

## Hanwha Macro Monthly

### 믿는 소비에 발등 짚힌다

09  
2022



“

4/4분기에는 미국 소비 둔화 압력이 높아질 전망입니다. 구인수요 약화, 기업들의 수익성 악화, 소비심리 위축 등 부담이 커지고 있기 때문입니다. 대표적인 소비 부진 시그널로는 실질임금 하락, 신용카드 사용액 감소 및 리볼빙 증가세 둔화, 저축률 상승을 들 수 있습니다.

”

## | Contents |

---

I. 핵심요약.....	03
II. 믿는 소비에 발등 찍힌다.....	04
1. 아직은 양호한 미국 소비.....	04
2. 기업의 고민이 깊어지면, 가계는 불안하다.....	06
3. 심리 위축과 소비 둔화 시그널.....	08
4. 수요가 둔화되면 물가도 잡힐까?.....	10
III. Hanwha's Macro View.....	11
IV. 주요국 경기 점검.....	14
1. 한국: 짊어지는 안개.....	14
2. 미국: 임박한 경기 둔화.....	17
3. 중국: 여전한 정책 기대.....	20
4. 유로존: 침체의 그림자.....	23
V. Economic Calendar.....	26
VI. Economic Chart Book.....	27

## I. 핵심요약

여전히 양호한 미국 소비	미국 소비는 인플레이션과 연준 긴축 부담에도 불구하고, 비교적 양호하다. 소비가 늘어나려면 구매력이 양호해야 하는데, 소득, 저축, 대출 모두 구매력에 긍정적으로 작용하고 있기 때문이다. 노동의 초과수요에 따른 임금 상승, 코로나 이후 재정지출 확대에 따른 초과저축 축적 등이 가처분소득 증가로 이어졌고, 올해 들어서는 리볼빙 증가세도 가팔라졌다.
소비 둔화 압력 확대 중	그러나, 소비 둔화 압력은 점차 높아지고 있다. 현재 미국은 임금 상승세 peak out, 초과저축 소진, 대출 부담 가중 등에 직면한 상황이며, 미래에 대한 부정적인 전망 또한 소비 위축을 야기할 수 있다.
구인수요 약화는 임금 상승을 제한	우선 탄력적인 임금 상승에 따른 구매력 개선 효과가 약해질 것이다. 대다수 산업의 취업자 수는 코로나 이전 수준을 넘어섰고, 신규채용과 임금인상에 나서겠다는 기업도 점차 줄고 있다. 구인수요 약화는 임금 상승을 제한한다.
기업들은 수익성 악화를 고민 이는 가계 구매력 약화요인	이미 기업들의 부담은 상당하다. 가파른 임금상승으로 단위노동비용이 빠르게 증가한 가운데, 당장 일손이 부족하기 때문에 어쩔 수 없이 상대적으로 높은 임금을 주고 생산성 낮은 인력을 채용 중이다. 기업 입장에서 비용 대비 효율이 낮은 상황이 이어진다면 (=수익성 악화), 결국 감원이나 사업 축소 등을 고민할 수밖에 없다. 가계 입장에서 보면, 소득 증가세 둔화뿐만 아니라 고용 불안을 걱정해야 한다는 의미이다.
실제로 소비심리 위축은 소비 둔화로 이어져왔음	미래에 대한 부정적인 전망이 강해지고 있다는 점도 리스크이다. 인플레이션과 연준 긴축에 대한 부담은 불확실성을 높이는 요인이다. 경기가 안 좋아질 것으로 예상하면, 가계는 소비에 적극 나서기 어렵다. 실제로 미래에 대한 부정적인 전망은 소비 둔화요인으로 작용해왔다.
4/4분기에는 소비 부진 시그널 강해질 전망	따라서 4/4분기부터는 소비 부진 시그널이 강해질 것으로 예상된다. 해당 시그널로는 실질임금의 전월대비 하락, 리볼빙 증가세 둔화 및 신용카드 사용액 감소, 저축률 상승 등을 들 수 있다.
수요 둔화만으로 물가 안정과 경기 연착륙 어려움	한 가지 더 우려스러운 부분은 수요 측면 물가상승압력이 낮아져도 공급 측면의 변화가 부재하다면, 물가 수준은 높을 것이라는 점이다. 결국 연준 긴축에 따른 수요 둔화와 더불어 공급 측면 물가상승압력이 낮아져야 연준 스탠스 변화를 기대할 수 있을 것이다. 이는 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 공급 측면 부담의 긍정적인 변화 없이는 경기 연착륙이 어렵다는 의미이기도 하다.

## II. 믿는 소비에 발등 찍힌다

### 1. 아직은 양호한 미국 소비

여전히 양호한 미국 소비

미국 소비는 인플레이션과 연준 긴축 부담에도 불구하고, 비교적 양호하다. 7월 실질 개인소비지출은 서비스 소비 주도 하에 전월대비 증가세가 강해졌고, 상품소비 또한 3개월 만에 전월대비 플러스 전환했다[그림1]. 8월 소매판매와 식료품점 및 주유소 제외 소매판매도 각각 전월대비 0.3%, 0.8% 증가했다[그림2]. 소비 위축 시그널을 찾아보기 어렵다.

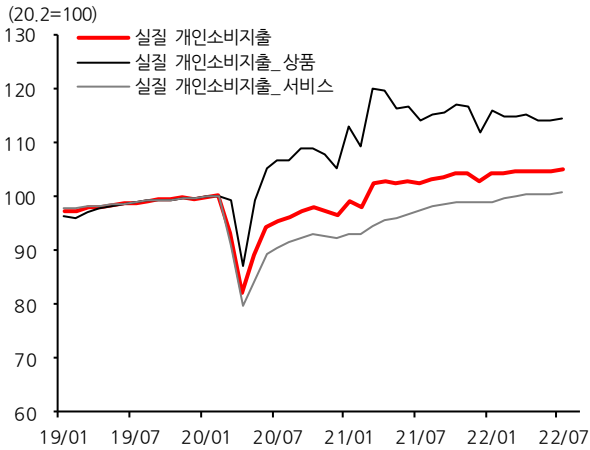
소득, 저축, 대출 모두  
구매력을 뒷받침

소비가 늘어나려면 구매력이 양호해야 하는데, 미국은 소득, 저축, 대출 모두 구매력 보전에 긍정적으로 작용해왔다. 노동의 초과수요에 따른 임금 상승, 코로나 이후 재정지출 확대에 따른 초과저축 축적 등이 가처분소득 증가로 이어졌고, 올해 들어서는 리볼빙(=신용카드 결제 중 상환일정이 정해지지 않은 것. 신용카드 대출과 유사) 증가세도 가팔라졌다[그림3~6]. 이들이 소비 회복을 주도하고 있는 것이다.

이제는 소비 부진에  
대비할 시점

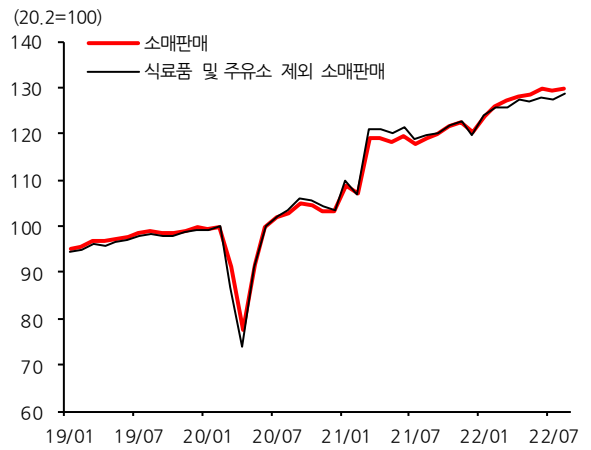
본 자료에서는 미국 소비의 하방 리스크에 대해 논의하고자 한다. 코로나 이후 적극적인 정책대응으로 버퍼가 높아지면서 아직 부담이 적어 보이지만, 소비 하방 압력은 점차 높아지고 있다. 현재 미국은 임금 상승세 peak out, 초과저축 소진, 대출 부담 가중 등에 직면한 상황이며, 미래에 대한 부정적인 전망 또한 소비 둔화를 야기할 수 있다.

[그림1] 실질 개인소비지출, 서비스 중심으로 완만하게 증가



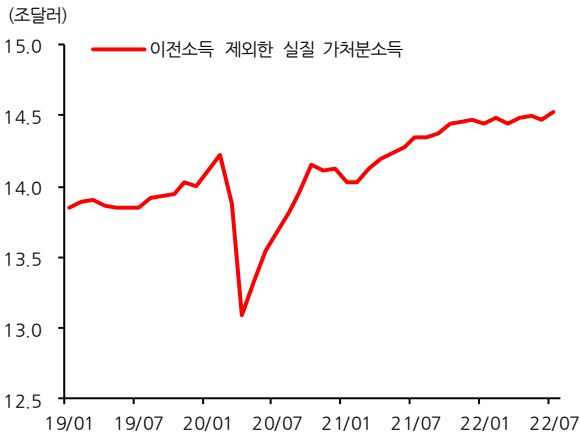
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 소매판매도 완만한 증가 흐름 지속



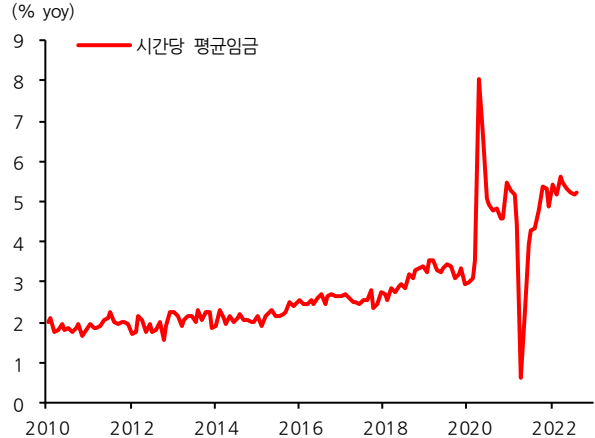
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 실질 가처분소득 증가는 구매력이 양호하다는 의미



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 임금 상승세 강화는 노동의 초과수요를 반영



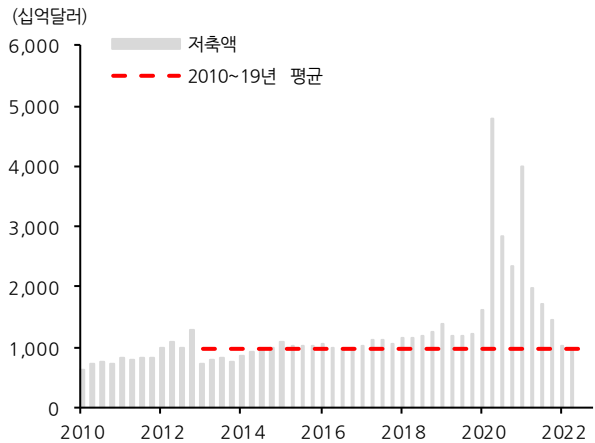
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 지난 해부터 저축률이 빠르게 하락하면서



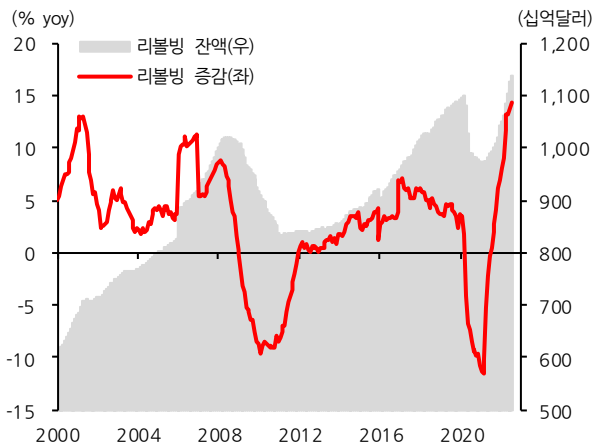
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2/4 분기 저축액은 코로나 이전 수준을 하회



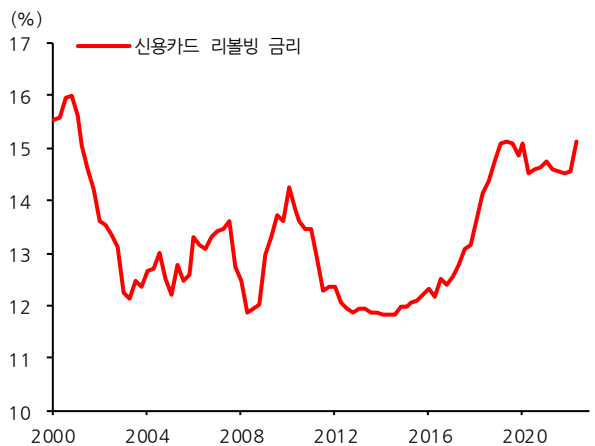
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 올해 들어 리볼빙 증가세 강화



자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 리볼빙 금리도 연준 금리 인상을 반영해 상승



자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 기업의 고민이 깊어지면, 가계는 불안하다

구인수요 약화는  
임금 상승을 제한

앞으로는 탄력적인 임금 상승에 따른 구매력 개선 효과가 약해질 전망이다. 레저/관광을 제외하면, 대부분 산업의 취업자 수는 코로나 이전 수준을 넘어섰고, 신규채용과 임금인상에 나서겠다는 기업도 점차 줄고 있다[그림9~11]. 자발적 사직률과 구인/구직 비율 정체 또한 구인수요 둔화를 반영한다. 구인수요 약화는 임금 상승을 제한하는 요인이다.

다만, 임금 상승세 둔화는  
더딜 것

일반적으로 임금 상승세 둔화는 경기 및 물가 안정을 기대할 수 있는 변화이지만, 최근 미국의 상황은 다소 복잡한 것 같다. 노동시장이 여전히 초과수요 상태이기 때문이다. 구인수요 peak out으로 임금 상승압력이 더 높아지기는 어렵겠지만, 상승세 둔화는 더딜 가능성이 높다.

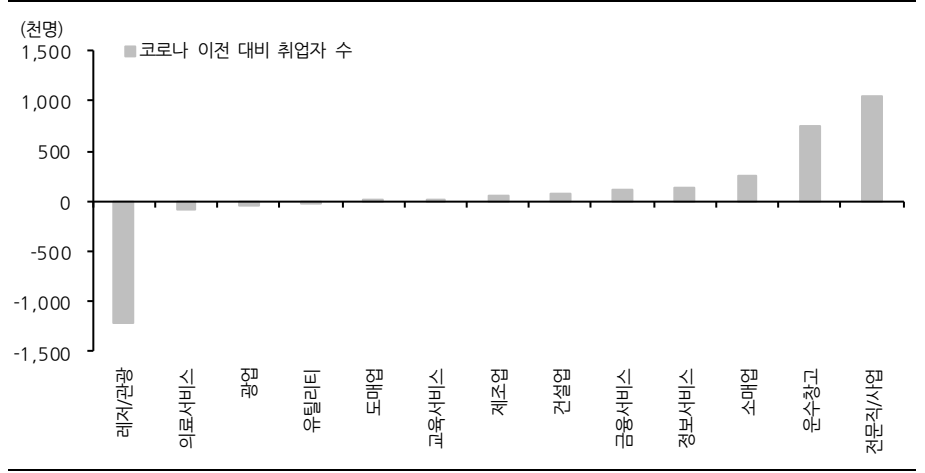
기업들은 수익성 약화에 직면

문제는 이미 기업들의 부담이 크다는 점이다. 가파른 임금상승으로 단위노동비용(=노동비용/총산출량)이 빠르게 증가한 가운데, 원하는 인력을 채용하기도 점점 어려워지고 있다(핵심연령층 경제활동참가율이 코로나 이전 수준에 근접). 그럼에도 불구하고 당장 일손이 부족하기 때문에 어쩔 수 없이 상대적으로 높은 임금을 주고 생산성 낮은 인력을 채용 중인 것이다[그림12,13].

기업 부담 가중  
→ 근로소득 제한, 고용 불안  
→ 구매력 약화

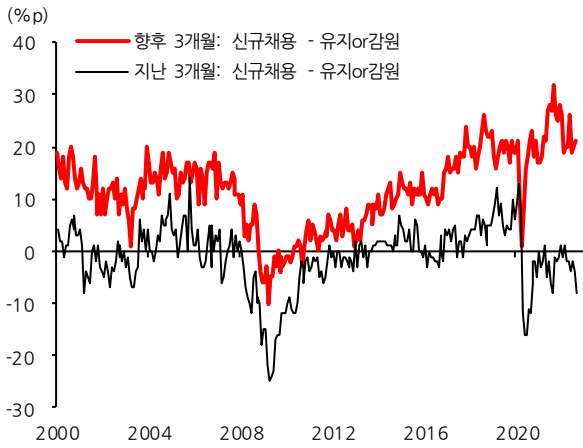
기업 입장에서 비용 대비 효율이 낮은 상황이 이어진다면(=수익성 약화), 결국 감원이나 사업 축소 등을 고민할 수밖에 없다. 가계 입장에서 보면, 소득 증가세 약화뿐만 아니라 고용 불안을 걱정해야 한다는 의미이다. 이러한 변화는 늘어난 소비를 유지하는 데 부담으로 작용할 수 있다.

[그림9] 레저/관광 정도를 제외하면, 코로나 이전 취업자 수를 넘어서



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

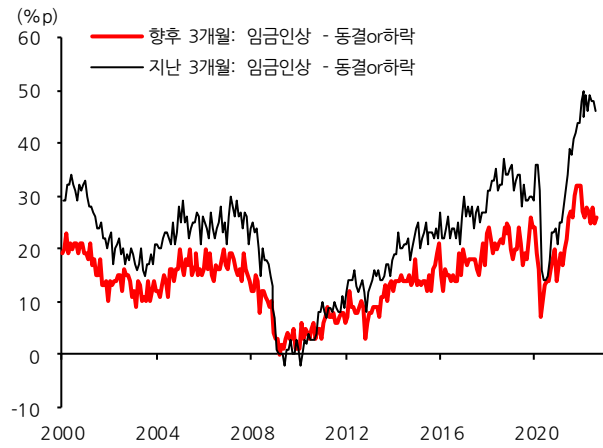
[그림10] 채용 계획이 있다고 응답한 기업 감소



주: Small Business Optimism Index 세부항목

자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

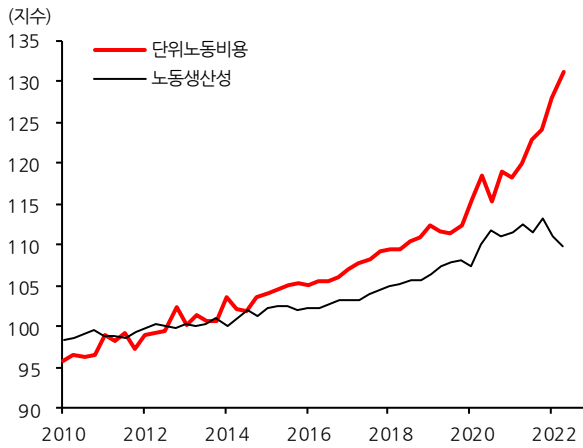
[그림11] 임금인상에도 점차 보수적으로 변하고 있음



주: Small Business Optimism Index 세부항목

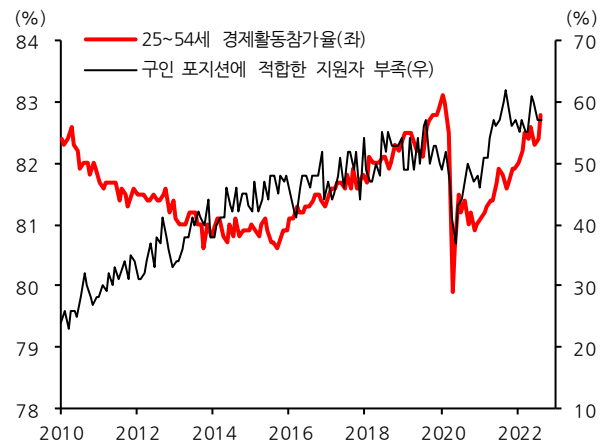
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 가파른 임금 상승으로 단위노동비용 증가, 생산성은 하락



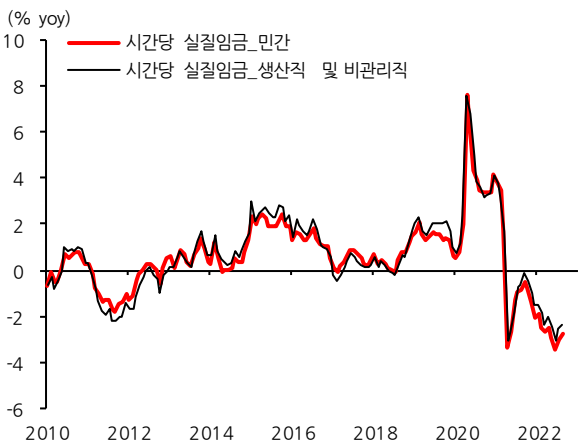
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 원하는 인력을 채용하기도 어려워지고 있는 상황



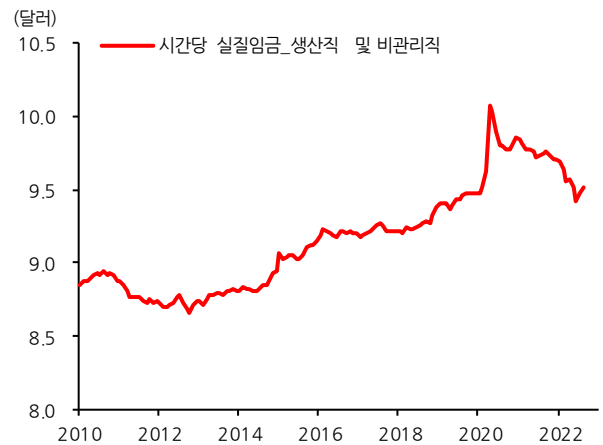
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, NFB, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 실질임금은 17개월 연속 전년동월대비 하락 중



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 물가 상승으로 실질임금은 코로나 직전 수준에 머물러 있음



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 심리 위축과 소비 둔화 시그널

미래에 대한  
부정적인 전망 강화

미래에 대한 부정적인 전망이 강해지고 있다는 점도 소비 하방 리스크이다. 8월 CPI 발표 이후 인플레이션 및 연준 긴축 부담이 재차 커졌다. 에너지 가격 하락만으로 물가 상승세 둔화가 쉽지 않다는 점을 확인했고, 최근에는 유가마저도 공급요인 변화 부재로 하방이 지지되고 있다[그림16,17]. 현실(=연준 스탠스 유지)과 기대(=긴축강도 약화)의 격차가 드러난 것이다.

불확실성 확대는  
소비심리 위축 요인

가계 입장에서 인플레이션과 연준 긴축에 대한 부담은 불확실성을 높이는 요인이다. 실제로 내년 재정상황 개선을 예상한다는 응답이 감소하고 있고, 향후 12개월 경기 전망도 악화되고 있다[그림18]. 8월 CPI 확인 이후, 소비심리는 보다 더 위축됐을 수 있다.

실제로 소비심리 위축은  
소비 둔화로 이어져왔음

경기가 안 좋아질 것으로 예상하면, 소비에 적극적으로 나서기 어렵다. 실직과 같은 잠재적인 리스크를 대비해야 하기 때문이다. 실제로 미래에 대한 부정적인 전망은 소비 둔화요인으로 작용해왔다[그림19].

신용카드 사용 데이터에서도  
소비 둔화 조짐 확인

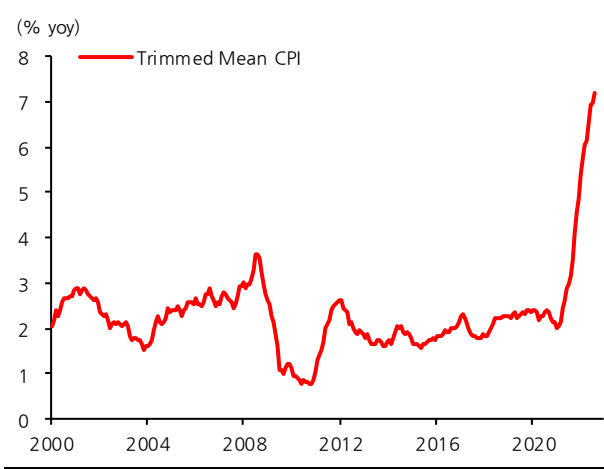
Bank of America에 따르면, 8월 가구당 신용카드 및 직불카드 사용액은 전년동월대비 5% 증가했지만, 오름세는 5개월 연속 둔화됐다[그림20]. 또한, 중산층 이상의 재량소비(=discretionary spending, 식료품과 가스/전기를 제외한 소비지출)는 전월대비 플러스 전환했지만, 저소득층의 재량소비는 4개월 연속 전월대비 감소했다[그림21]. 소비는 여전히 양호하지만, 리스크도 점차 커지고 있다.

4/4분기부터 소비 부진  
시그널 강해질 전망

소비 부진 시그널로는 실질임금의 전월대비 하락, 리볼빙 증가세 둔화 및 신용카드 사용액 감소, 저축률 상승 등을 들 수 있고, 4/4분기부터는 이러한 조짐이 가시화될 것으로 예상된다.

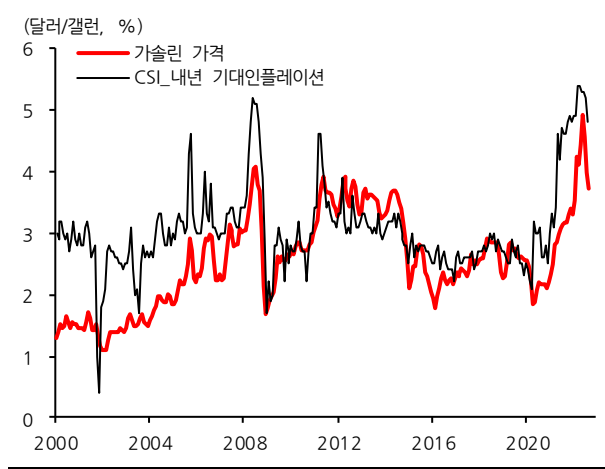


[그림16] 물가상승압력이 전반적으로 높다는 점 재확인



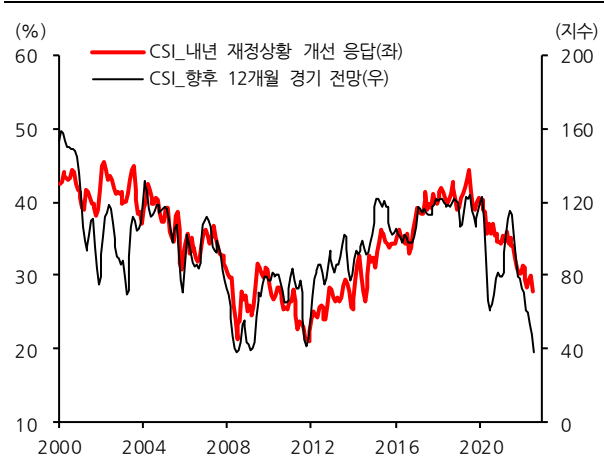
주: 추세를 정확히 파악하기 위해 변동성 상/하위 각각 8%를 제외하고 산정한 소비자물가  
 자료: FRB of Cleveland, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 기대인플레이션 하락을 주도했던 가솔린 가격 하락 지지



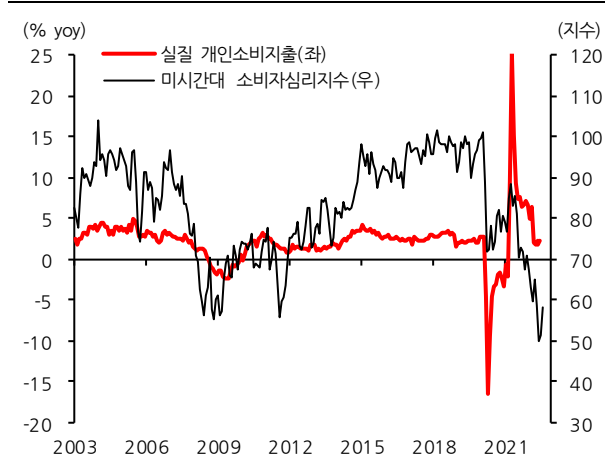
자료: U.S. Energy Information Administration, University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 향후 경기와 재정상황에 대한 부정적인 전망 증가



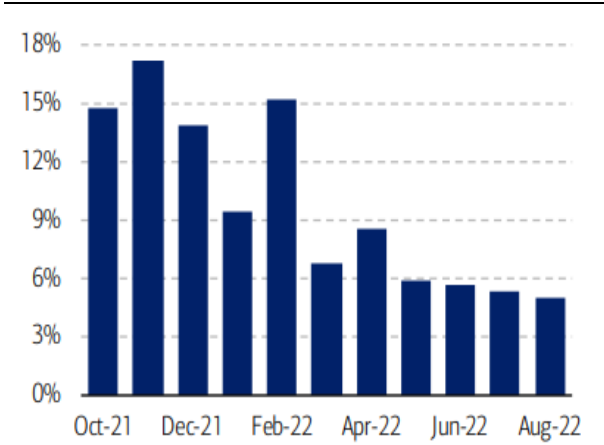
자료: University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 미래에 대한 부정적 전망은 실제 소비 둔화를 야기



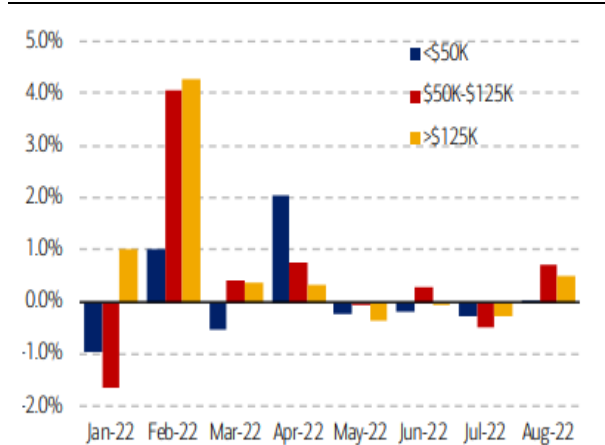
자료: Bureau of Economic Analysis, University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 신용카드 사용액 증가세 둔화 지속



주: 신용카드 및 직불카드 사용액의 전년동월대비 증가율  
 자료: Bank of America 'Consumer Checkpoint'

[그림21] 저소득층의 재량소비는 4개월 연속 전월대비 감소



주: 재량소비(food, gas, utilities 제외한 소비)에 대한 카드 사용액의 전월대비 증감률  
 자료: Bank of America 'Consumer Checkpoint'

## 4. 수요가 둔화되면 물가도 잡힐까?

물가 안정 위해 수요 부진을 감내하려는 연준

소비 둔화는 수요 측면 물가상승압력 약화로 이어진다. 연준도 공급 변수에 영향을 주기 어려운 통화정책 한계를 언급한 바 있으며, 물가 안정을 위해서 수요 부진을 감내해야 한다는 입장이다.

수요 측면은 올해 PCE 물가 상승에 약 30% 기여

샌프란시스코 연은 Adam Shapiro의 분석([‘How much do supply and demand drive inflation?’](#), 2022.7)에 따르면, 올해 PCE 물가 상승에 대한 수요와 공급 측면 기여도\*는 각각 +2.1%p, +3.0%p이다(1~7월 PCE 물가 상승률은 +6.4%. 나머지는 구분 어려운 요인). 수요 확대가 물가 상승에 약 30% 정도 기여한 것이다[그림22]. Core PCE 물가(+4.5%)를 기준으로는 수요 측면 +1.9%p, 공급 측면 +2.2%p이다[그림23].

수요 둔화에 따른 물가 상승률 하락 시나리오

이를 토대로 하면, 수요 둔화에 따른 물가 상승률 하락 시나리오도 생각해 볼 수 있다. 수요 측면 물가상승압력이 코로나 이전(2010~19) 수준으로 돌아갈 경우, PCE 물가는 1.4%p 하락, 다소 극단적으로 수요가 금융위기 또는 코로나 팬데믹 수준으로 위축된다 고 가정할 경우, PCE 물가는 2.7%p 하락할 수 있다.

수요 둔화에도 공급 변화가 없다면, 물가는 높음

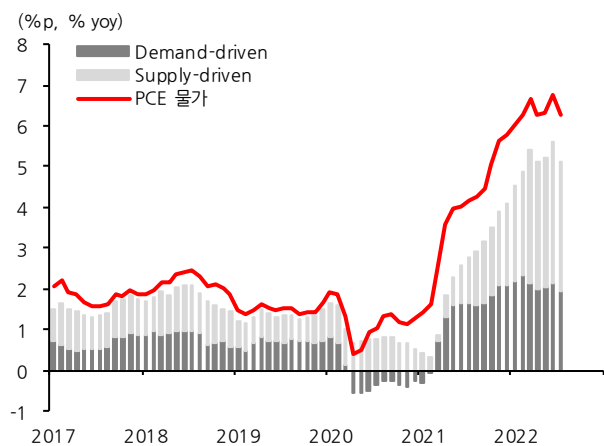
주목할 점은 위와 같이 수요 측면 물가상승압력이 낮아져도 공급 측면의 변화가 부재하다면, 물가 수준은 높다는 것이다. 완만한 수요 둔화 시나리오 하에서 PCE 물가는 5.0%, 급격한 수요 위축 시나리오 하에서 PCE 물가는 3.7% 정도까지 하락할 수 있지만, 연준의 2023~24년 물가 전망치(각각 2.6%, 2.2%)에 비해서는 여전히 높다.

공급 측면 변화 없이는 경기 연착륙 어려울 것

결국 연준 긴축에 따른 수요 둔화와 더불어 공급 측면 물가상승압력이 낮아져야 연준 스탠스 변화를 기대할 수 있을 것이다. 이는 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 공급 측면 부담의 긍정적인 변화 없이는 경기 연착륙이 어렵다는 의미이기도 하다.

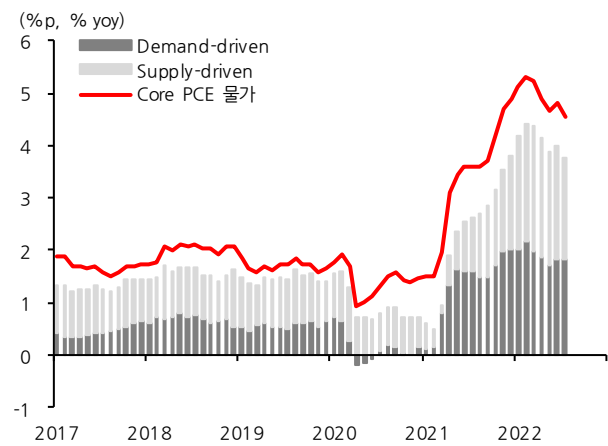
\* Adam Shapiro는 지난 2년 동안 수요와 공급 측면 물가에 영향을 크게 미치는 항목이 변화했다고 밝힘. 수요 측면은 가정에서 사용하는 소비재(가구, 의류, 가전)와 리오프닝 관련 서비스(식당, 박물관)가, 공급 측면은 신차와 연료 등이 과거보다 영향력이 커진 것으로 분석

[그림22] 올해 PCE 물가 상승 기여도: 수요 +2.1%p, 공급 +3.0%p



자료: FRB of San Francisco, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 올해 Core PCE 상승 기여도: 수요 +1.9%p, 공급 +2.2%p

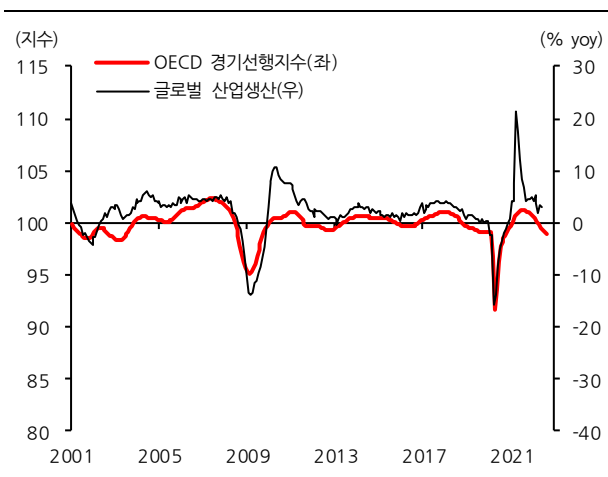


자료: FRB of San Francisco, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

### III. Hanwha's Macro View

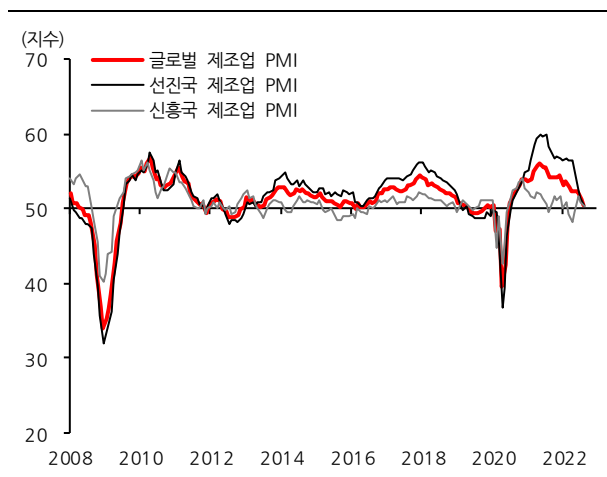
- 경기 하방 압력 확대 전망**      글로벌 경기 회복세가 둔화되고 있다. OECD 경기선행지수는 지난 해 하반기부터 13개월 연속 하락 중이고, 국제유가 하락에도 물가 상승세 둔화는 더디다. 4/4분기에는 미국을 포함 글로벌 경기 하방 압력이 더 높아질 것으로 예상된다. 적어도 2023년 상반기까지는 경기 둔화가 이어질 가능성이 높다.
- 인플레이션 부담 여전  
연준 긴축강도 강화**      8월 미국 CPI는 물가상승압력이 특정 품목에 국한되지 않았음을 시사했다. 유가 하락에 따른 물가 peak out, 그리고 연준 긴축강도 약화에 대한 기대와 현실 간 괴리를 확인한 것이다. 연준의 긴축 사이클은 내년 상반기까지 이어질 것으로 예상하며, 이후에도 금리 인하를 기대하기는 어려워 보인다(미국 기준금리 전망: 연말 4.0%, 1H23 4.5%).
- 4/4분기 경기 침체 우려  
부각될 듯**      인플레이션 및 연준 정책에 대한 부담, 유로존 침체 가능성, 미래에 대한 부정적인 전망 등은 모두 실물경기 하방 리스크이다. 4/4분기에는 미국 소비 둔화 조짐도 강해지면서 경기 침체 우려가 더 높아질 수 있다.
- 아직 주식시장 추세적 반등  
기대하기 어려움**      아직 주식시장의 추세적 반등이 어렵다는 view를 유지한다. 더딘 물가 상승세 둔화, 연준 긴축강도 강화 등을 확인했기 때문이다. 주식시장 반등을 위해서는 경기 저점 통과 조짐, 연준 긴축 종료 시그널 등이 필요하다.

[그림24] OECD 경기선행지수와 글로벌 산업생산



자료: OECD, CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주요지역 제조업 PMI



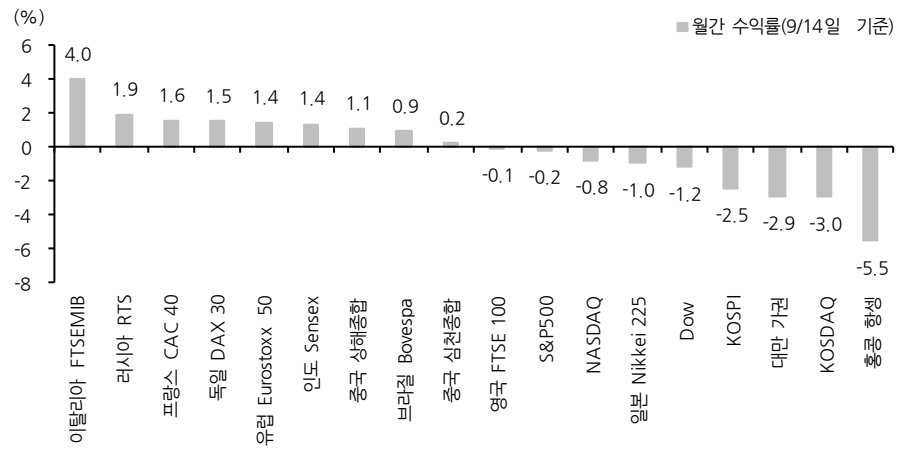
자료: Markit, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Hanwha's Macro View

구분	단기(4/4분기)	중기(2023년)
글로벌	- 경기 침체 우려 부각 - 경기 하방 압력 확대 전망	- 물가 Peak out 지연, 긴축 강화, 수요 위축 우려 등 경기 둔화 압력 확대 - 당초 예상보다 경기 둔화 폭 커질 가능성
한국	- 수출 회복세 둔화, 소비 회복 제한 지속 - 금리 인상, 글로벌 수요 둔화 등 리스크 우세	- 경기 하방 리스크 확대. 수출 둔화 폭은 커지고, 소비 반등은 제한될 우려 - 무역수지와 수출액 증가가 확인되는 업종은 실적 양호할 것
미국	- 소비 부진 조짐 강해지면서 경기 둔화 본격화 - 더딘 물가 상승세 둔화에 따른 연준 긴축강도 강화	- 상반기까지 경기 둔화 흐름 지속 - 수요 둔화만으로 연준 스탠스 변화를 기대하기는 어려움
중국	- 예상보다 더딘 경기 회복 vs. 양호한 정책여력과 적극적인 대응 의지 - 당국의 부동산 프로젝트 재개 노력 지속	- 완만한 경기 반등 지속 전망 - 여타 주요국 대비 안정적인 흐름 이어질 것
유로존	- 여타 주요국 대비 경기 둔화폭 확대 - ECB, 경기 침체 부담에도 금리 인상 지속	- 생산자물가 급등, 취약국 금리 리스크 등 경기 하방 리스크 우세 - 여타 주요국 대비 경기 반등에 시간 필요
FX	- 달러화 강세 기조 유지 - 원/달러 환율 1,400원 상회 가능성 염두	- 2022년 대비 달러화 강세 압력 완화 전망 - 원/달러 환율, 하반기로 갈수록 완만한 하락 예상
Risk	- 미국, 소비 부진에 따른 경기 둔화 폭 확대 → 급격한 수요 위축 현실화 - 중국, 부동산 경기 위축 지속 및 정책대응 약화 → 중국 경기 및 글로벌 수요 둔화 우려 확대 - 유로존, 동결기 에너지 공급 차질 심화 → 유로존 경기 침체 및 에너지 가격 상승 재연	

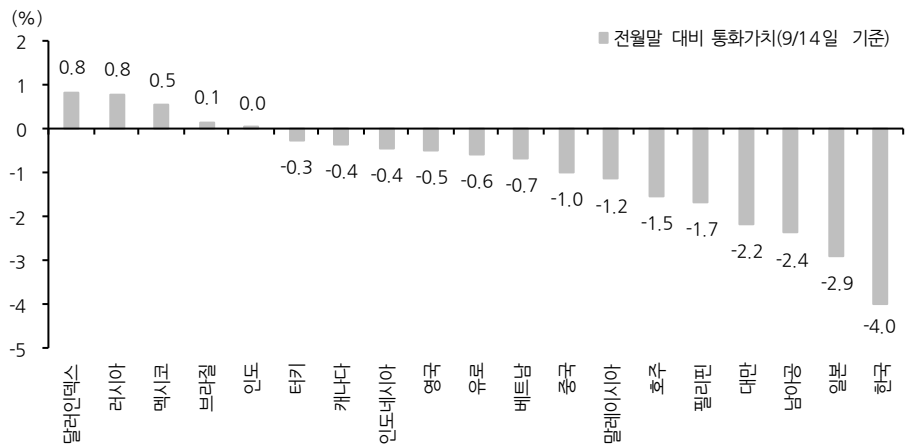
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주요국 주식시장 월간 수익률



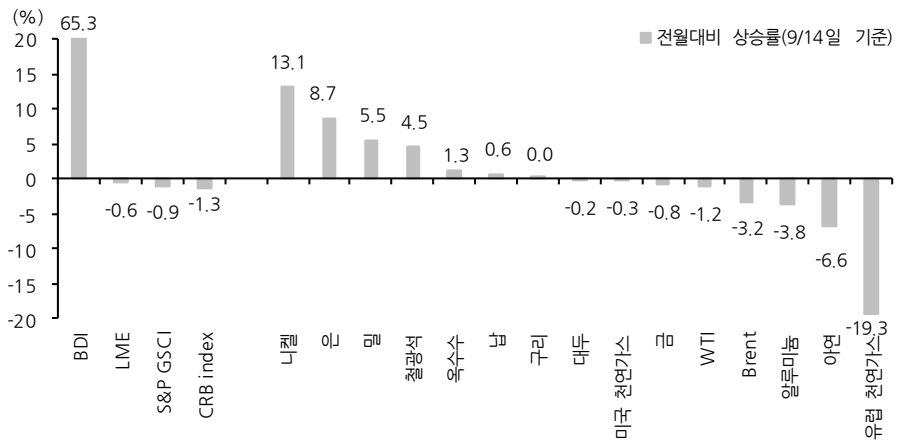
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 주요국 통화가치 변화



주: 상승률 높을수록 달러화 대비 강세  
 자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 원자재 지수 및 원자재 가격 변화



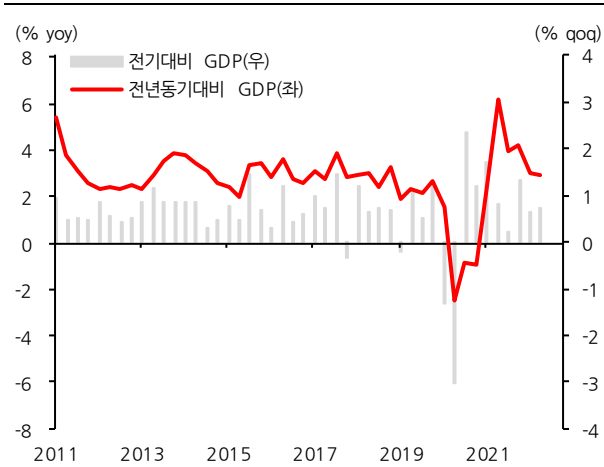
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 주요국 경기 점검

### 1. 한국: 질어지는 안개

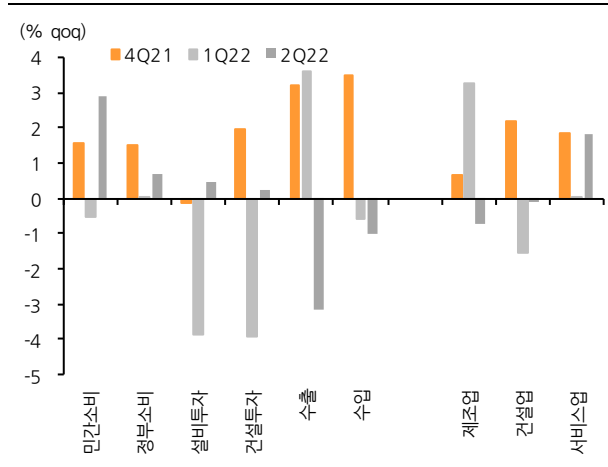
- 경기 하방 압력 확대**      당분간 경기 하방 압력이 높아질 것으로 예상된다. 이미 수출 회복세 둔화 및 소비 반등 제한이 나타나고 있고, 앞으로도 금리 인상, 글로벌 수요 둔화 등 리스크가 우세하기 때문이다.
- 수출 둔화 흐름 뚜렷**      8월 수출은 지난 달에 이어 역대 8월 최고 실적을 기록했지만, 일평균 수출액은 12개월 만에 24억 달러를 하회했다. 對중국 수출이 3개월 연속 전년동월대비 감소한 데다, 반도체 수출도 수요 둔화 영향으로 26개월만에 감소했기 때문이다. 품목별 수출실적을 보면, 수출 둔화 흐름이 보다 더 명확하다. 15개 주요품목 중 P와 Q가 전월대비 동반 개선된 품목은 2차전지뿐이다. 3/4분기 실적이 기대에 미치지 못할 가능성을 열어둘 필요가 있다. 수출 하방 리스크 확대 전망(일평균 수출액 5월을 정점으로 감소, 하반기 수출 증가율 10% 하회)을 유지한다.
- 소비도 부담 가중**      2/4분기 국내 경기 회복을 주도했던 소비도 하방 리스크가 우세하다. 경기 및 물가에 대한 부정적인 전망이 부담으로 작용할 전망이다. 심리지표(CSI, BSD)는 금리 인상 지속, 글로벌 수요 둔화 우려 등을 반영해 부진한 모습이다. 투자도 본격적인 회복까지는 시간이 필요해 보인다. 반도체 제조용 장비 등 자본재 수입 증가율의 저점 통과 조짐이 확인되고 있으나, 불확실성이 높은 국면에서는 투자를 적극 늘리기 어렵다.
- 원/달러 환율 1,400원 상회 가능성 높음**      원/달러 환율은 1,400원을 넘어설 가능성도 열어두어야 한다. 연준 긴축 우려, 글로벌 수요 둔화, 중국 경기 부진 등이 모두 환율 상승(=원화 약세) 요인이기 때문이다.

[그림29] 한국 경제성장률 추이



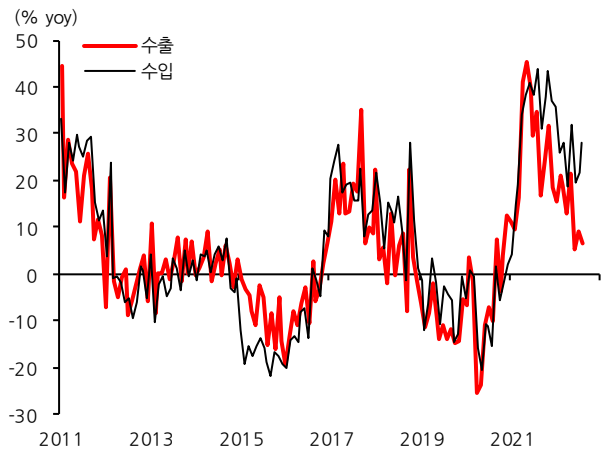
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 지출항목 및 경제활동별 증가율



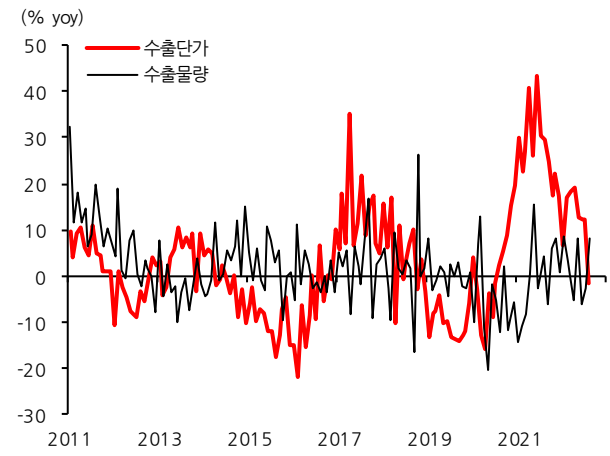
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 수출/입 증가율



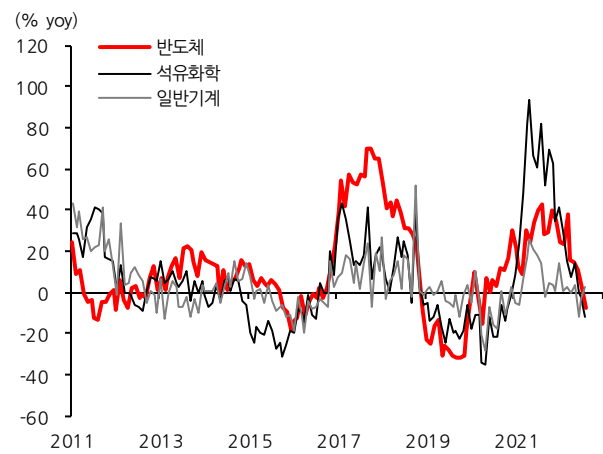
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 수출단가 및 물량 증가율



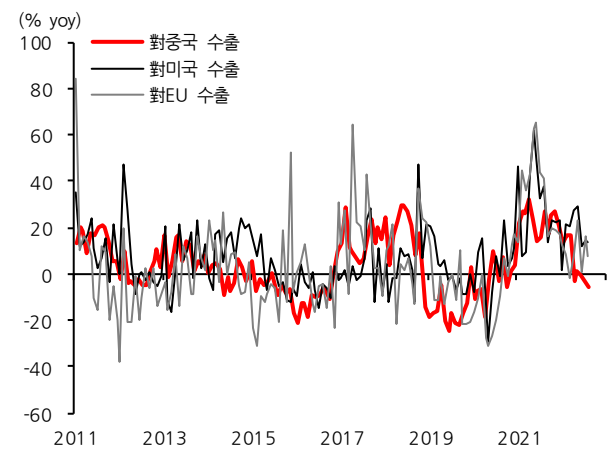
자료: 관세청, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 주요품목 수출 증가율



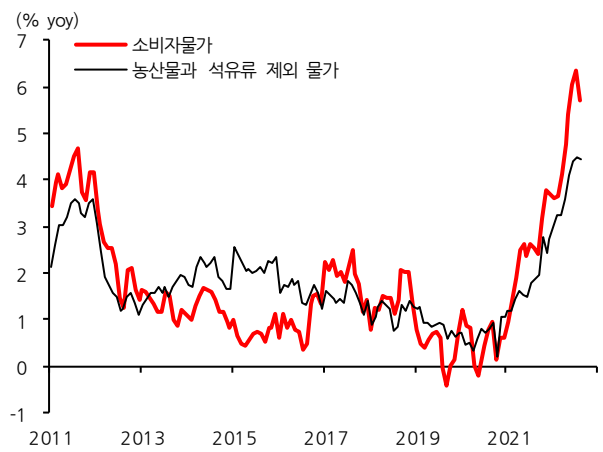
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 주요지역 수출 증가율



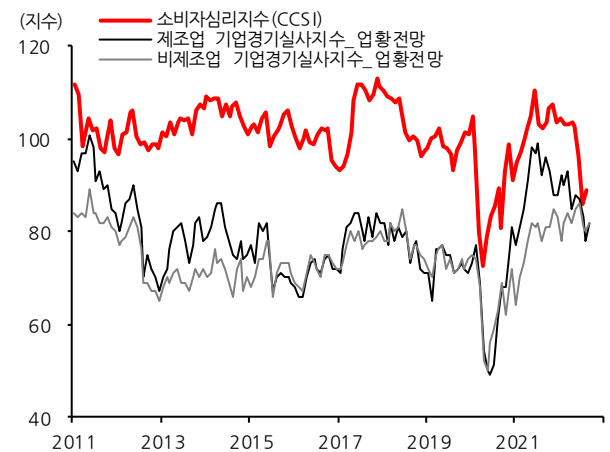
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 소비자물가 상승률



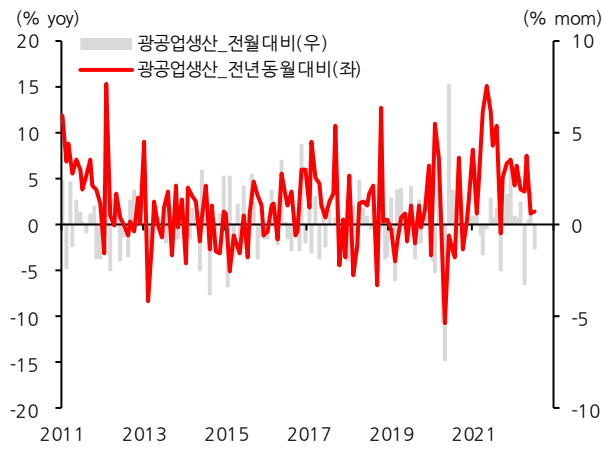
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 소비 및 기업경기 서베이 지표



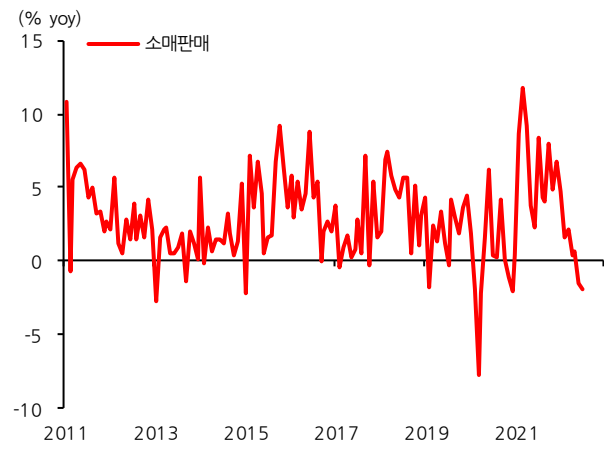
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 광공업생산 증가율



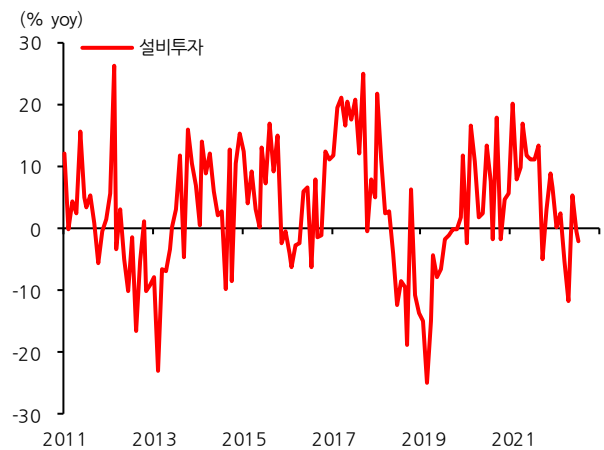
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 소매판매 증가율



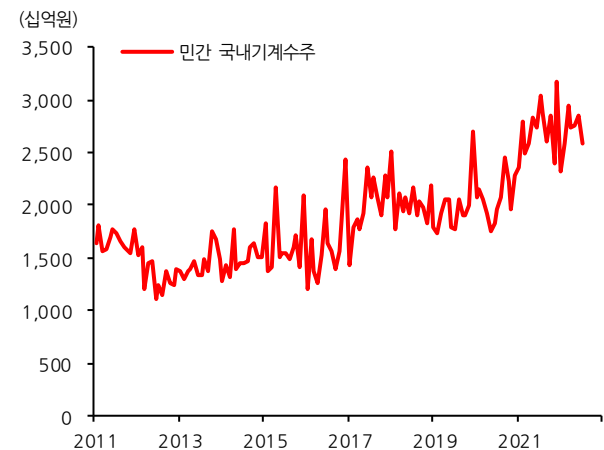
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 설비투자 증가율



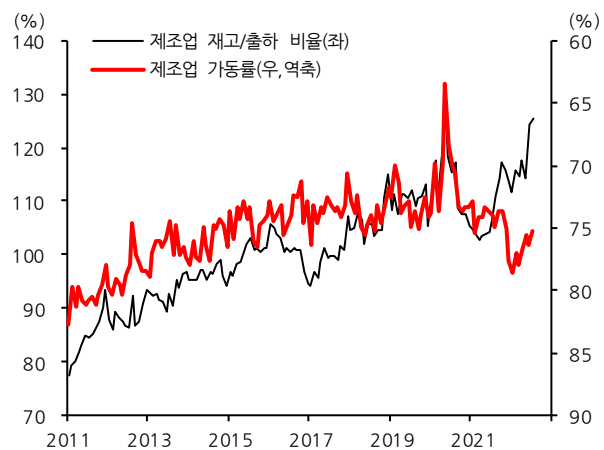
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 국내 기계수주액



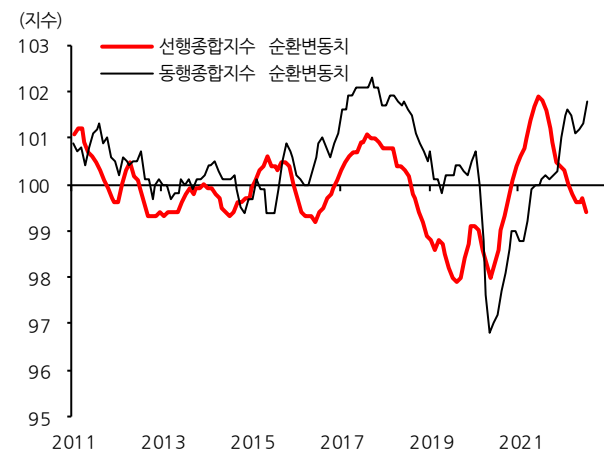
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 제조업 재고율 및 가동률



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 선행 및 동행종합지수 순환변동치



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



## 2. 미국: 임박한 경기 둔화

4/4분기  
경기 둔화 본격화 전망

4/4분기에는 미국 경기 둔화도 본격화될 것으로 예상된다. 기업들이 재고조정에 나서고 있는 데다, 소비 하방 압력이 높아질 수 있기 때문이다.

소비 둔화 시그널 강화

소비 둔화를 예상하는 이유는 임금 peak out, 초과저축 소진, 대출 부담 가중 등이다. 앞으는 실질임금의 전월대비 하락, 리볼빙 증가세 둔화 및 신용카드 사용액 감소, 저축률 상승과 같은 소비 둔화 시그널에 주목해야 한다.

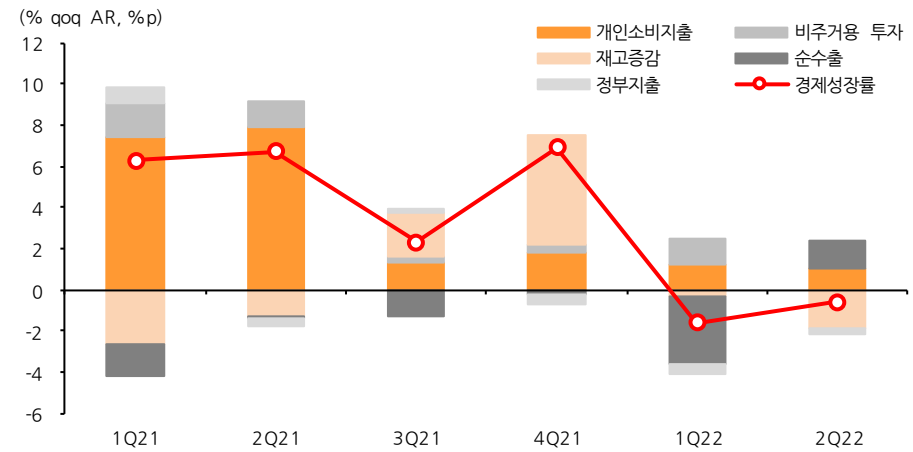
소비심리 악화도 하방 리스크

인플레이션 부담에 따른 소비심리 악화도 경기 하방 리스크이다. 8월 CPI는 유가 하락을 반영해 상승세가 둔화됐지만, Core CPI 상승세가 강해지면서 물가상승압력이 전방위적으로 높아지고 있음을 시사했다. 연준 정책경로가 시장 기대(=긴축강도 약화)에 미치지 못할 가능성이 높아진 것이다. 연준 긴축 우려가 높아지면, 가계는 소비에 적극 나서기 어렵다. 실제로 미래에 대한 부정적인 전망은 소비 하방 압력으로 작용해왔다.

구인수요도 peak out

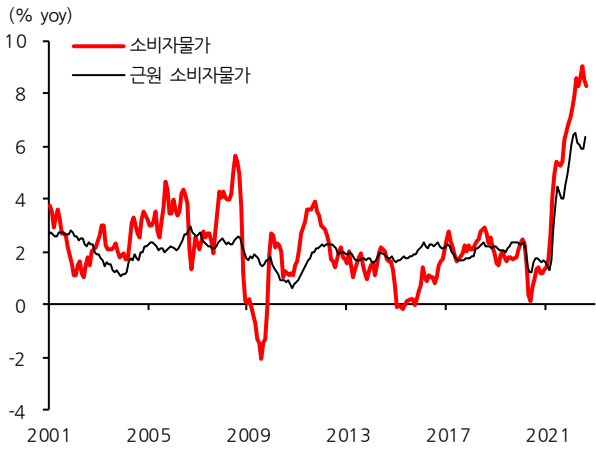
고용지표 또한 peak out 조짐이 강해지고 있다. 자발적 사직률과 구인/구직 비율 정체, 신규채용 및 임금인상에 대한 긍정적인 응답 감소 등은 구인수요 둔화를 반영한다. 미국 실물경기 둔화는 불가피하다.

[그림43] 미국 경제성장률 및 부문별 성장기여도



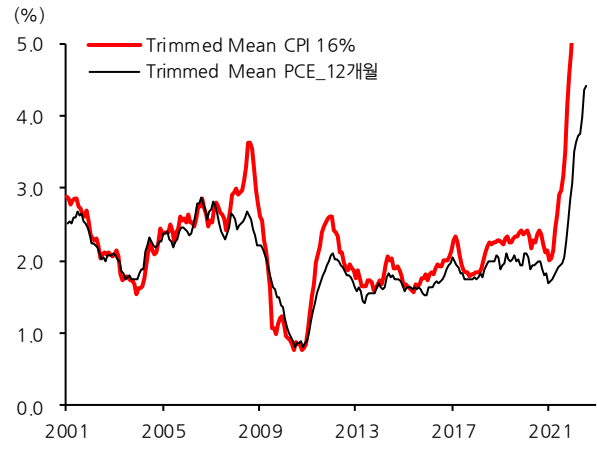
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



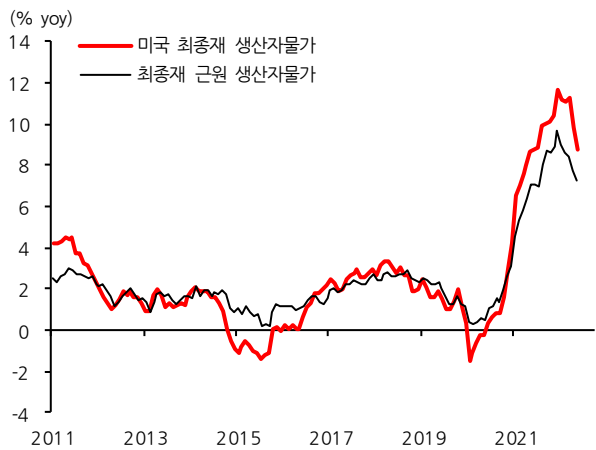
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] Trimmed Mean CPI와 PCE



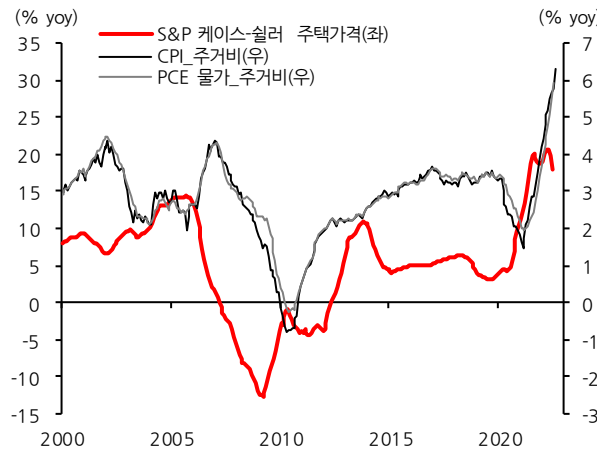
주: 물가 추세를 더 정확히 파악하기 위해 일회성 요인과 변동성 큰 품목 제외하고 산정  
자료: FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 생산자물가 상승률



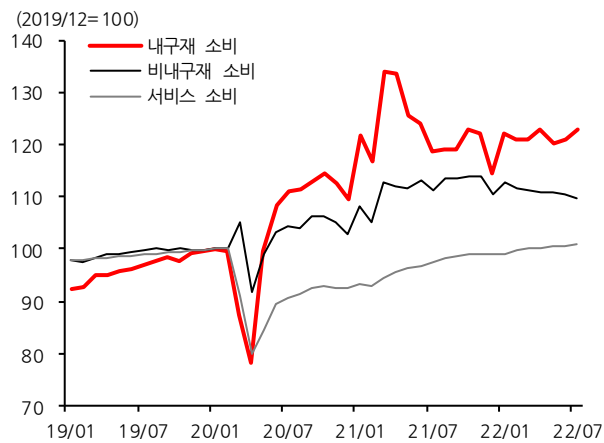
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 주택가격 및 주거비 상승률



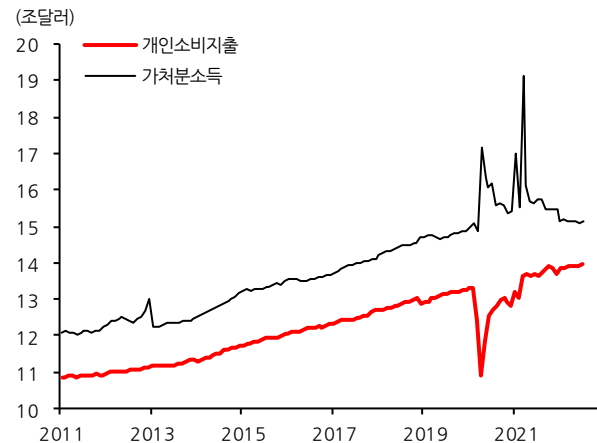
자료: Bloomberg, U.S. BLS, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 품목별 개인소비지출 추이



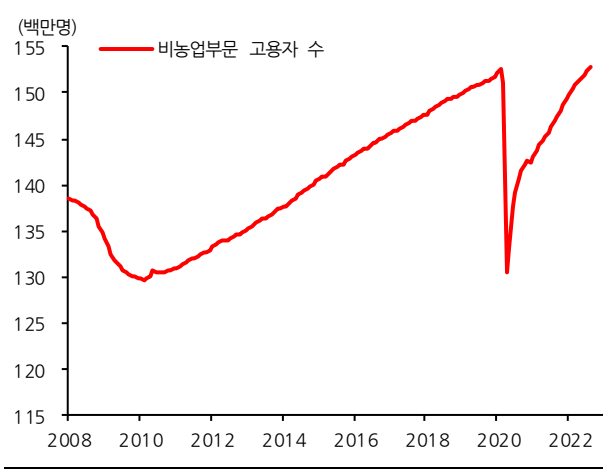
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 실질 개인소비지출 및 실질 가처분소득 추이



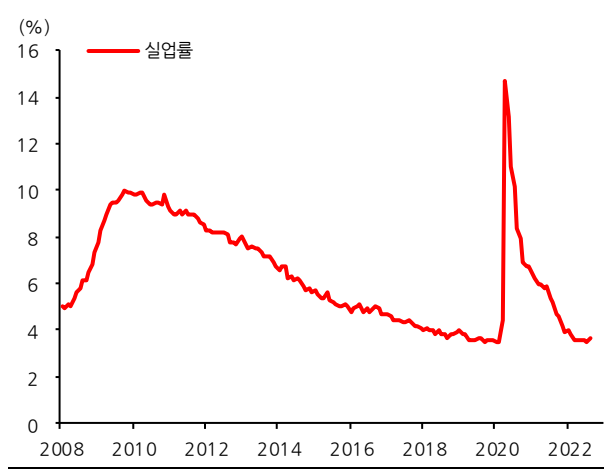
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 비농업부문 고용자 수



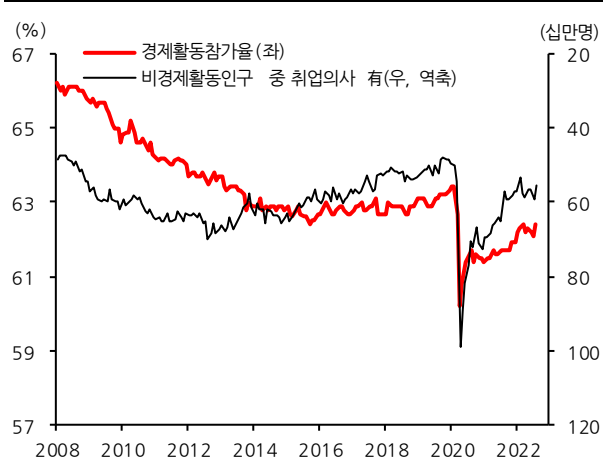
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 실업률 추이



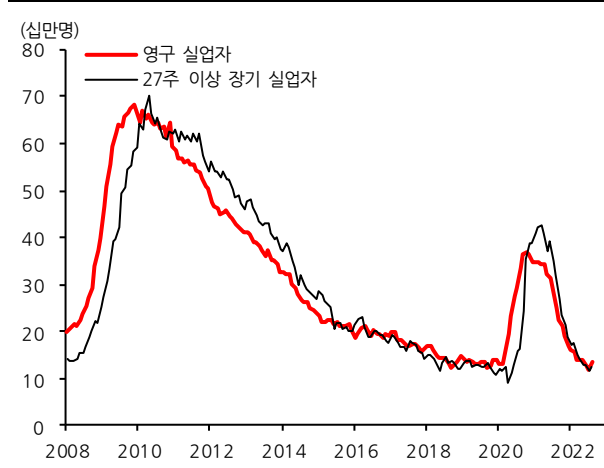
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 경제활동참가율 및 취업의사 있는 비경제활동인구



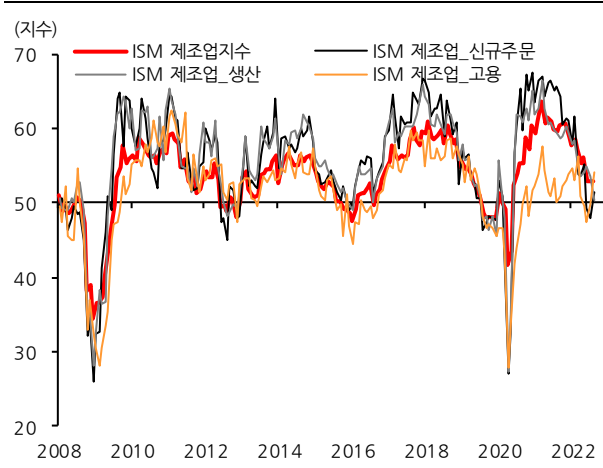
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 영구 실업자 및 장기 실업자 추이



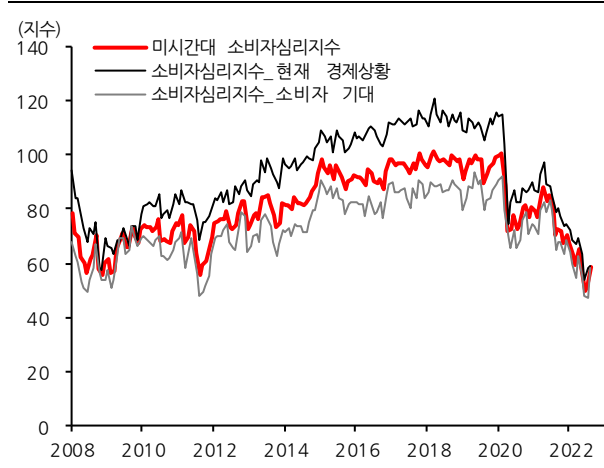
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] ISM 제조업지수 및 주요항목



자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 미시간대 소비자심리지수

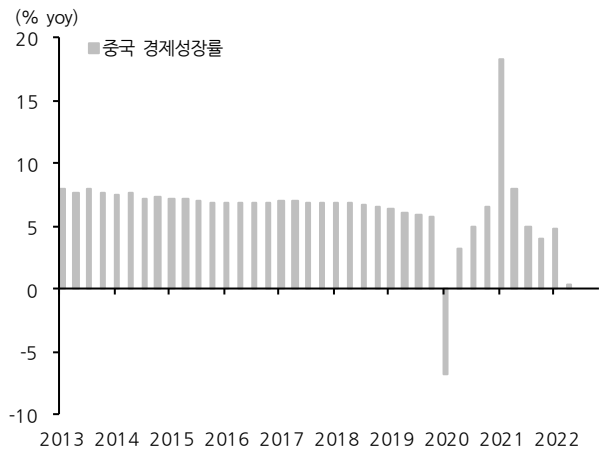


자료: University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 중국: 여전히 정책 기대

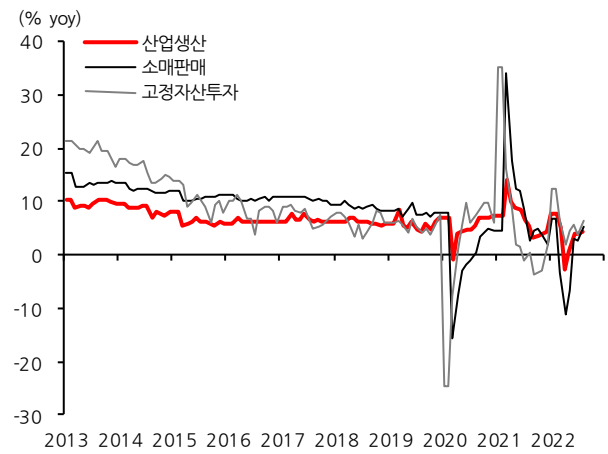
- 중국 경기 완만한 반등 전망**      중국 경기 회복이 더디다. 회복세가 예상보다는 약하지만, 그렇다고 해서 경기 회복 흐름 자체가 꺾일 가능성은 낮다고 생각한다. 당국이 양호한 정책여력과 적극적인 대응 의지를 강조하고 있기 때문이다.
- 8월 실물지표 반등**      8월 중국 실물지표도 반등했다. 제조업과 소비 회복이 더디고, 부동산 투자 위축도 지속되고 있어 반등 폭은 크지 않았지만, 소매판매 증가세 강화, 인프라 투자 회복세 지속 등 긍정적인 부분도 확인됐다.
- 부동산 프로젝트 재개에 적극 나서기 시작**      앞으로도 중국 경기 회복세는 이어질 것으로 예상된다. 양호한 정책여력을 보유하고 있고, 정책대응 의지도 보이고 있기 때문이다. 특히 당국은 정치국회의 이후 부동산 프로젝트 재개에 적극 나서고 있다. 지난 달에 언급했던 부동산 건설 지연 적극 대응이 현실화된 것이다. 연말로 갈수록 경기 회복세는 강해질 수 있다.
- 위안화 환율, 일시적으로 7위안 상회 가능**      위안화 환율도 일시적으로는 7위안을 넘어설 수 있지만, 추가 약세 압력은 크지 않아 보인다. 정책대응에 따른 경기 반등 시그널, 양호한 정책여력, 외환지준을 인하 등이 위안화 약세를 제한하는 요인이다. 달러화 강세 기조가 이어지는 가운데, 위안/달러 환율은 상대적으로 안정적인 흐름을 보일 전망이다.

[그림56] 중국 경제성장률



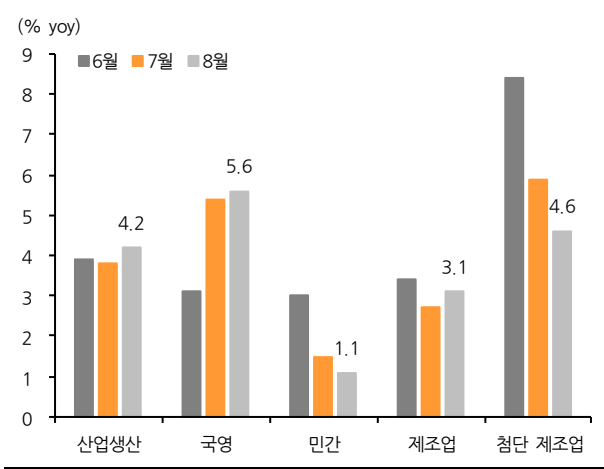
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 주요 실물지표 증가율



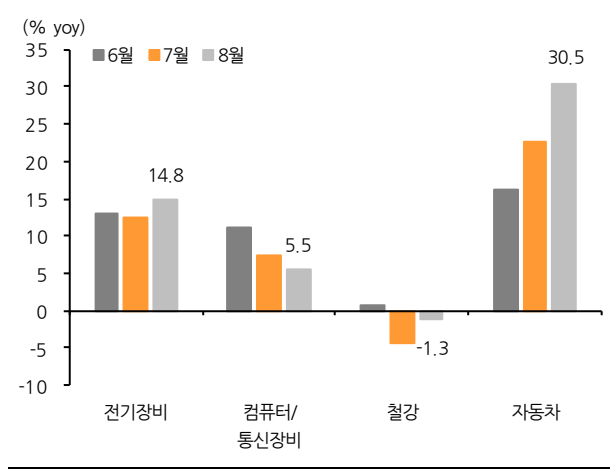
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림58] 실질 산업생산 증가율



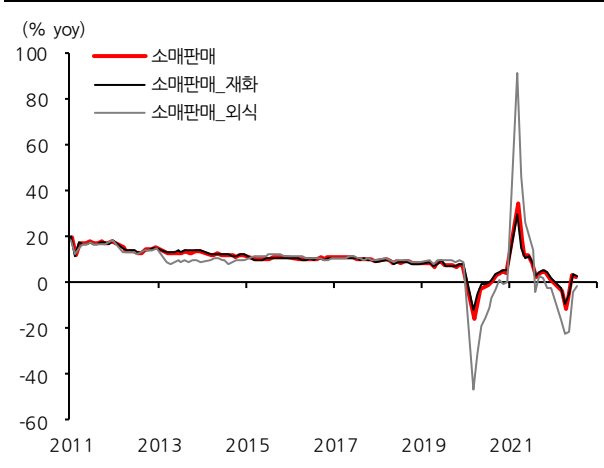
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 주요품목 생산 증가율



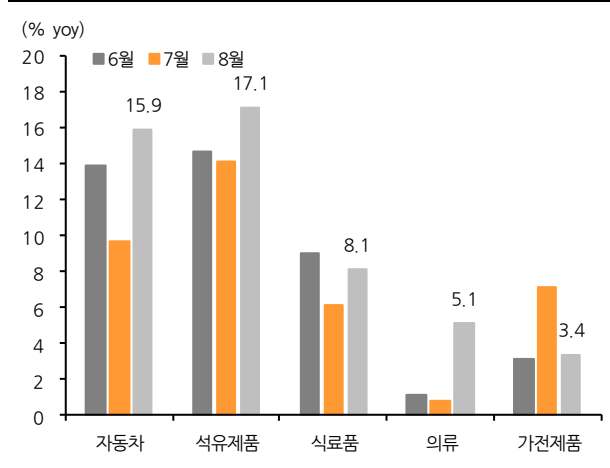
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 부문별 소매판매 증가율



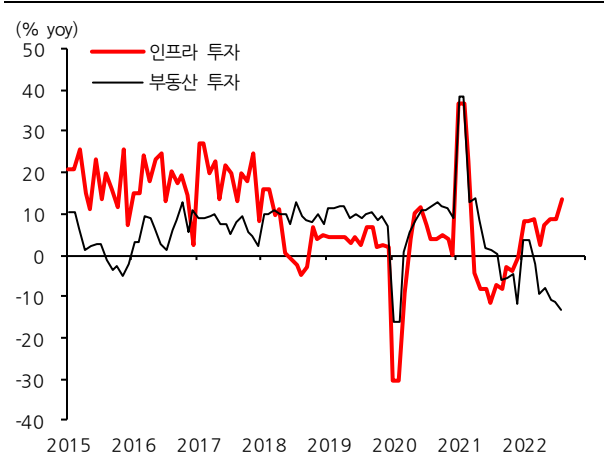
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 주요품목 소매판매액 증가율



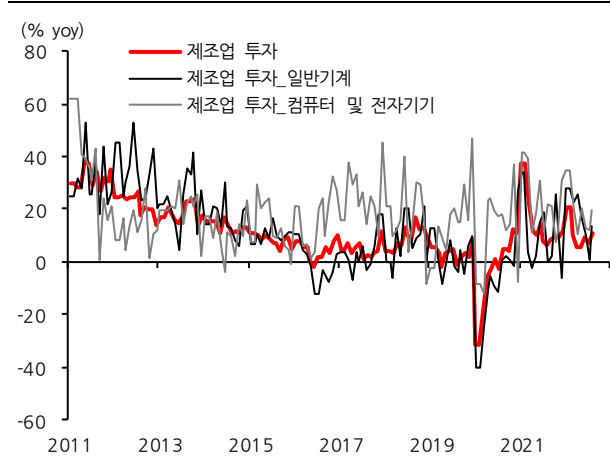
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 인프라 및 부동산 투자 증가율



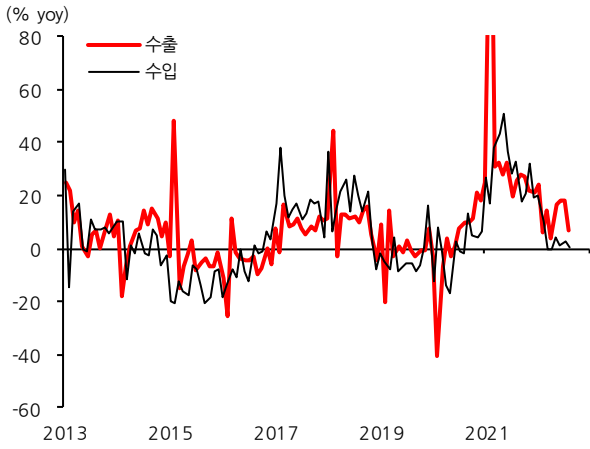
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림63] 제조업 투자 증가율



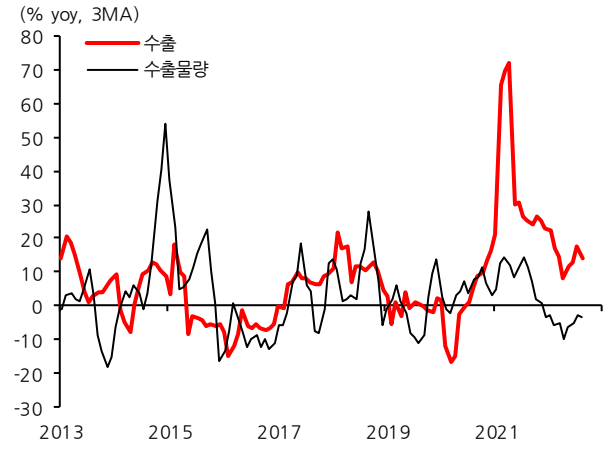
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림64] 수출/입 증가율



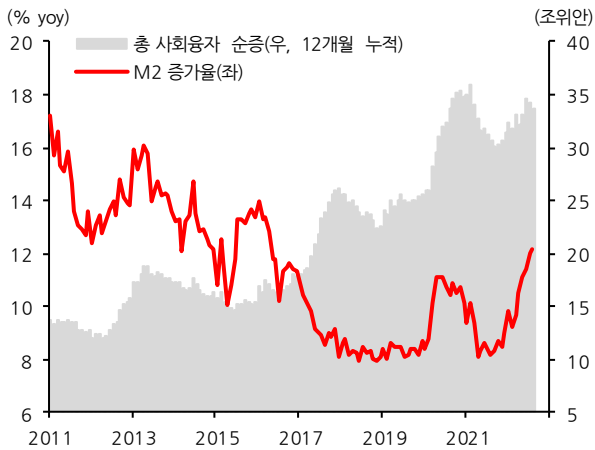
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 수출물량 증가율



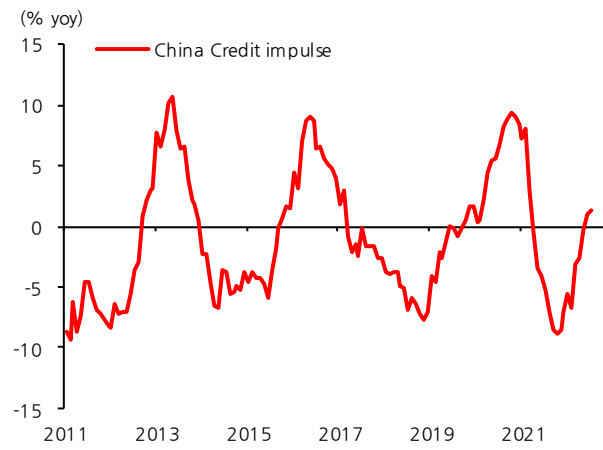
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 총 사회용자 규모 및 M2 증가율



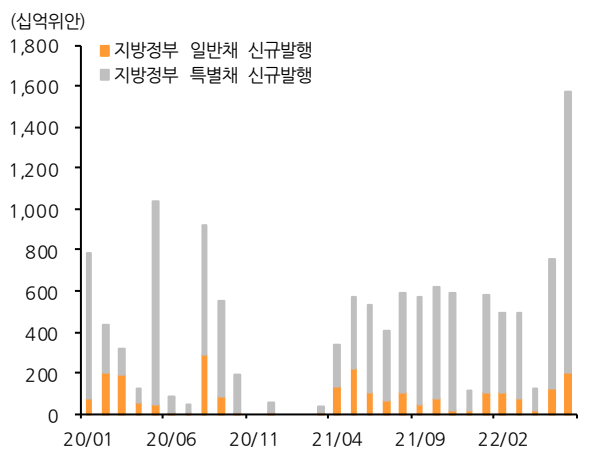
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] Credit Impulse(대출, 그림자금융 등 신용)



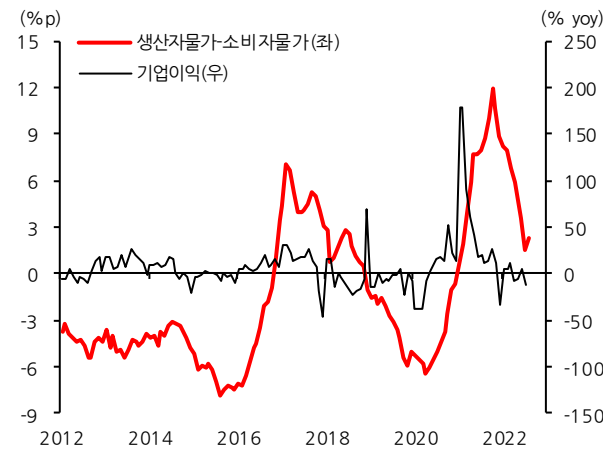
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 지방정부 채권 신규발행 규모



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 물가 및 기업이익 증가율



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

### 4. 유로존: 침체의 그림자

- 유로존, 여타 주요국 대비 경기 둔화 폭 확대 전망

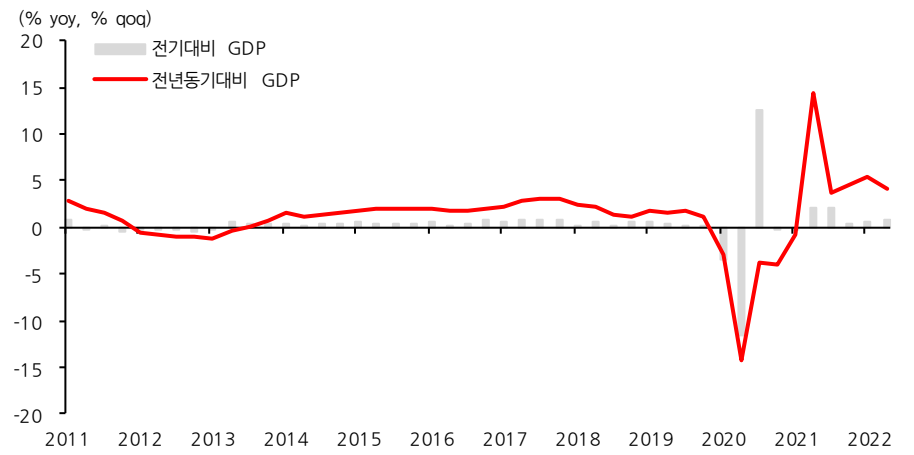
유로존 경기 둔화 폭은 여타 주요국 대비 클 것으로 예상된다. 공급 측면 인플레이션 부담이 여전히 높아 제조업 경기 부진이 불가피하고, 심리지표 위축도 경기 하방 압력으로 작용할 전망이다.
- 전쟁 지속에 따른 물가 부담 여전

7월 유로존 생산자물가(PPI)는 전년동월대비 37.9% 상승해 오름세가 더 강해졌고(전월 대비 4.0% 상승), 에너지 PPI는 무려 97.2% 급등했다. 전쟁과 에너지 공급 관련 불확실성을 감안하면, 제조업 위축은 피할 수 없을 것이다. 경기와 물가에 대한 우려가 커지면서 심리지표 위축도 이어지고 있다. ZEW 유로존 경기기대지수 등 심리지표는 코로나 팬데믹 당시보다도 낮다.
- ECB, 당분간 경기 둔화에 대응하기 어려움

경기 위축 부담이 크지만, ECB는 인플레이션에 집중하고 있다. 이번 ECB 통화정책회의에서 금리를 75bp 인상했으며, 라가르드 총재는 앞으로 2~5차례 회의에서 금리 인상을 이어갈 수 있다고 언급했다. 당분간 경기 둔화에 대응하기 어렵다는 의미이다. 통화정책 정상화 과정에서 취약국 금리 상승 및 크레딧 리스크가 부각될 가능성까지 감안하면, 유로존 경기 하방 압력은 보다 더 높아질 수 있다.
- 유로화 약세 기조 지속 전망

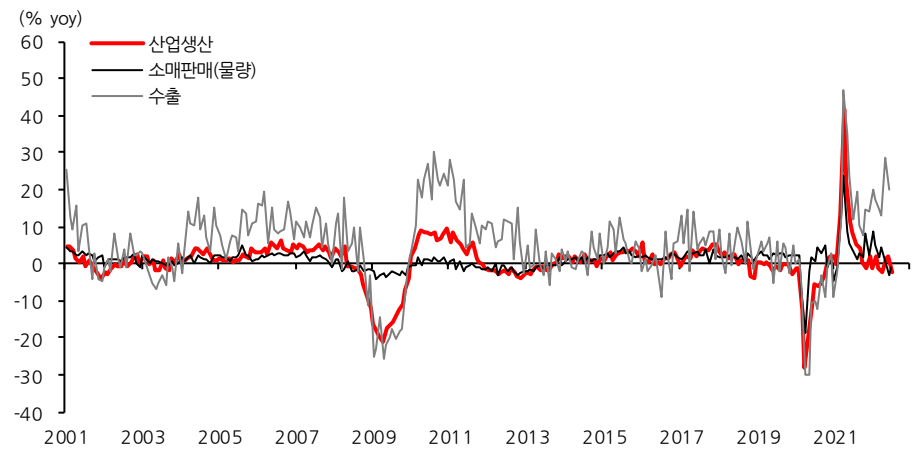
따라서 유로화 약세 및 달러화 강세 기조도 이어질 것이다. 미국과 유로존 간 경기 격차, 연준과 ECB 간 통화정책 격차는 축소보다 확대(또는 유지) 가능성이 높다. 유로-달러 패리티 붕괴는 더 이상 이례적인 것이 아니다.

[그림70] 유로존 경제성장률



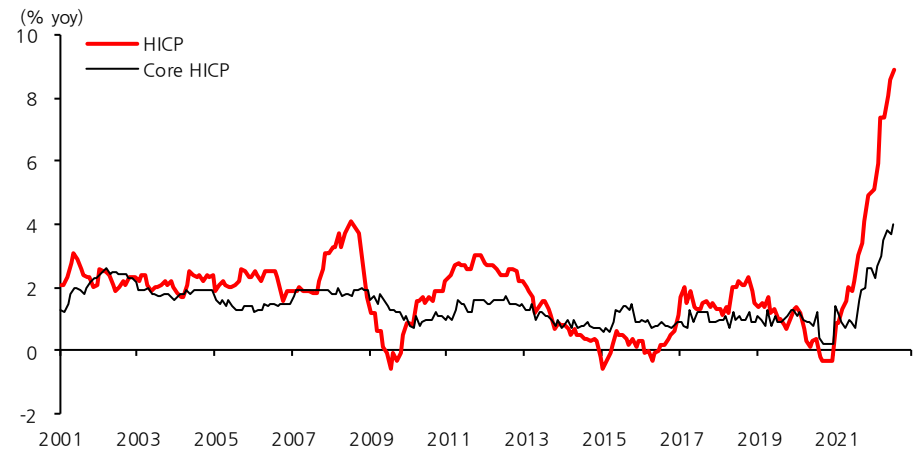
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 산업생산, 소매판매, 수출 증가율



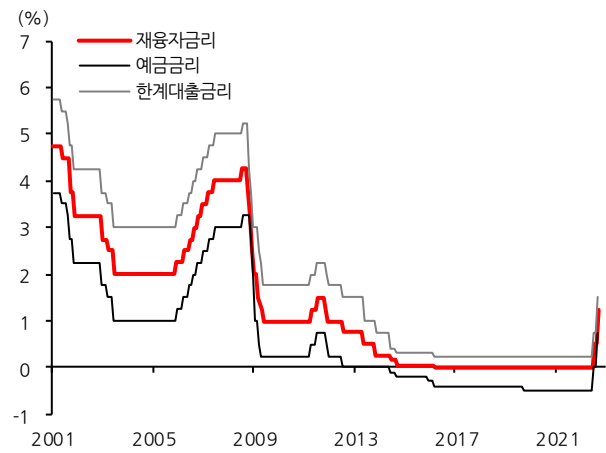
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



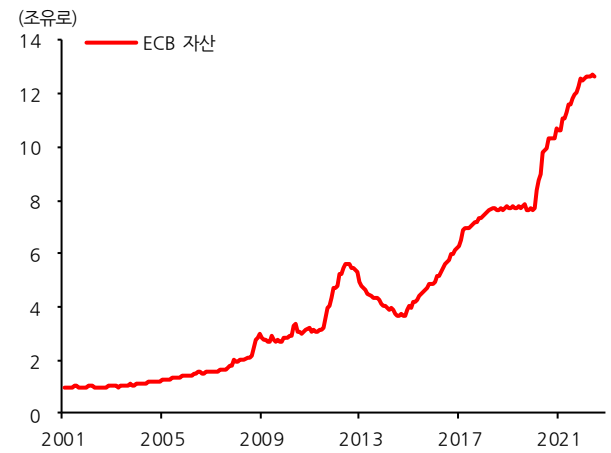
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] ECB 정책금리 추이



자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

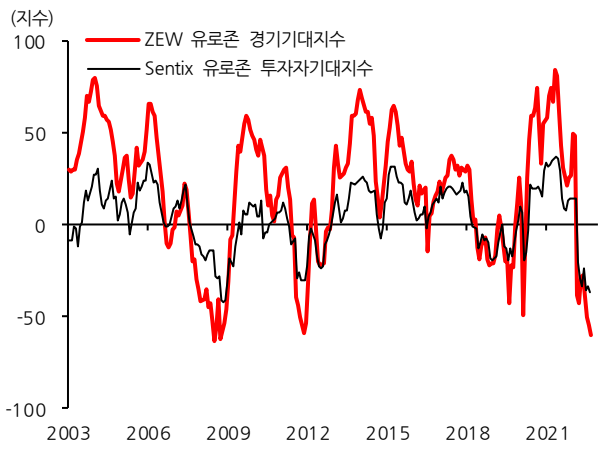
[그림74] ECB 자산규모



자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

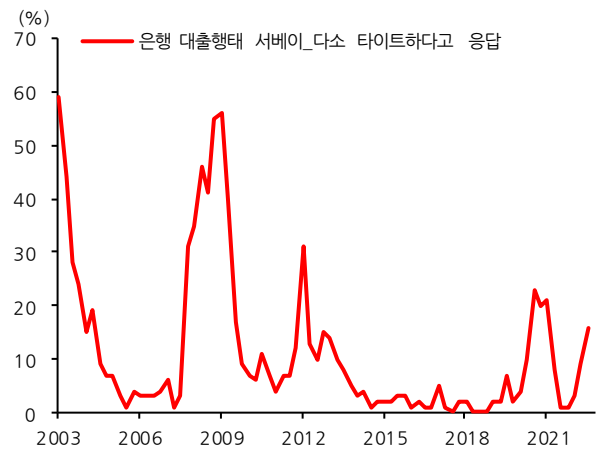


[그림75] 유로존 경기기대 및 투자자기대지수 추이



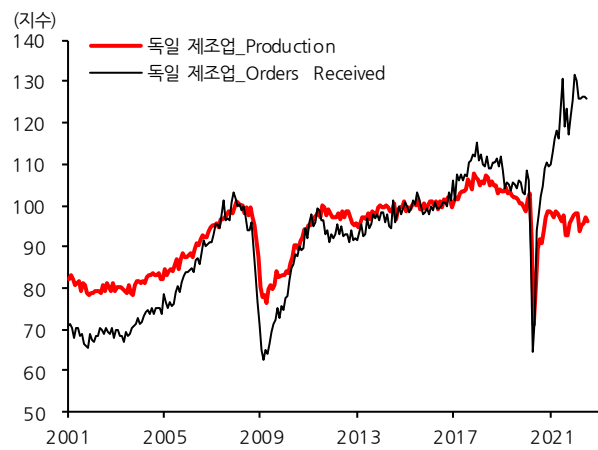
자료: Leibniz Centre for European Economic Research, Sentix, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 은행 대출 관련 서베이



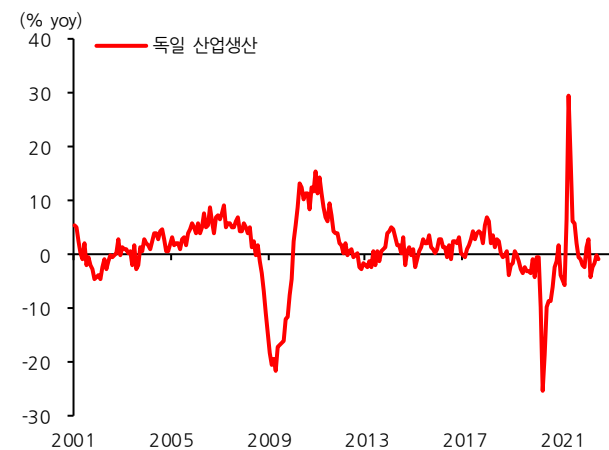
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 독일 제조업 업황 추이



자료: Eurostat, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 독일 산업생산 증가율



자료: Deutsche Bundesbank, 한화투자증권 리서치센터

## V. Economic Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
10/3  (한) 9월 수출입 YoY (6.6%/28.2%)(1 일) (미) 9월 ISM 제조업 PMI (52.8)	4	5  (한) 9월 CPI YoY (5.7%) (미) 9월 ISM 서비스업 PMI (56.9)	6  (유) 8월 소매판매 MoM (0.3%)	7  (미) 9월 비농업부문 신규고용 (315K) (미) 9월 실업률 (3.7%) (미) 9월 시간당 평균임금 YoY (5.2%)
10	11	12  (한) 한국은행 금융통화위원회 (유) 8월 산업생산 YoY (-2.4%) (미) 9월 PPI YoY (8.7%)	13  (미) FOMC 의사록 공개 (미) 9월 CPI YoY (8.3%) (미) 9월 Core CPI YoY (6.3%)	14  (한) 9월 실업률 (2.9%) (중) 9월 CPI YoY (2.5%) (중) 9월 수출입 YoY (7.1%/0.3%) (미) 9월 소매판매 MoM (0.3%) (미) 10월 미시간대 소비자심리지수 (58.2)
17	18  (중) 3/4 분기 GDP YoY (0.4%) (중) 9월 산업생산 YoY (4.2%) (중) 9월 소매판매 YoY (5.4%) (중) 9월 고정자산투자 YoY ytd (5.8%) (유) 10월 ZEW 경제심리지수 (-60.7) (미) 9월 산업생산 MoM (0.6%)	19  (미) 9월 주택착공건수 (1,446K) (미) 9월 건축허가 (1,685K)	20  (중) 10월 1년 만기 LPR (3.65%)	21  (한) 9월 PPI YoY (9.2%) (유) 10월 소비자신뢰지수 (-24.9)
24  (유) 10월 S&P 글로벌 제조업 PMI (49.6) (유) 10월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (49.8)	25  (한) 10월 소비자심리지수 (88.8) (미) 10월 CB 소비자신뢰지수 (103.2)	26  (한) 11월 제조업 기업경기실사지수 (82) (한) 10월 경제심리지수 (99.3)	27  (한) 3/4 분기 GDP YoY (2.9%) (유) ECB 통화정책회의 (미) 9월 내구재 주문 MoM (-0.0%) (미) 3/4 분기 GDP QoQAR (-0.6%)	28  (미) 9월 개인소득 MoM (0.2%) (미) 9월 개인소비지출 MoM (0.1%) (미) 9월 PCE 물가 YoY (6.3%)
31  (한) 9월 광공업생산 MoM (-1.3%) (중) 10월 국가통계국 제조업 PMI (49.4) (중) 10월 국가통계국 서비스업 PMI (52.6) (유) 3/4 분기 GDP YoY (4.1%) (유) 10월 HICPYoY (9.1%)				

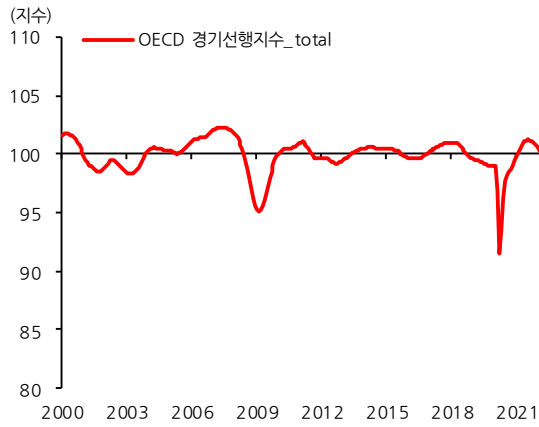
주1: 한국시간 기준

주2: 괄호 안은 이전치. 직전 수치 없을 경우 그 이전치(9/16일 기준)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

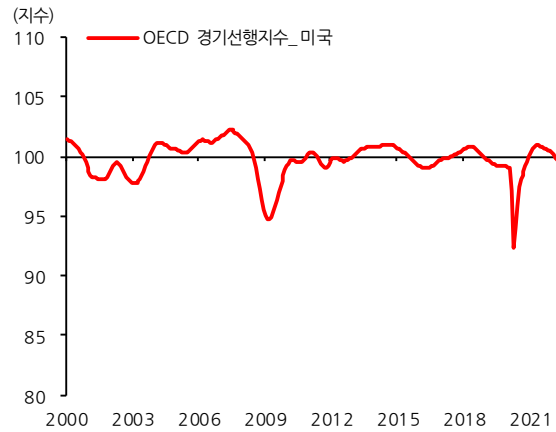
## VI. Economic Chart Book – 1. 글로벌 매크로

[그림79] OECD 경기선행지수: Total



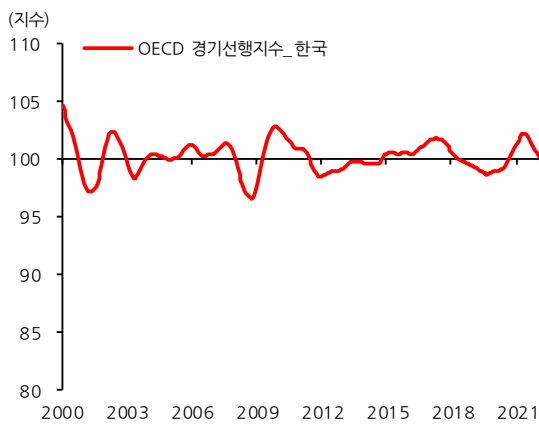
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] OECD 경기선행지수: 미국



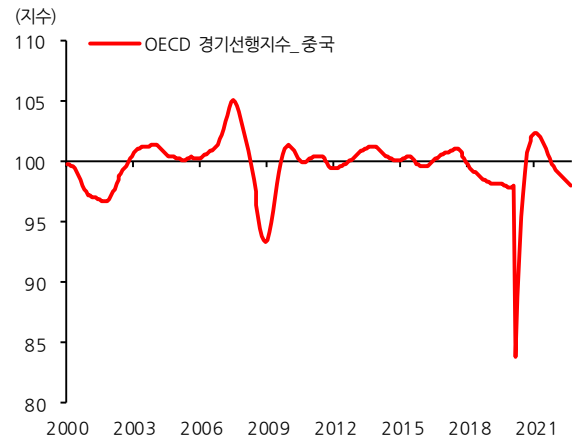
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] OECD 경기선행지수: 한국



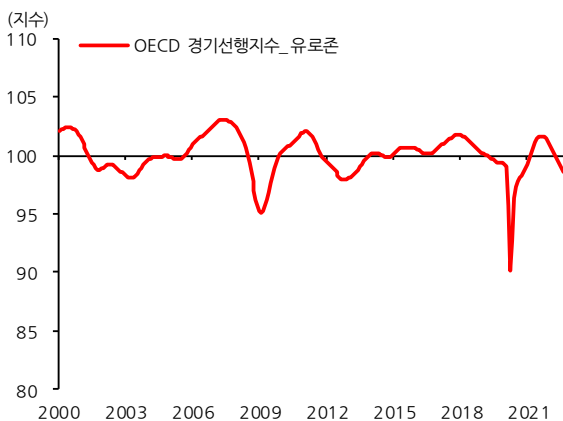
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] OECD 경기선행지수: 중국



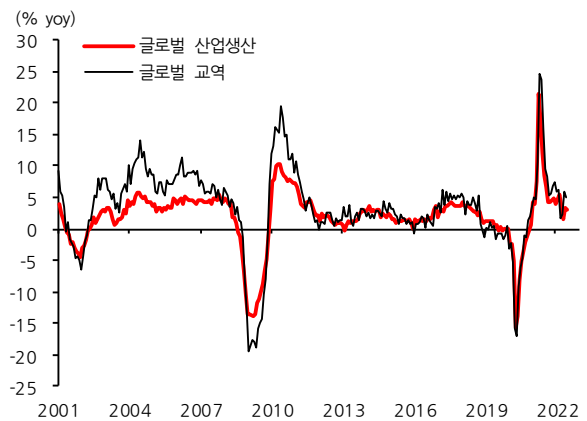
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] OECD 경기선행지수: 유로존



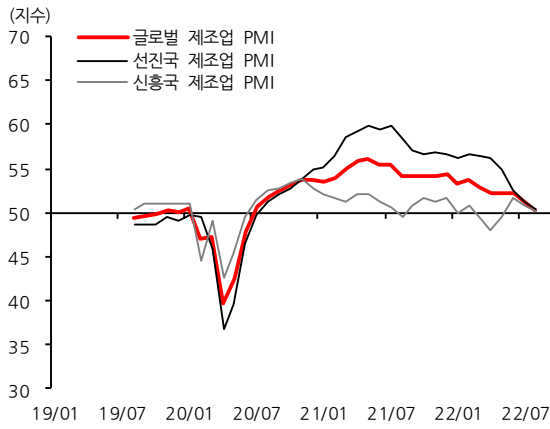
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 글로벌 산업생산 및 교역 증감률



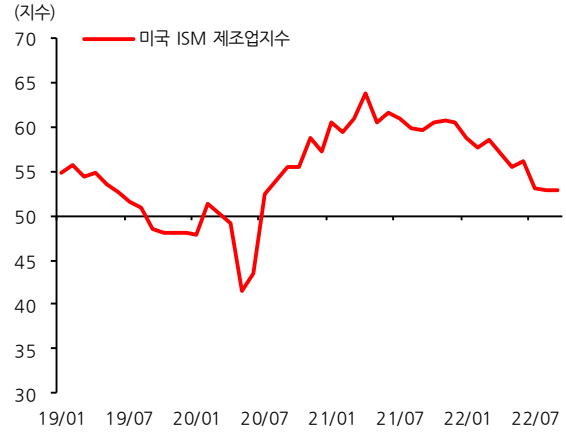
자료: CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 제조업 PMI: 글로벌/선진국/신흥국



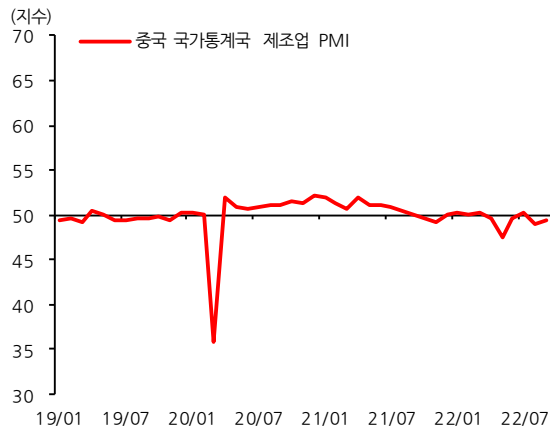
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 미국 ISM 제조업지수



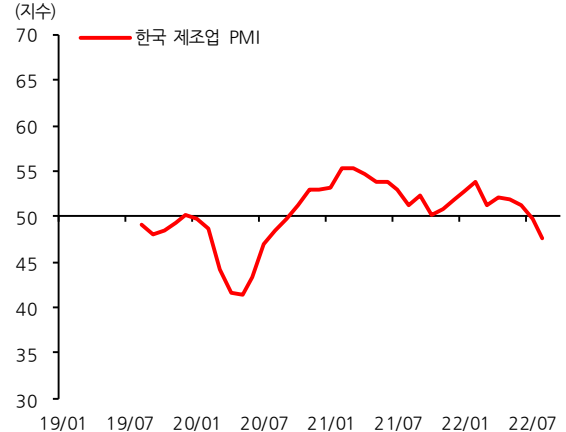
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 중국 제조업 PMI



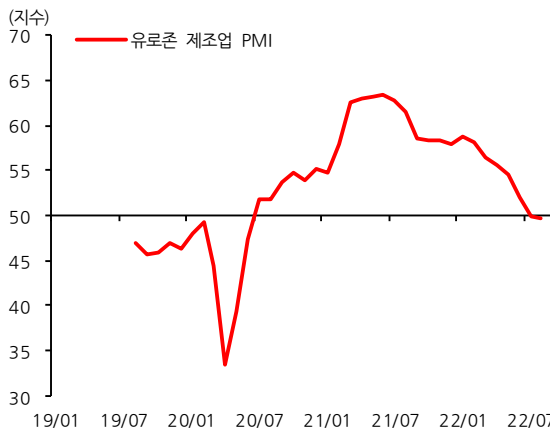
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 한국 제조업 PMI



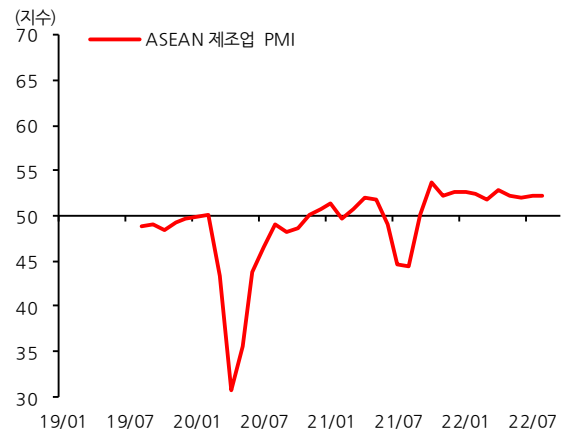
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 유로존 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

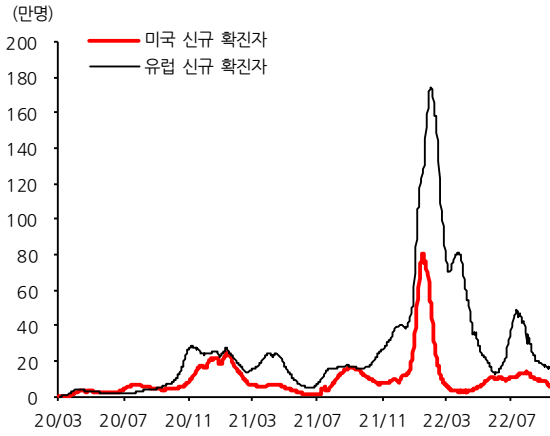
[그림90] ASEAN 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

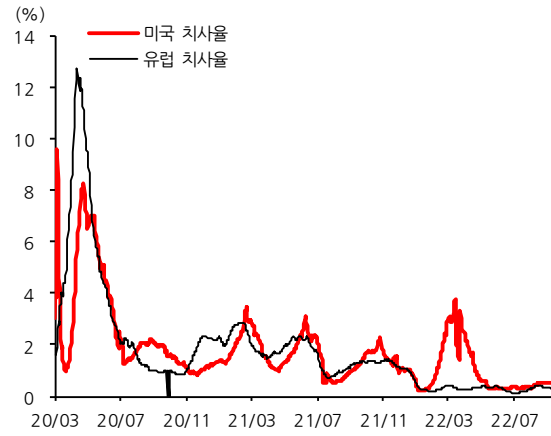
## 2. COVID-19 Update (7 일 평균)

[그림91] 미국/유럽 신규 확진자



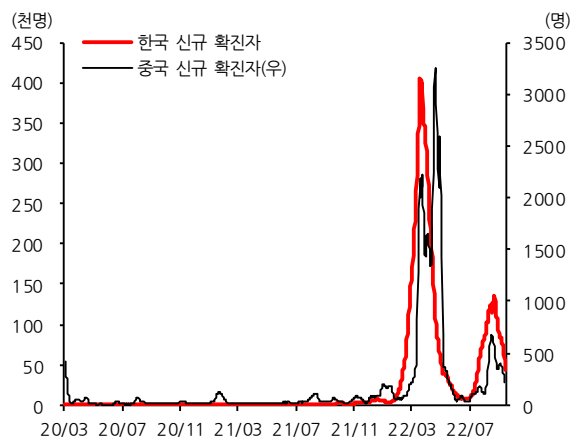
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 미국/유럽 치사율



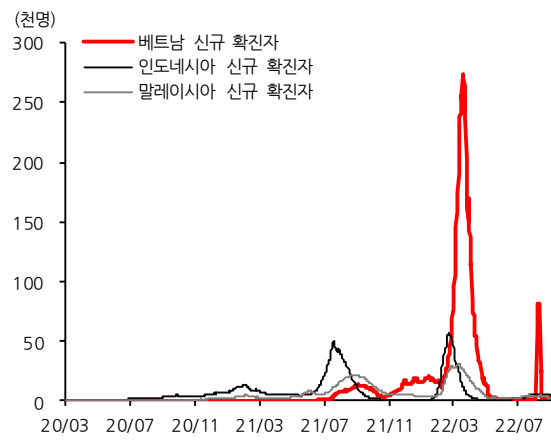
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 한국/중국 신규 확진자



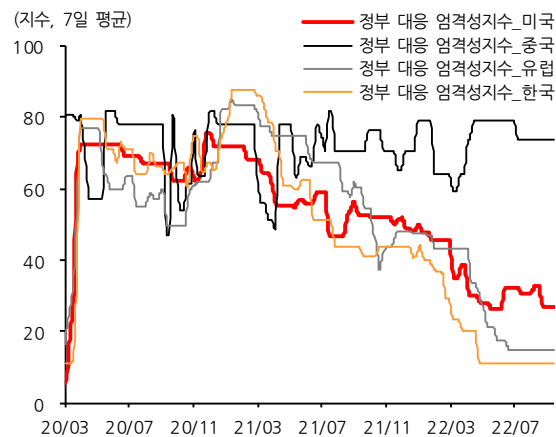
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] ASEAN 주요국 신규 확진자



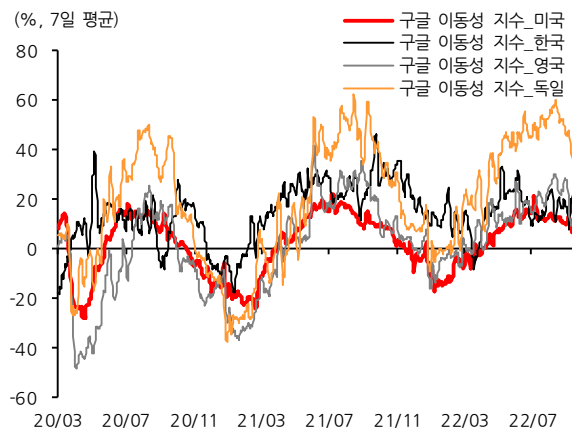
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 정부 대응 엄격성 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

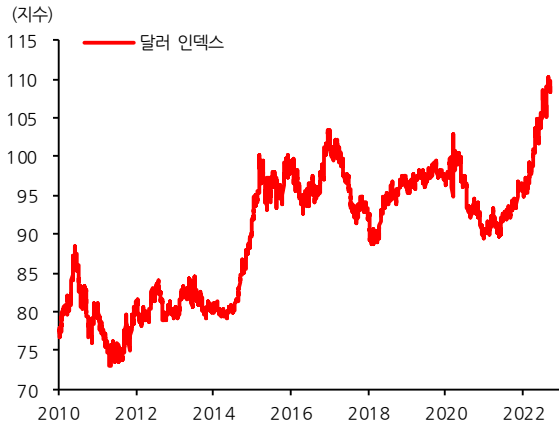
[그림96] 구글 이동성 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 주요국 환율

[그림97] 달러 인덱스



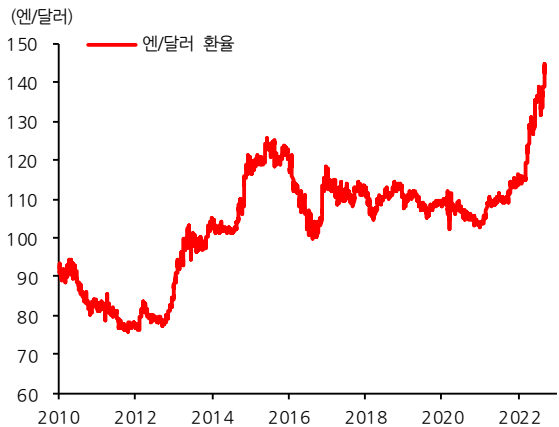
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 달러/유로 환율



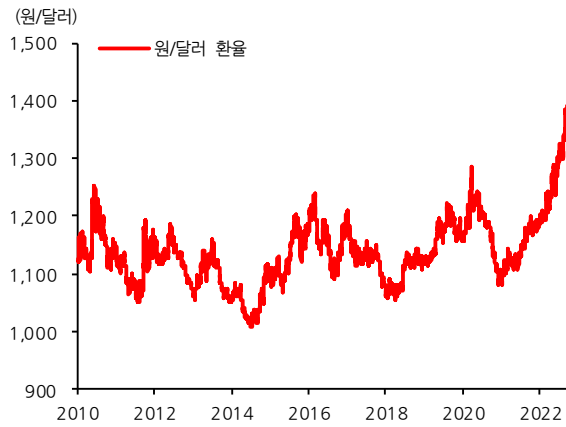
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 엔/달러 환율



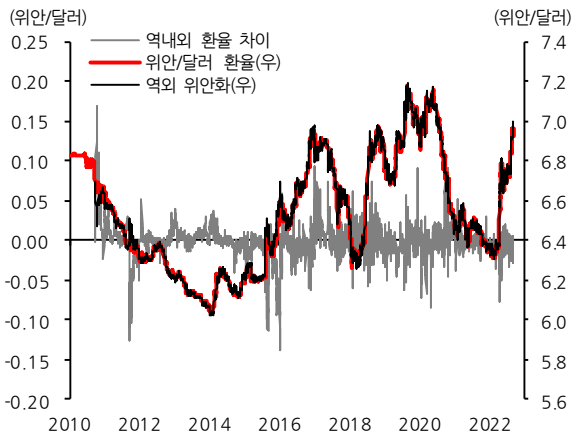
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 위안/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 루블/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

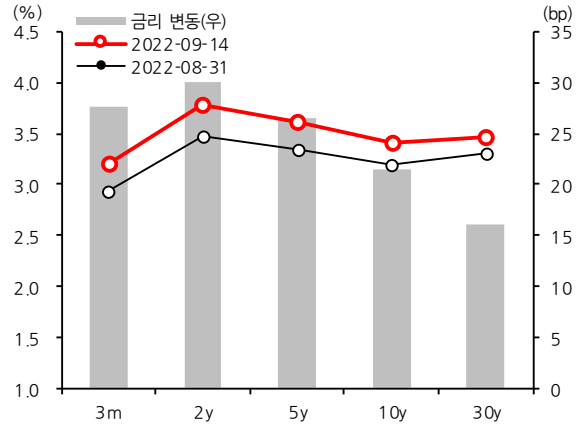
### 4. 주요국 금리

[그림103] 미국채 금리 추이



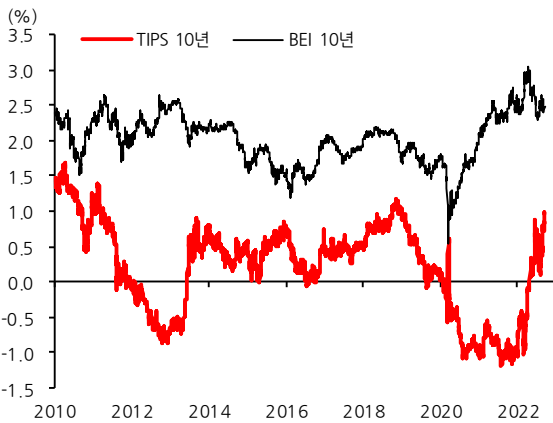
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 미국채 만기별 금리 변화



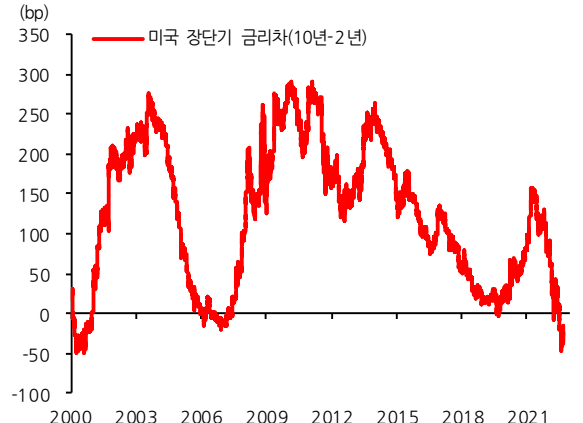
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] TIPS 및 BEI(Breakeven Inflation)



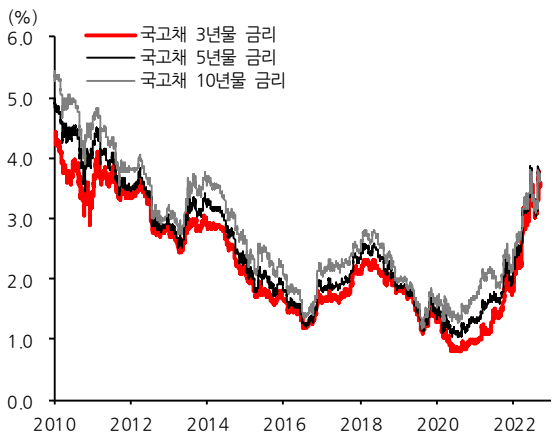
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 미국 장단기금리차



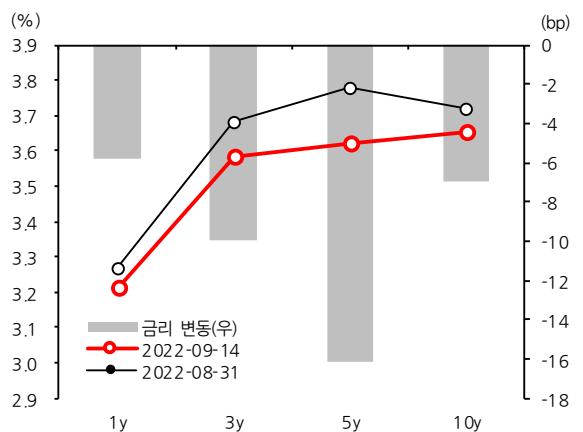
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

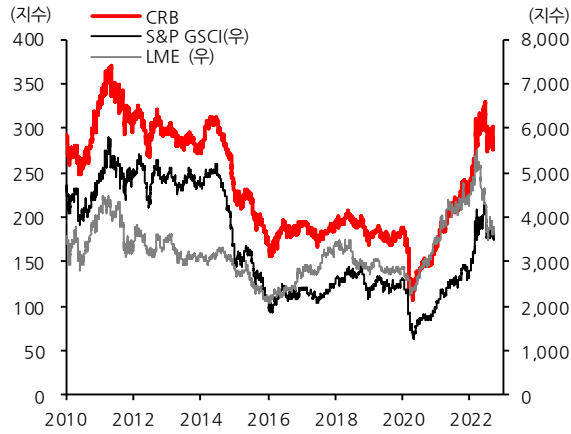
[그림108] 국고채 만기별 금리 변화



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

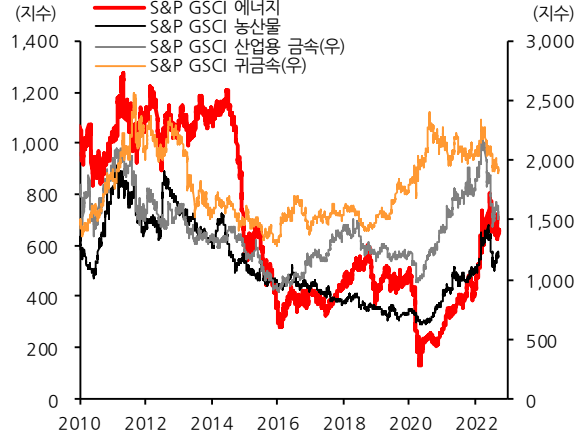
## 5. 주요 원자재 가격

[그림109] 주요 원자재 지수



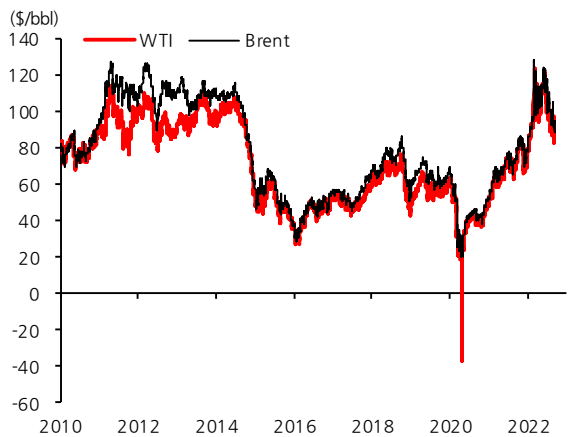
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] S&P GSCI 세부지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 국제유가(WTI, Brent)



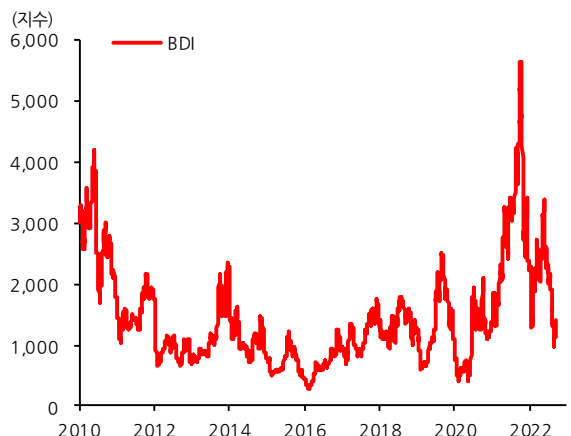
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 천연가스(미국, 유럽)



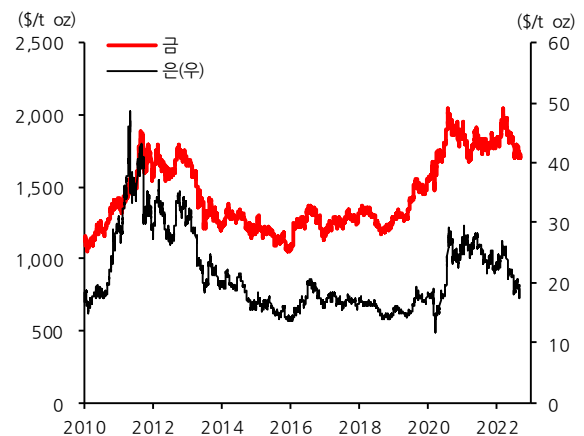
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] Baltic Dry Index



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 금/은 가격



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



---

**[ Compliance Notice ]**

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].

---