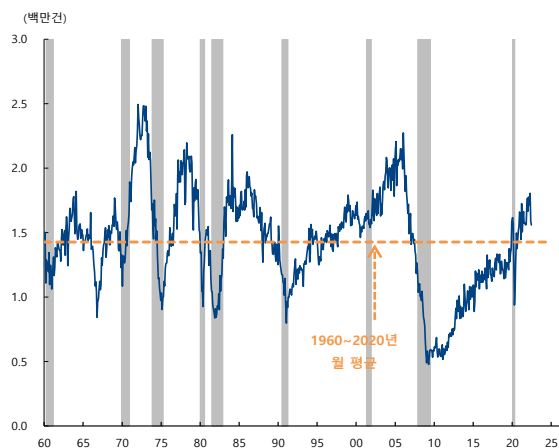
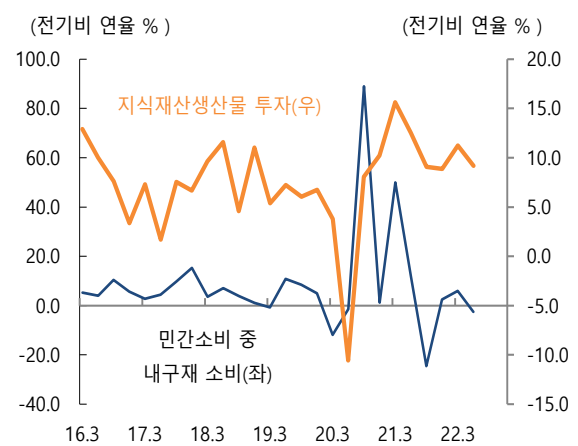


그림6. 미국 주택착공건수 추이: 주택경기가 둔화되고 있지만 침체 수준은 아님



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림7. 지식재산생산물투자는 무형자산 투자 사이클 호조를 시사



## 양안(兩岸) 리스크, 중국 경제에 또 다른 악재

중국 경제를 둘러싼 불확실성이 끊이지 않고 있다. 펠로시 하원의장의 대만 방문으로 촉발된 양안 리스크는 물론 미-중 갈등 확산 분위기가 중국 경기 불확실성을 더욱 높여줄 전망이다.

이번 양안 리스크가 미-중간 치킨게임 양상으로 확산될 가능성은 낮다고 판단하지만 중국과 대만간 경제, 특히 교역관계에는 적지않은 파장이 예상된다. 가뜰이나 제로 코로나 방역정책과 경기 둔화로 정치적 위상에 타격을 받고 있는 시진핑 주석 등 중국 정부 입장에서는 이번 대만 문제를 정치적 이슈로 십분 활용할 여지가 크다. 즉, '하나의 중국'이라는 명분을 활용하여 중국내 여론을 경제와 코로나가 아닌 정치적 이슈로 전환시킬 수 있기 때문에 미국과의 물론 대만과의 관계에서 있어서 상당기간 긴장 분위기를 유지할 공간이 높다.

이처럼 새롭게 부상한 양안 리스크는 중국 경기에는 당연히 부정적 영향을 미칠 수 밖에 없다. 중국은 주로 대만에서 IT 등 전자제품 및 부품 등을 수입하고 있다는 점에서 양안 리스크가 이러한 또 다른 공급망 리스크로 중국 제조업 경기에 부담을 줄 여지가 있다. 또한, 칩 4 동맹을 둘러싼 중국측의 불만이 쌓이고 있던 상황에서 대만에 대한 군사적 혹은 경제적 압박을 통해 칩 4 동맹 결성을 지연시키는 전략을 추진할 가능성도 배제할 수 없다.

양안 리스크와 더불어 중국 경제의 또 다른 악재는 코로나 봉쇄 재발이다. 대표적 관광지인 하이난 섬이 코로나 19 확산으로 전격 봉쇄되었다. 여름철 휴가 시즌을 맞이한 상황에서 대표적 관광지 봉쇄조치는 당연히 관광산업에 큰 타격을 줄 것이 자명하다.

기대보다 미온적인 경기부양 조치를 시행하는 상황에서 부동산 경기침체, 제로 코로나 방역정책에 따른 봉쇄조치 빈발 그리고 양안 리스크의 부각은 하반기 중국 경기의 적신호가 켜졌음을 시사한다. 당사의 전망처럼 올해 중국 GDP 성장률이 3%대 진입할 리스크가 한층 높아졌다. 정말 중국 경기 경착륙 리스크의 출구가 보이지 않고 있다.

그림8. 양안 리스크는 또 다른 중국 경기 불안요인



그림9. 대만 주식시장에서 외국인 순매수/도 추이

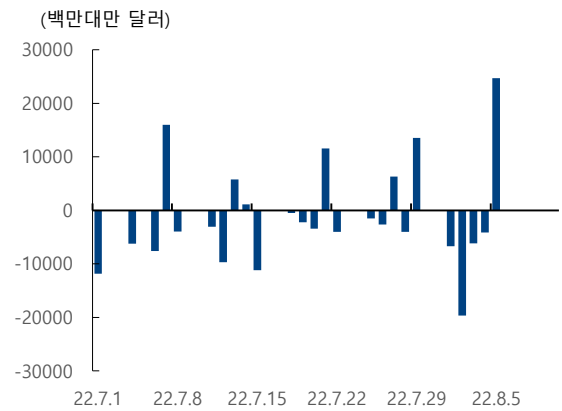


그림10. 중국의 대만 수출 및 수입 비중

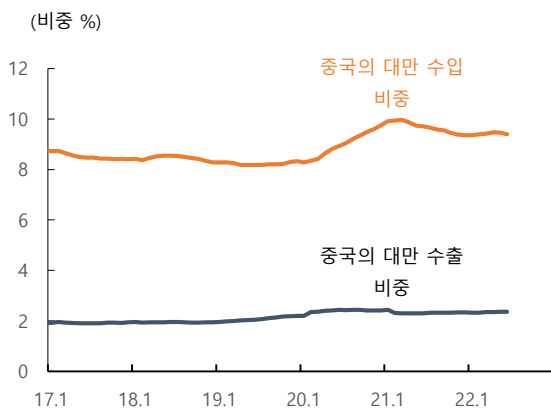


그림11. 중국의 대만 주요 수입품목 비중

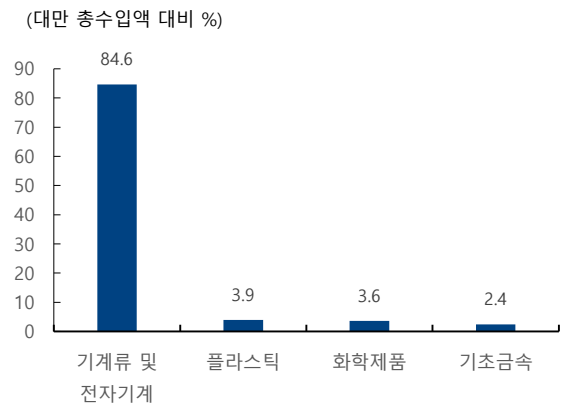
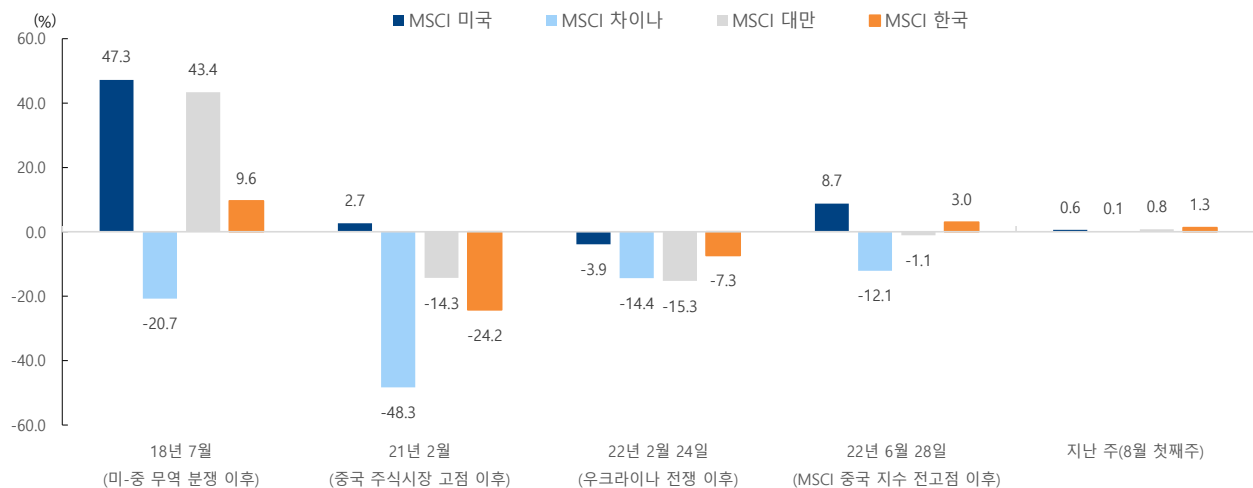


그림12. 미국과 중국 증시간 차별화 현상이 심화되고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 양안 리스크가 국내 경기와 금융시장에 독일까

양안 리스크 파장과 관련하여 금융시장의 관심도 높아지고 있다. 다행인 것은 주식시장에서 외국인 순매수 기조 지속과 원/달러 환율 흐름을 보면 양안 리스크가 국내 금융시장에 미치는 파장은 제한적이라고 할 수 있다.

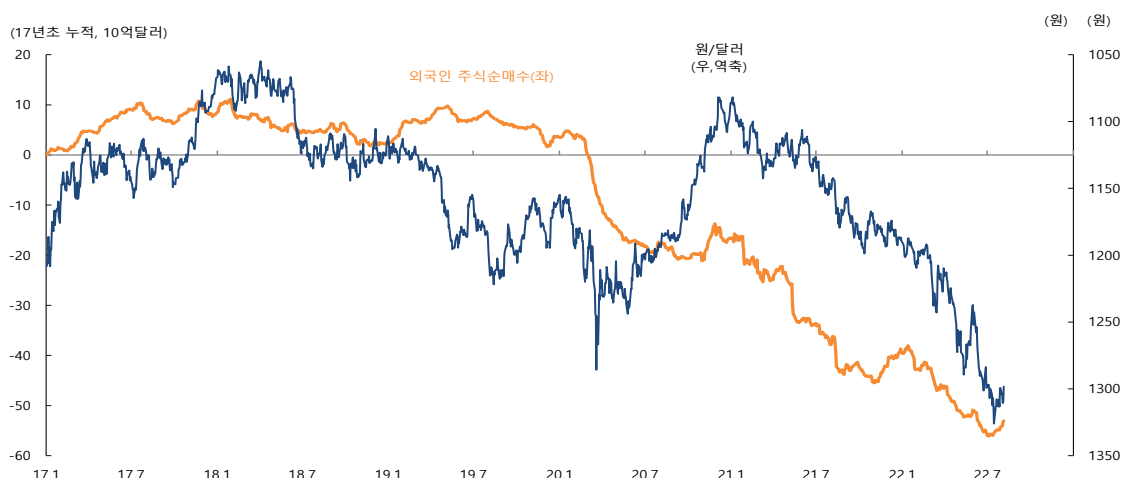
양안 리스크가 미-중간 치킨게임으로 확산될 가능성을 낮게 평가하고 있기 때문에 판단된다. 또한, 대만의 지정학적 리스크가 오히려 외국인으로 하여금 단기적으로 국내 주식시장의 상대적 매력도를 높이는 요인으로 작용하고 있다고 여겨진다. 아무래도 반도체 측면에서는 한국과 대만과는 경쟁관계에 있기 때문이다. 즉, 양안 리스크가 군사적 충돌 및 미-중간 치킨게임 격화와 같은 상황으로 전개되지 않는다면 양안 리스크가 단기적으로는 국내 주식시장에 오히려 긍정적 요인으로 작용할 수 있다. 자주 언급되는 18년 미-중 무역분쟁 본격화가 국내 증시 등 금융시장에 부정적 영향을 미친 것과는 차별화될 수 있다.

그러나, 단기적 호재 가능성에도 불구하고 양안 리스크의 장기화 시에는 국내 금융시장과 경기에 부정적 영향을 줄 것이다. 우선, 양안 리스크의 장기화는 궁극적으로 미-중간 갈등을 심화시키는 동시에 칩 4 등 반도체 동맹과 관련된 갈등 혹은 불확실성 리스크를 심화시킬 수 있다. 중국측의 제재가 현재는 대만에 그치고 있지만 불뚝이 우리나라로 될 여지가 있다.

무엇보다 중국 경기의 경착륙 리스크 현실화가 국내 제조업 등 경기사이클에 큰 악영향을 미칠 것이기 때문이다.

양안 리스크의 불확실성의 장기화 리스크를 좀더 지켜볼 시점이다.

그림13. 18년 미-중 무역 갈등과 현 양안리스크가 국내 금융시장에 미치는 영향은 단기적으로 차이가 있을 듯



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## Compliance notice

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 박상현, 류진이)

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.