

Economy brief

2022-08-17

[HI Economy]

G3의 삼색 경제: 라인강 수위까지 봐야

박상현(2122-9196)
shpark@hi-ib.com

류진이(2122-9210)
jinlee@hi-ib.com

미 경제지표 급락, 반드시 심각한 경기침체를 의미하지는 않을 수 있다

2분기 글로벌 주요국 성적표인 GDP 성장률을 보면 상대적으로 미국, 중국 및 독일 성장을 부진이 확인됨. 전세계 GDP의 약 46%를 차지하고 있는 G3 경제의 부진은 당연히 글로벌 경제에 악영향을 미칠 수 밖에 없음. 문제는 G3 경기가 각기 다른 사이클과 경기관련 해서도 다른 리스크를 가지고 있다는 점임. 글로벌 경기의 강한 반동이 쉽지 않음을 시사함.

미국 경제의 경우 침체 논쟁이 지속되고 있는 가운데 일부 8월 경제 지표는 경기 흐름이 빠르게 악화될 수도 있다는 시그널을 시장에 던져줌. 8월 뉴욕 옴파이어 스테이트 제조업지수와 NAHB(주택채감지수)의 급락은 경기 사이클 우려를 증폭시킴. 다만, 주목할 것은 추세임. 동 지표들의 급락 현상이 추세적으로 이어진다면 미국은 예상보다 빠른 경기 경착륙 국면에 진입할 공산이 높지만 일시적 현상에 그친다면 미 연준의 금리인상 충격의 일시적 해소 과정으로 해석할 수 있음.

요약하면 미국 경기 사이클에 경고등이 켜진 것은 분명하지만 경기침체 리스크가 오히려 미 연준의 금리인상 기초 변화를 촉발할 수 있음. 동시에 유가 하락 등은 인플레이션 압력 둔화와 함께 소비심리 반등으로 이어지면서 미국 경기의 하방 경직성을 강화시킬 수 있어 일부 경제지표 급락 현상에 대한 과도한 우려감 역시 경계할 필요가 있다는 생각임.

내외외환 독일 경제: 전쟁에 이어 가뭄까지

독일 경제는 물론 유로 경제가 에너지 혼란 리스크를 극복하고 침체를 피할지는 미지수인 상황에서 가뭄마저 걱정하는 상황에 이룸. 유럽이 500년만에 최악의 가뭄에 직면하면서 각종 경제활동에 커다란 악영향을 줄 가능성이 높아짐. 만약 가뭄이 장기화된다면 가뭄이나 에너지 가격 급등으로 전력 생산 등에 차질을 빚고 있는 상황이 더욱 악화될 것임. 가뭄마저 장기화되는 등 기후변화의 악재마저 본격화된다면 유로 경제의 침체 진입은 물론 스태그플레이션이 본격화될 수 있음.

중국 경기 경착륙 현실화에도 정책은 미약

7월 중국 경제지표가 예상 밖의 쇼크를 기록함. 중국 경기 경착륙 리스크를 높이는 요인은 중국 경제의 중진국 함정 리스크, 예상보다 장기화될 수 있는 경제 및 산업 패러다임 전환 과정 그리고 내수 확대 정책의 실패 등 구조적 요인과 더불어 제로 코로나 방역 정책, 부동산 시장 경착륙과 함께 미온적이고 불투명한 정책 기조를 지적할 수 있음. 특히, 중국 당국의 부양 의지가 미약함. 중국 정부가 제로코로나 방역 정책 하에서 경기부양의 한계를 인식하고 부양보다는 안정 혹은 리스크 관리에 초점을 맞추고 있는 것으로 판단됨.

중국 경기의 둔화가 단순히 하반기 둔화로만 그친다면 다행이지만 자칫 경기 경착륙이 중국의 구조적 리스크를 자극하거나 정책 실행의 후유증이 현실화된다면 중국 경기 경착륙 리스크는 소위 중국내 신용리스크를 자극할 수 있음. 이는 글로벌 경제 입장에서 가장 부담스러운 잠재 리스크임.

미 경제지표 급락, 반드시 심각한 경기침체를 의미하지는 않을 수 있다

2분기 글로벌 주요국 성적표인 GDP 성장률을 보면 상대적으로 미국, 중국 및 독일 성장률 부진이 확인된다. 미국 경제는 2분기 연속 역성장을 기록했고 중국 GDP 성장률은 전기비 -2.6%로 전세계 주요국 중 최악의 성장률을 기록했다. 독일 GDP 성장률 역시 유로존 GDP 성장률 서프라이즈와 달리 정체했다.

전세계 GDP 의 약 46%를 차지하고 있는 G3 경제의 부진은 당연히 글로벌 경제에 악영향을 미칠 수 밖에 없다. 더욱이 문제는 G3 경기가 각기 다른 사이클과 경기관련해서도 다른 리스크를 지니고 있다는 점이다. 글로벌 경기의 강한 반등이 쉽지 않음을 시사한다.

우선, 미국 경제의 경우 침체 논쟁이 지속되고 있는 가운데 일부 8월 경제 지표는 경기 흐름이 빠르게 악화될 수도 있다는 시그널을 시장에 던져주었다. 8월 뉴욕 엠파이어 스테이트 제조업지수와 NAHB 주택채감지수의 급락은 경기 사이클 우려를 증폭시켰다. 뉴욕 제조업지수의 경우 ISM 제조업 지수와 높은 상관관계를 지니고 있다는 점에서 동 지수의 급락은 8월 ISM 제조업 급락 가능성을 높였다. 동시에 3분기 마저도 미국 GDP 성장률이 역성장을 기록할 가능성을 높였다. 주택경기 채감지표인 NAHB 지수 급락 현상 역시 주택경기의 둔화 흐름의 가속화로 인한 경기 둔화 압력 확대로 해석될 수 있다.

다만, 주목할 것은 추세이다. 동 지표들의 급락 현상이 추세적으로 이어진다면 미국은 예상보다 빠른 경기 경착륙 국면에 진입할 공산이 높지만 일시적 현상에 그친다면 미 연준의 금리인상 충격의 일시적 해소 과정으로 해석할 수 있다.

긍정적인 것은 미국 물가의 정점 통과 가능성이 커지면서 미 연준의 금리인상 속도 역시 조절될 여지가 커지고 있음이다. 앞서 언급한 두 지표의 급락이 미 연준으로 하여금 공격적 금리인상 기조 지속 시 연준이 원하지 않는 급격한 경기침체 국면에 진입할 수 있음을 선제적으로 알려준 지표 역할을 할 수 있다. 좀더 분위기를 봐야겠지만 경기사이클은 미 연준의 금리인상 기조가 9월 FOMC 회의를 기점으로 중요한 변곡점을 맞이할 수 있음을 시사하고 있다.

일부 경제지표의 급락 현상에 금융시장이 크게 흔들리지 않는 이유는 미 연준의 정책 전환 기대감과 함께 가격지표들이 긍정적 흐름으로 전환되었기 때문이다. 가솔린 가격이 갤론당 4달러를 하회하고 주택경기 채감지표 NAHB 지수의 급락을 촉발한 모기지 금리 역시 하향 안정되는 분위기이다.

요약하면 미국 경기 사이클에 경고등이 켜진 것은 분명하지만 경기침체 리스크가 오히려 미 연준의 금리인상 기조 변화를 촉발할 수 있다. 동시에 유가 하락 등은 인플레이션 압력 둔화와 함께 소비심리 반등으로 이어지면서 미국 경기의 하방 경직성을 강화시킬 수 있어 일부 경제지표 급락 현상에 대한 과도한 우려감 역시 경계할 필요가 있다는 생각이다.

그림1. 글로벌 주요국 분기별 GDP 성장률: 미국, 독일 및 중국이 상대적으로 부진

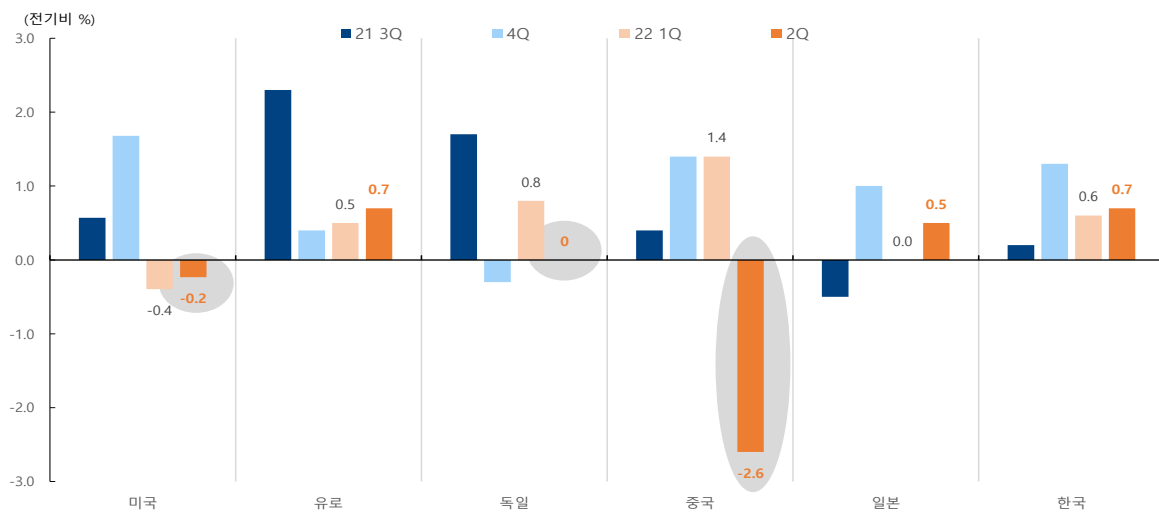
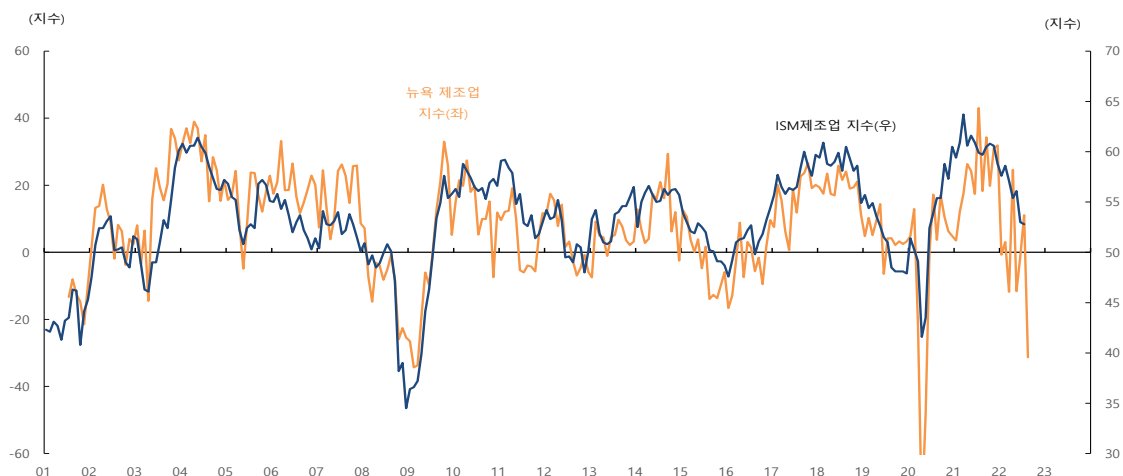


그림2. 8월 뉴욕 제조업지수의 급락은 ISM 제조업 지수의 부진을 예고하는 것일 수 있음



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 미국 NAHB 주택경기 체감지수 급락 시 미 연준의 통화정책 기조가 완화적으로 전환된 바 있음

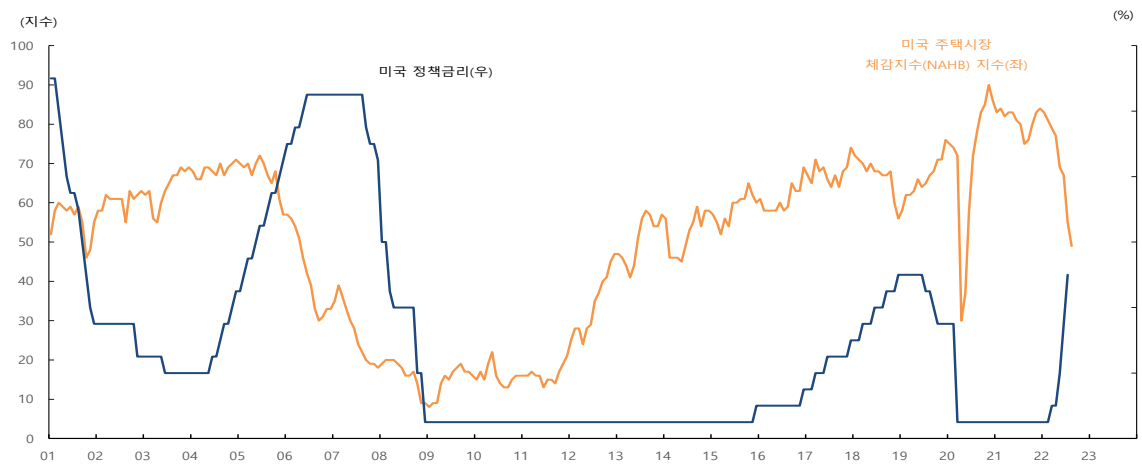
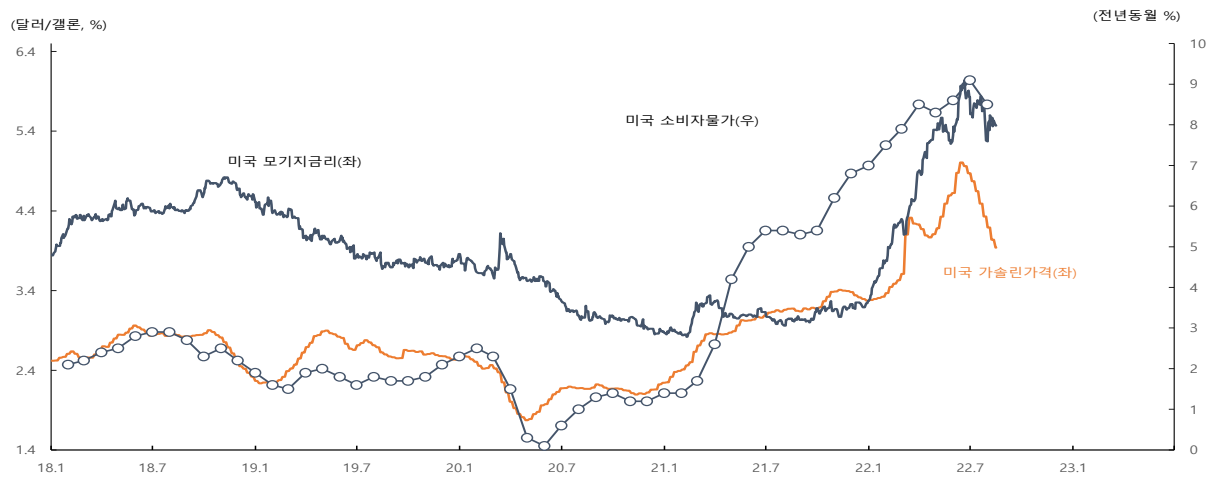


그림4. 미국내 가솔린 가격과 모기지 금리 하락세가 미국 경기 흐름에 점차 우호적 영향을 미칠 것임



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

내우외환 독일 경제: 전쟁에 이어 가뭄까지

앞서도 지적한 바와 같이 2 분기 유로 경제는 예상 밖으로 양호한 흐름을 보였다. 우크라이나발 전쟁과 이에 따른 천연가스 급등 등 에너지 혼란 직격탄에도 불구하고 위드 코로나에 힘입은 관광업 정상화 등 서비스업 경기 호조가 유로존 성장을 지탱했다.

다만, 서비스업보다 제조업 경기사이클에 민감하고 러시아 에너지 의존도가 높은 독일 경제는 예외였다. 문제는 앞으로다. 겨울철을 앞두고 러시아발 에너지 공급중단 리스크 해소에 뚜렷한 돌파구를 찾지 못하고 있어 고육책으로 에너지 수요를 15% 절감하는 방향, 즉 에너지 수요 감소를 통해 에너지 리스크는 넘기고자 하는 노력이 본격화되었다.

그러나, 독일 경제는 물론 유로 경제가 에너지 혼란 리스크를 극복하고 침체를 피할 지는 미지수이다. 러시아 에너지 공급은 재개될 기미를 보이지 않아 시간이 갈수록 에너지 비용부담은 급증하고 있다. 독일 4 인 가구기준으로 가스가격이 지난해 연간 1,301 유로(174 만원) 수준이었지만 올해는 3,991 유로(534 만원) 수준으로 4 배 가까이 급증할 전망이다. 가스관련 비용 급증이 소비지출을 제약하는 동시에 기업들의 생산활동에 악영향을 미칠 것은 자명하다. 더욱이 미국 물가는 정점 통과 가능성이 점쳐지고 있지만 독일 등 유럽내 소비자물가는 물론 생산자물가는 에너지 가격 급등으로 조기에 하향 안정될 수 있을지 불확실하다.

여기에 우크라이나 전쟁발 에너지 혼란과 함께 가뭄마저 걱정하는 상황에 이르렀다. 유럽이 500 년만에 최악의 가뭄에 직면하면서 각종 경제활동에 커다란 악영향을 줄 가능성이 높아졌다.

대표적으로 라인강 수위가 30Cm 대로 낮아지면서 바지선 운항 등 물동량이 크게 줄 수 있다는 경고의 목소리가 높아졌다. 만약 가뭄이 장기화된다면 가뜩이나 에너지 가격 급등으로 전력 생산 등에 차질을 빚고 있는 상황이 더욱 악화될 것이다. 수력발전 물론 원자력 발전에도 부정적 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

가뭄마저 장기화, 즉 기후변화의 악재마저 본격화된다면 유로 경제의 침체진입은 물론 스태그플레이션이 본격화될 수 있다.

그림5. 500 년만의 가뭄으로 독일 라인강 수위가 역사적 평균치를 크게 밑돌고 있음

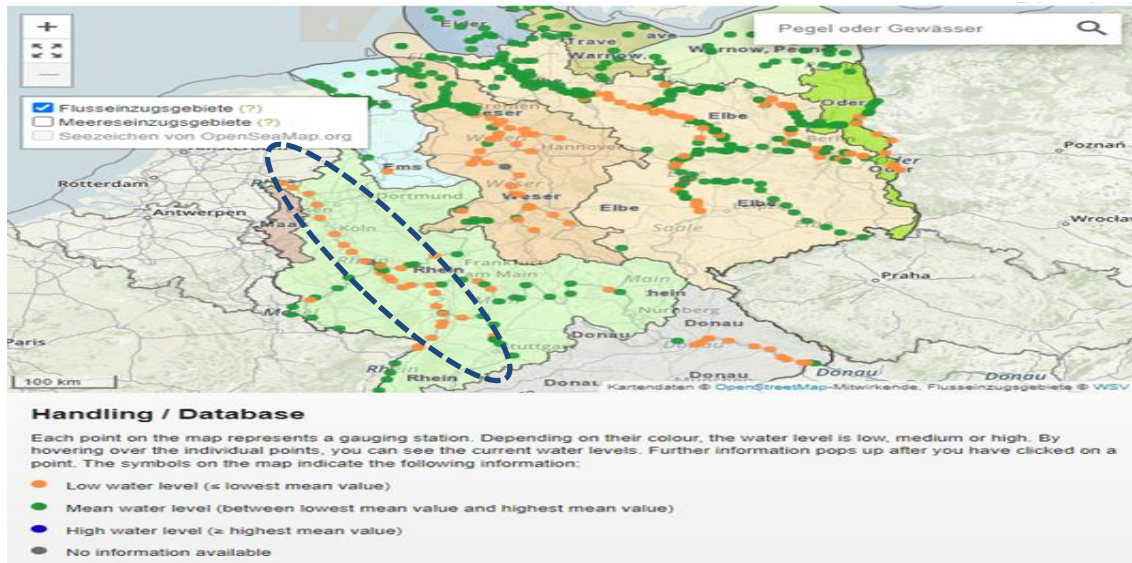


그림6. 라인강 수위: 18년 수위까지 낮아짐

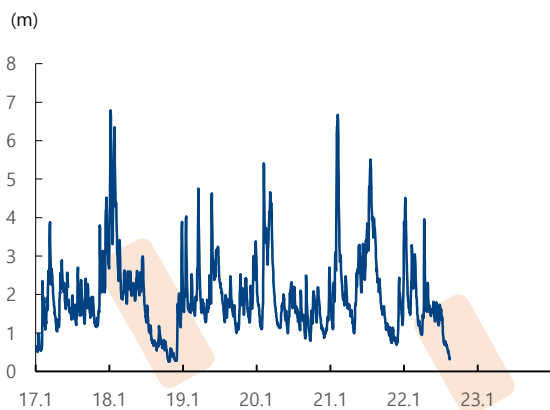


그림8. 독일 연료원별 전력 비중

	무연탄	갈탄	원유	천연가스	풍력 및 수력	기타
10년	9.3	36.9	2.6	11.1	6.1	34.0
11년	8.5	37.6	2.6	10.8	7.3	33.2
12년	7.9	40.6	2.7	9.8	8.6	30.4
13년	5.6	40.4	2.7	9.5	9.3	32.6
14년	5.7	40.1	2.6	7.7	10.1	33.8
15년	4.5	39.5	2.5	7.1	12.1	34.3
16년	2.9	38.9	2.5	7.0	12.6	36.2
17년	2.7	38.0	2.3	6.3	14.7	36.1
18년	1.9	38.7	2.3	5.4	16.1	35.6
19년	0.0	32.9	2.3	5.6	19.1	40.1
20년	0.0	28.8	2.4	5.2	21.2	42.4

자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림7. 노르드스트림을 통한 천연가스 공급 감소 상황이 지속 중

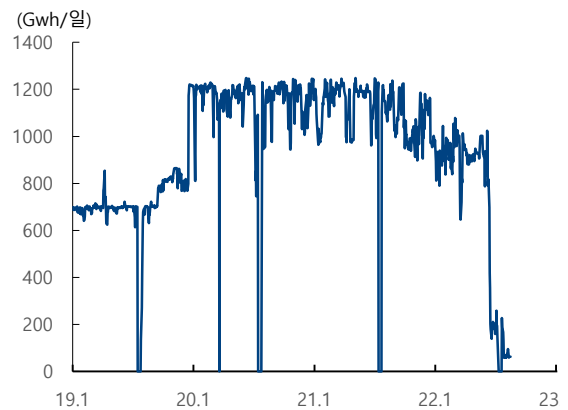
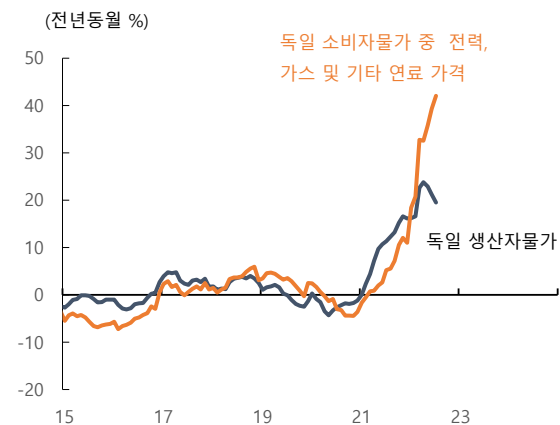


그림9. 독일 생산자물가 상승률은 둔화되었지만 전력 및 에너지관련 물가압력이 여전히 확대 중



중국 경기 경착륙 현실화에도 정책은 미약

7월 중국 경제지표가 예상 밖의 쇼크를 기록했다. 경기부양책이 실시된 영향으로 7월 경제지표가 반등할 것으로 기대했지만 현실은 아니었다. 이에 따라 올해 중국 성장률 3% 현실화 가능성이 한층 높아졌다.

중국 경기 경착륙 리스크와 관련해서는 당사의 16일자 보고서(中 경제의 구조적 리스크 해부)를 통해 설명드렸지만 간단히 요약하면 다음과 같다.

중국 경기 경착륙 리스크를 높이는 요인은 중국 경제의 중진국 함정 리스크, 예상보다 장기화될 수 있는 경제 및 산업 패러다임 전환 과정 그리고 내수 확대 정책의 실패 등 구조적 요인과 더불어 제로 코로나 방역 정책, 부동산 시장 경착륙과 함께 미온적이고 불투명한 정책 기조를 지적할 수 있다.

정책기조와 관련하여 미국과의 통화정책 차별화가 제약요인이지만 경기둔화 흐름에 비해 정책 강도가 미약하다. 물론 예상 밖으로 1년 MLF(중기 유동성대출) 금리를 인하했지만 10bp 수준으로 경기에 활력을 불어넣기에는 턱 없이 부족한 금리인하 폭이다. 금리인하 폭 뿐만 아니라 유동성 정책도 기대에 크게 못 미치고 있다. 7월 사회총용자 금액 증가 폭은 7,561억 위안으로 시장 예상치 1조 3,500억 위안의 절반 수준에 그쳤다. 통화당국의 의지인 부동산 침체 및 제로 코로나 방역정책 등으로 금융기관들이 대출을 자제하고 있는 것인지 분명치 않지만 경기 모멘텀을 강화시키에는 미약한 유동성 흐름이다.

더욱이 중국 당국의 부양의지도 미미하다. 중국 정부가 제로코로나 방역 정책 하에서 경기부양의 한계를 인식하고 부양보다는 안정 혹은 리스크관리에 초점을 맞추고 있는 것으로 판단된다. 또한, 당 대회라는 정치이벤트를 앞두고 불거진 경기 경착륙 리스크는 양안 리스크 혹은 미-중 갈등이라는 정치 쟁점을 통해 희석시키고 있는 것으로 보인다. 기대했던 당 대회 이전의 강력한 경기 부양을 기대하기 어렵게 되었다.

중국 경기의 둔화가 단순히 하반기 둔화로만 그친다면 다행이지만 자칫 경기 경착륙이 중국의 구조적 리스크를 자극하거나 정책 실기의 후유증이 현실화된다면 중국 경기 경착륙 리스크는 소위 중국내 신용리스크를 자극할 수 있다. 이는 글로벌 경제 입장에서 가장 부담스러운 잠재 리스크이다.

그림10. 중국 고용시장 불안이 진정되지 못하고 있음

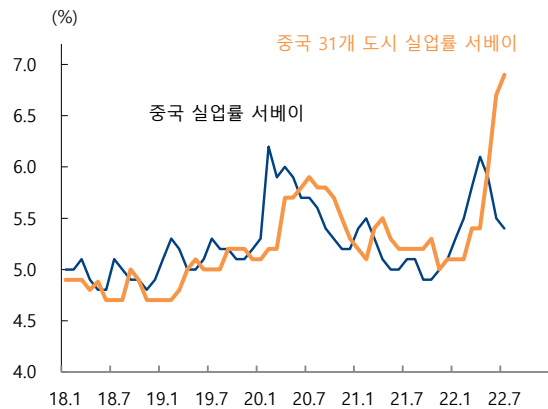


그림11. 부양정책으로 7월 인프라투자 증가율은 상승했지만 전체 고정투자증가율은 둔화

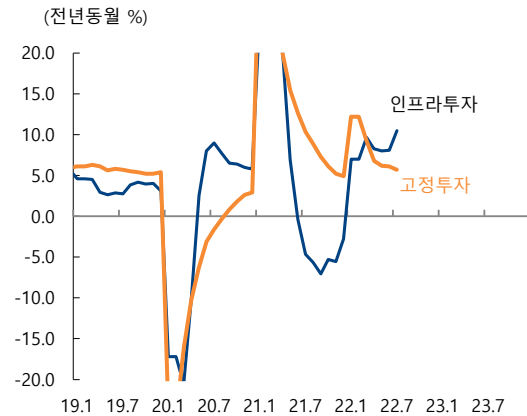


그림12. 꺾임(10bp) 금리인하를 단행한 중국 인민은행

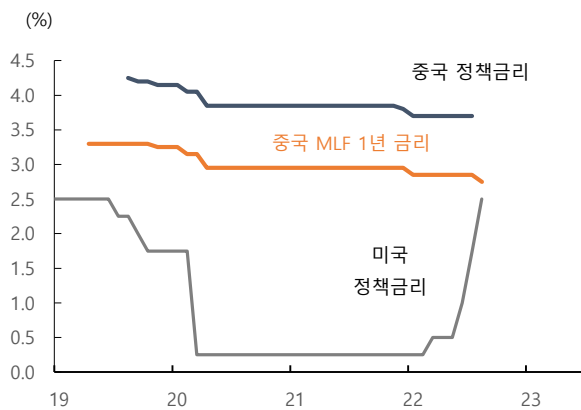


그림13. 경기불안 여파로 중국 가계는 대출보다 저축을 증가시키고 있는 중



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.