

—
Hanwha Macro Monthly
소비절벽

11
2022



“

미국 저소득층이 지출에 부담을 느끼고 있습니다. 저임금 업종 중심의 임금 상승세 둔화, 자산을 활용한 지출 비중 확대, 얼마 남지 않은 초과저축 등이 구매력 약화를 시사합니다. 늦어도 내년 상반기에는 소비 부진이 현실화될 것으로 예상합니다.

”

| C o n t e n t s |

I. 핵심요약.....	03
II. 소비절벽.....	04
1. 줄어드는 임금 상승의 기회.....	04
2. 이미 지출이 부담스러운 저소득층.....	06
3. 얼마 남지 않은 초과저축.....	08
4. 내년 상반기 소비절벽에 유의.....	10
III. Hanwha's Macro View.....	12
IV. 주요국 경기 점검.....	15
1. 한국: 대내외 수요 동반 부진.....	15
2. 미국: 심리 위축, 그 다음은 실물 둔화.....	18
3. 중국: 제로 코로나 정책 완화가 핵심.....	21
4. 유로존: 독일마저 어려운 상황이라면... ..	24
V. Economic Calendar.....	27
VI. Economic Chart Book.....	28

I. 핵심요약

내년 상반기 미국 소비 부진 현실화 전망	현재 미국 소비는 양호하지만, 구매력은 저소득층을 중심으로 약화되고 있다. 늦어도 내년 상반기에는 소비 부진이 현실화될 것으로 예상된다.
저임금 산업 중심 임금 상승세 둔화	우선 임금 상승세가 둔화되고 있다. 기업들의 비용 부담이 높아졌고, 노동시장 초과수요가 완화되고 있기 때문이다. 산업별로 살펴보면, 레저/관광, 소매업 등 저임금 산업의 임금 상승세 둔화 폭이 크다. 향후 임금 상승압력이 둔화되는 국면에서 중산층 이하의 소득 개선이 상대적으로 더 제한될 수 있다는 의미이다. 자발적 사직률 하락과 이민자 증가도 임금 상승을 제한
자발적 사직률 하락과 이민자 증가도 임금 상승을 제한	최근 설문조사 결과를 보면, 저소득층은 이미 지출에 부담을 느끼고 있는 것으로 보인다. 연소득 5만달러 이하 저소득층의 60%가 일상 소비에 어려움을 겪고 있다고 응답했고, 연소득 18만달러 이하의 약 80%가 인플레이션 여파로 유의미한 지출 감소에 직면했다고 밝혔다. 소비 재원을 보더라도 저축과 같이 이미 가지고 있는 부(wealth)의 활용 비중이 높아졌다. 소득 이외 재원 활용이 늘어나고 있기 때문에 이들 재원이 일정수준 이하로 줄어들면, 소비 위축이 예상보다 가파르게 진행될 수 있다.
저소득층은 저축을 소비에 적극 활용	초과저축은 코로나 이전과 비교하면 여전히 풍부하지만, 최근 들어 감소세가 가팔라지고 있다. 특히 소득 하위 50%가 저축을 소비에 적극 활용하고 있어 앞으로 정책지원이 줄고, 소득 증가가 제한된다면, 그 충격은 저소득층에 집중될 가능성이 높다. 최근 저축 감소 흐름을 감안하면, 소득 하위 25%의 초과저축은 연내 대부분 소진될 전망이다.
탄력적인 소비 증가가 지속되기는 어려움	결국 탄력적인 소비 증가가 내년까지 계속되기는 어려울 것이다. 저소득층 구매력이 약화되면, 서비스 소비 증가세는 둔화될 가능성이 높다. 상품 소비도 꾸준히 추세를 상회하고 있는 데다, 소득 대비 비중이 지난 30년 평균 대비 높아 개선 여력이 크지 않다. 올해 들어 추세를 하회하기 시작한 가처분소득도 소비 증가세 둔화 전망을 뒷받침한다.
저소득층 저축 소진과 맞물려 소비 둔화 폭 커질 가능성	따라서 소비 부진은 불가피하다고 본다. 특히 저소득층의 초과저축 소진과 맞물려 소비 둔화 폭이 커질 가능성을 염두에 두어야 한다. 본격적인 소비 위축은 아직 시작되지 않았다.

II. 소비절벽

1. 줄어드는 임금 상승의 기회

미국 임금 상승세 Peak out

미국 소비는 여전히 양호하지만, 임금 상승세는 둔화되고 있다[그림1]. 기업들의 비용 부담이 높아졌고, 노동시장 초과수요가 완화되고 있기 때문이다. 기업들은 수요 둔화, 단위노동비용(=노동비용/총산출량) 상승 등에 직면하면서 임금인상 및 신규채용에 소극적인 모습을 보이기 시작했다[그림2]. 아직 감원이나 사업 축소를 우려하기는 이르지만, 적어도 임금이 이전처럼 탄력적으로 상승하기는 어려워 보인다.

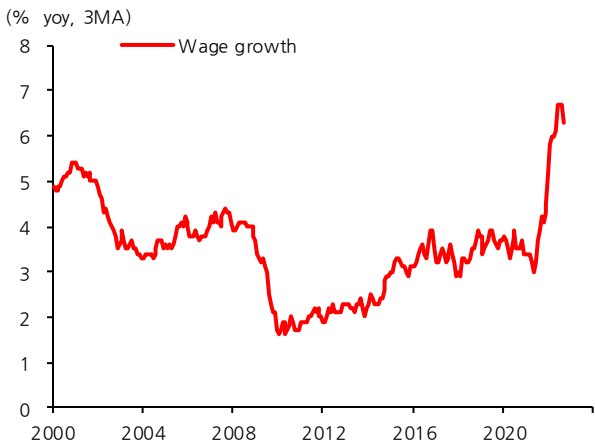
저임금 산업의 임금 상승세 둔화가 더 빠름

산업별로 살펴보면, 레저/관광, 소매업 등 저임금 산업의 임금 상승세 둔화 폭이 크다. 특히 상반기 임금 상승세가 가장 가팔랐던 레저/관광(월평균 +0.7%)은 하반기 들어 임금 오름세가 빠르게 둔화(월평균 +0.4%)되고 있다[그림3]. 향후 임금 상승압력이 둔화되는 국면에서 중산층 이하의 소득 개선이 상대적으로 더 제한될 수 있다는 의미이다.

자발적 사직률 하락과 이민자 증가도 저소득층 임금 상승을 제한

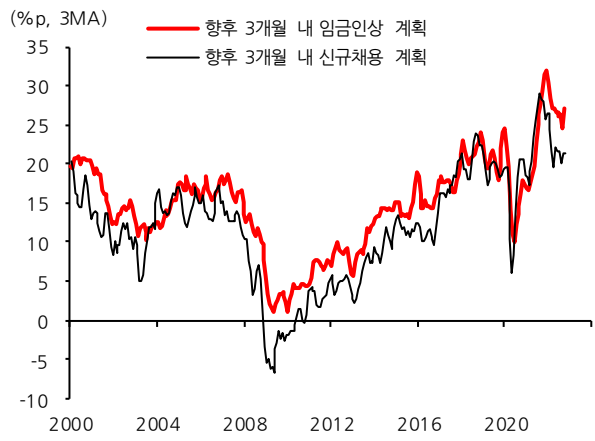
자발적 사직률 하락과 이민자 증가도 주로 저소득층의 임금 상승을 제한하는 요인이라고 생각한다. 코로나 이후 노동공급 차질이 심화되면서 저임금 업종을 중심으로 자발적 사직률과 이직이 증가했고, 이들의 임금은 보다 더 탄력적으로 상승했다[그림4]. 그러나, 자발적 사직률은 구인수요 약화를 반영해 하락하고 있다[그림5]. 이민자가 재차 늘어나고 있다는 점도 경제활동인구 감소를 메워줄 수 있는 요인이다(=노동공급 증가). 이러한 변화는 저소득층의 임금 상승세 둔화 압력을 높이는 변수로 작용할 전망이다.

[그림1] 임금 상승세 Peak out



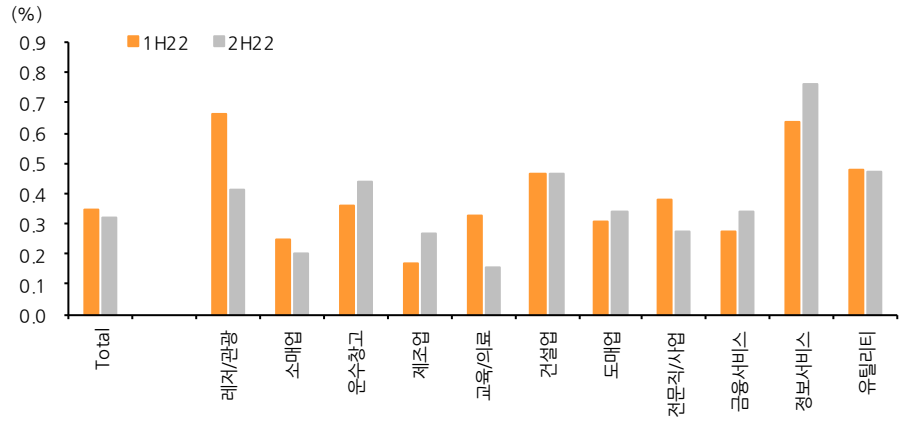
자료: FRB of Atlanta, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 기업들은 최근 들어 임금인상 및 신규채용에 덜 적극적



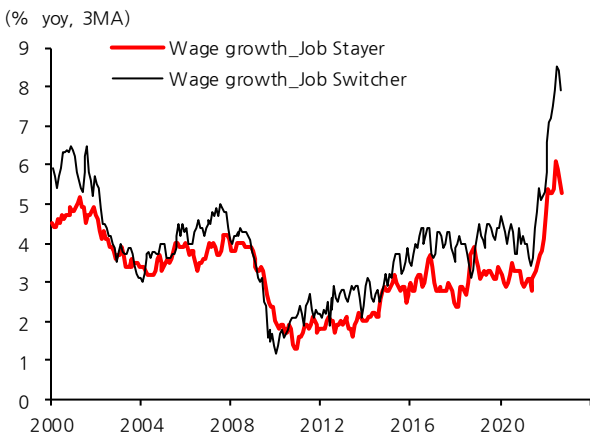
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 레저/관광, 소매업 등 저임금 산업의 임금 상승세 둔화가 두드러짐



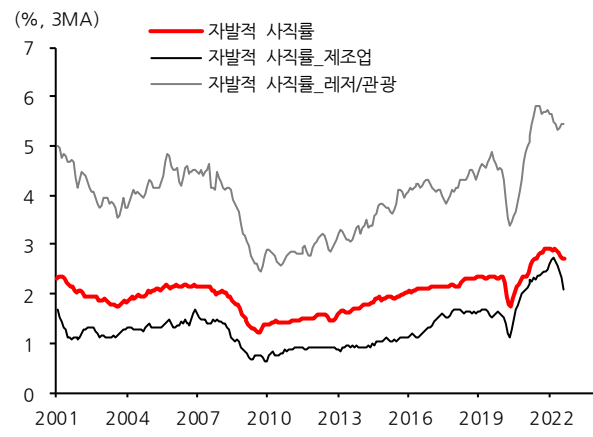
주: 시간당 평균임금 상승률. 임금이 낮은 순서로 정렬. 하반기는 7~10월 기준
 자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 이직자들의 임금 상승세가 상대적으로 강했으나



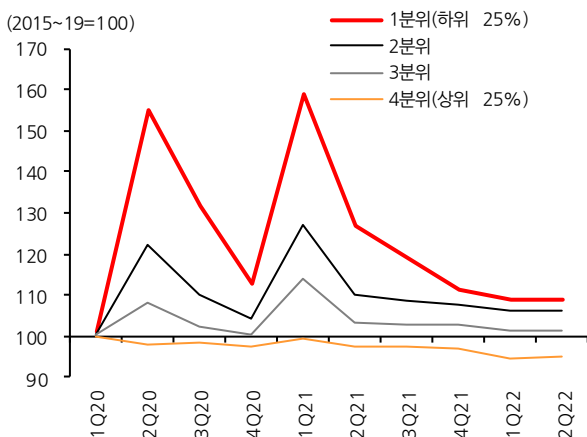
자료: FRB of Atlanta, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 자발적 사직률도 Peak out



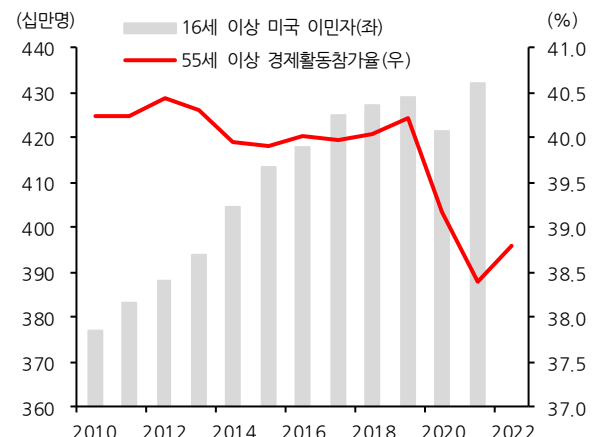
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 재정지원 약화 이후, 가처분소득 증가 더뎠



주: 소득분위별 가처분소득
 자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 이민자 증가는 노동공급 차질 완화 요인



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

2. 이미 지출이 부담스러운 저소득층

지출에 부담을 느끼고 있는
저소득층

최근 설문조사 결과를 보면, 저소득층은 이미 지출에 부담을 느끼고 있는 것으로 보인다. 연소득 5만달러 이하 저소득층의 60%가 일상 소비에 어려움을 겪고 있다고 응답했고(Household pulse survey), 연소득 18만달러 이하의 약 80%가 인플레이션 여파로 유의미한 지출 감소에 직면했다고 밝혔다(그림8,9). 높아진 임금과 초과저축을 토대로 지출을 늘려왔지만, 부담이 커지고 있다는 것이다.

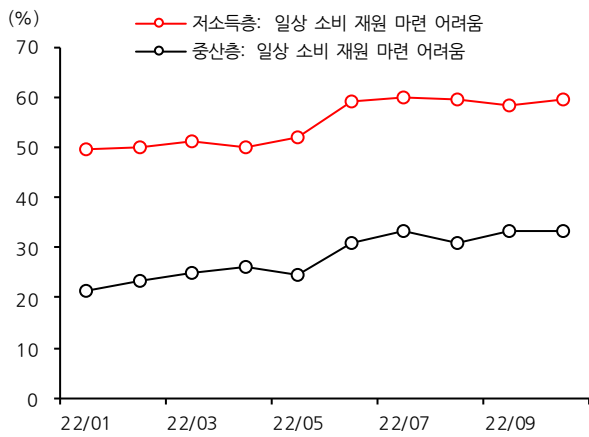
지출에 Wealth를 활용하는
비중이 높아지고 있음

소비 재원을 보면, 저축과 같이 이미 가지고 있는 부(wealth)의 활용 비중이 높아졌다. 연소득이 15만달러 이하인 사람들의 저축과 보유자산 활용 비중은 꾸준히 높아져 35%에 달하는 반면, 재정지원의 활용 비중은 5% 이하로 하락했다(그림10,11). 소득 이외 자원 활용이 늘어나고 있기 때문에 이들 재원이 일정수준 이하로 줄어들면, 소비 위축이 예상보다 가파르게 진행될 가능성이 있다.

중산층의 실질 자산도
감소하기 시작

University of California, Berkeley에 따르면, 중산층(소득기준 middle 40%)의 평균 실질 자산(average real wealth)은 지난 3월을 정점으로 줄고 있다(그림12). 자산을 소비 재원으로 활용하고 있는 데다, 자산가격 하락과 물가 상승이 나타났기 때문이다. 이는 올해 들어 소득 하위 50%의 소비 증가세가 더더지고 있는 것과도 무관하지 않아 보인다(그림13). 앞으로 소비 둔화 압력은 더 높아질 것으로 예상된다.

[그림8] 일상 소비에 어려움을 겪고 있다는 응답 증가

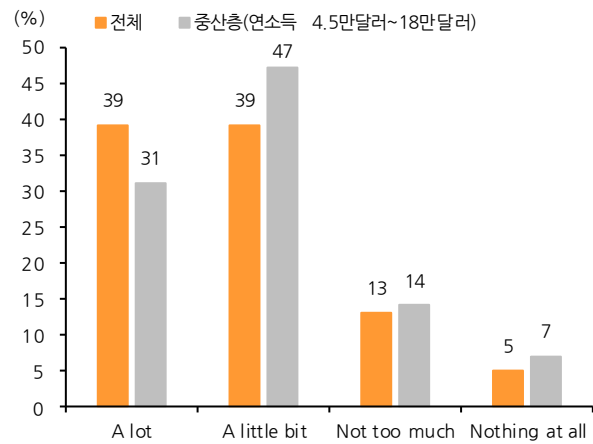


주1: Household Pulse Survey

주2: 저소득층은 연소득 5만달러 이하, 중산층은 5만~15만달러

자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 물가 상승에 따른 지출 감소 수준

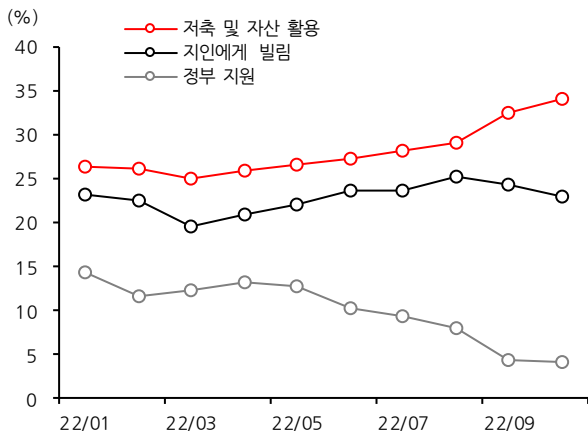


주1: 중산층 2,455명을 포함한 8,047명 대상 설문조사

주2: 조사기간은 9/9~10/2

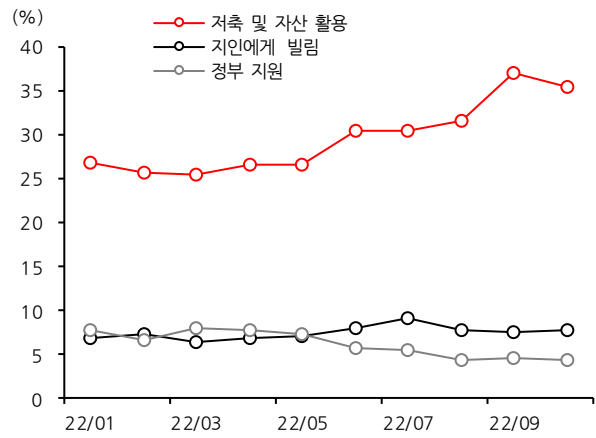
자료: Harris Poll

[그림10] 저소득층 소비 재원: 저축 및 보유자산 활용 비중 확대



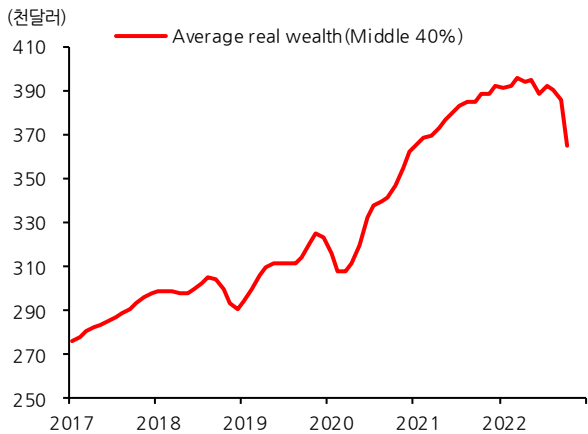
주: Household Pulse Survey, 연소득 5만달러 이하 대상. 복수응답 가능
 자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 중산층 소비 재원: 저축 및 보유자산 활용 비중 확대



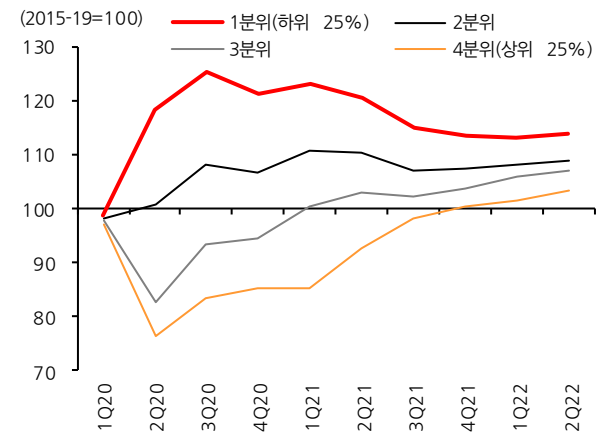
주: Household Pulse Survey, 연소득 5만~15만달러 대상. 복수응답 가능
 자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중산층의 실질 자산은 지난 3 월을 정점으로 감소



주: Wealth에는 소득과 더불어 부동산, 저축 등이 포함
 자료: University of California, Berkeley, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 소득 하위 50%의 소비 증가세 더뎠

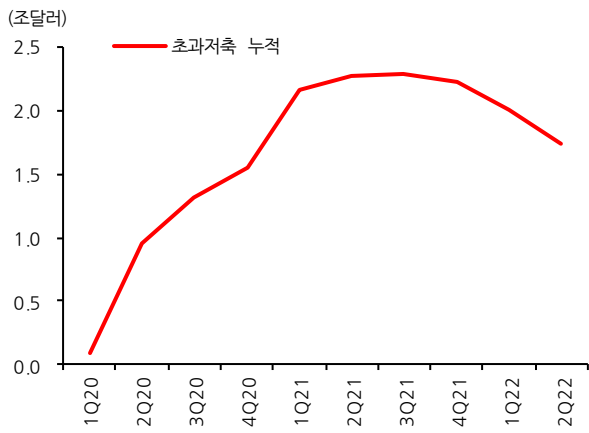


주: 소득분위별 개인소비지출
 자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터

3. 얼마 남지 않은 초과저축

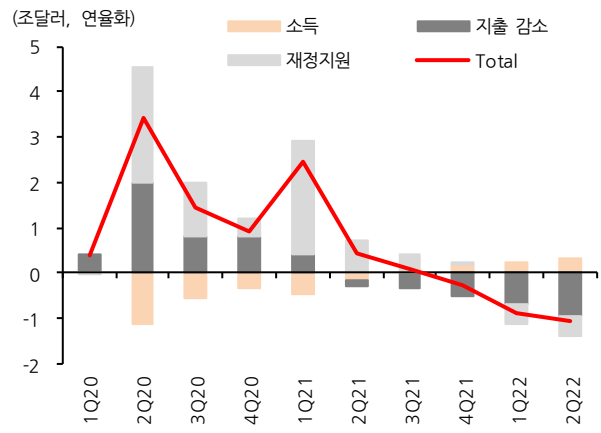
<p>빠르게 줄고 있는 초과저축</p>	<p>앞에서 살펴본 바와 같이 초과저축은 중요한 소비 재원이다. 저축은 코로나 이전과 비교하면 여전히 풍부하지만, 최근 들어 감소세가 가팔라지고 있다는 점을 염두에 두어야 한다.</p>
<p>지출 확대와 정책지원 약화가 저축 감소를 주도</p>	<p>미국 가계 초과저축은 2.3조달러를 정점으로 감소해 올해 2/4분기 기준 약 1.7조달러 남아 있는 것으로 추산된다[그림14]. 저축 감소를 주도한 것은 지출 확대와 정책지원 약화이다. <u>올해 들어 재정지원의 저축 기여도는 마이너스로 돌아섰고, 저축을 소비에 보다 더 적극적으로 활용하면서 저축 감소 폭이 확대되고 있다[그림15].</u></p>
<p>저소득층이 저축을 소비에 적극 활용</p>	<p>항목별 저축 기여도는 소득수준에 따라 상반된다. 소득 하위 50%는 재정지원이 (+), 지출 확대가 (-) 기여하고 있는 반면, 상위 25%는 지출 감소가 (+), 소득 및 재정지원 감소가 (-) 기여하고 있다[그림16]. <u>저소득층은 저축을 소비에 적극 활용하고 있는 반면, 고소득층은 오히려 소비를 줄여 저축하고 있다는 의미이다. 앞으로 정책지원이 줄고, 소득 증가가 제한된다면, 그 충격은 저소득층에 집중될 가능성이 높다.</u></p>
<p>소득 하위 25%의 초과저축 연내 대부분 소진될 듯</p>	<p>최근 저축 감소 흐름을 감안하면, <u>소득 하위 25%의 초과저축은 연내 대부분 소진될 전망이다(2/4분기 초과저축: 920억달러, 올해 분기 평균 300억달러 감소)</u>. 2분위(소득 하위 25~50%)의 저축 소진까지는 시간이 걸릴 것이다. 다만, 소비 재원으로 활용되고 있어 저축 감소 폭은 커질 것으로 예상된다[그림17].</p>

[그림14] 올해 들어 빠르게 감소하고 있는 초과저축



자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터

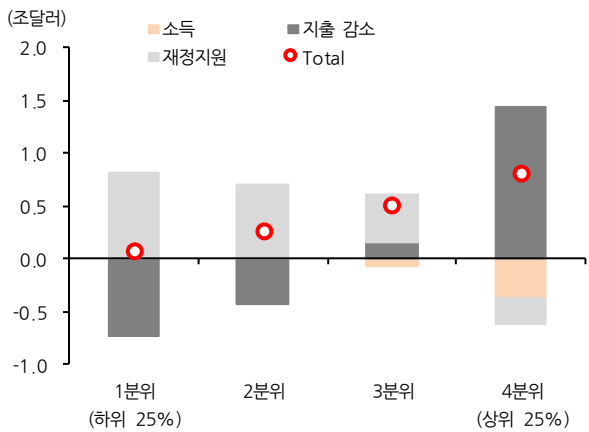
[그림15] 저축을 활용해 소비를 늘리고 있기 때문



주: 항목별 초과저축 기여도

자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터

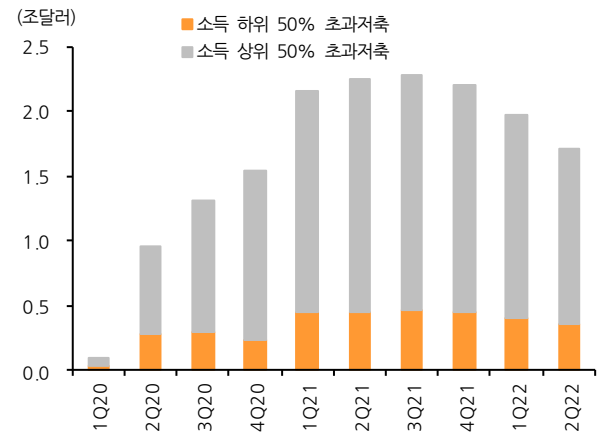
[그림16] 소득 하위 50%는 저축을 소비에 적극 활용 중



주: 2/4분기 소득분위별 초과저축 구성

자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 재정지원 줄어들면, 저소득층 저축 감소 가팔라질 수 있음

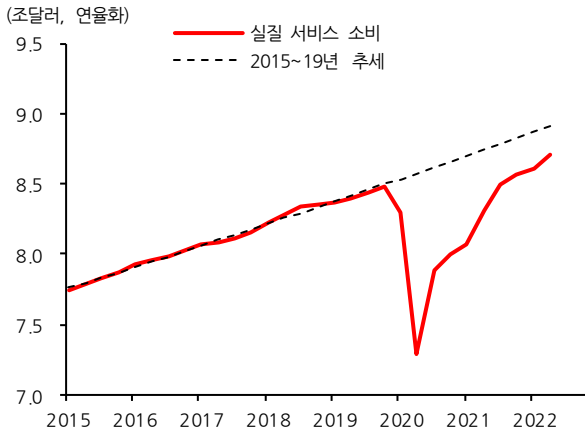


자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터

4. 내년 상반기 소비절벽에 유의

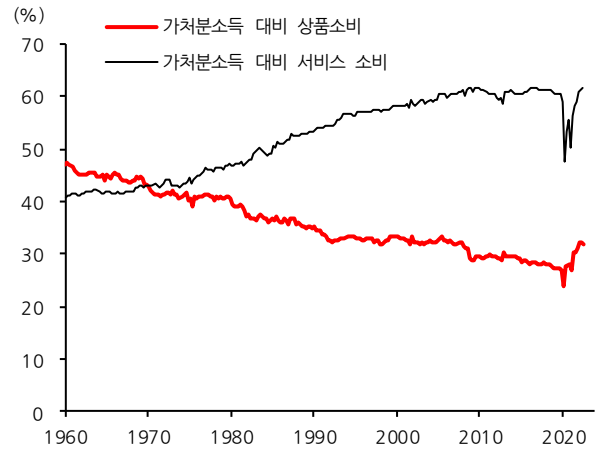
내년까지 소비 개선이 이어지기는 어려울 것	미국 소비는 코로나 이후 기존 추세를 뛰어넘었고, 상품과 서비스가 변갈아 소비 개선을 주도하면서 그 수준이 유지되고 있다. 그러나, <u>탄력적인 소비 증가가 내년까지 지속되기는 어려울 전망이다.</u>
수요 측면은 올% 기여	실질 서비스 소비는 2015~19년 추세를 다소 하회하고 있지만, 가처분소득 대비 서비스 소비 비중은 장기평균을 넘어섰다[그림18,19]. <u>저소득층 구매력이 약화되면, 서비스 소비 증가세는 둔화될 가능성이 높다.</u> 실질 상품 소비도 2020년 3/4분기 이후 꾸준히 추세를 상회하고 있고, 소득 대비 비중은 30년 평균 대비 높아 개선 여력이 크지 않다[그림20]. 올해 들어 추세를 하회하기 시작한 가처분소득도 소비 증가세 둔화 전망을 뒷받침한다[그림21].
내년 상반기 소비 부진 현실화 전망	늦어도 내년 상반기에는 소비 부진이 현실화될 전망이다. 노동의 초과수요 완화, 저소득층 저축 소진, 물가 부담 등이 모두 소비 위축 요인이기 때문이다. 특히 <u>내년 상반기 저소득층 초과저축 소진과 맞물려 소비 둔화 폭이 커질 가능성을 염두에 두어야 한다.</u>
저소득층을 중심으로 구매력 약화	우리는 내년 미국 경기가 완만한 침체(mild recession)에 직면할 것으로 본다(2023년 연간전망은 10/17일 발간한 <u>‘오아시스’</u> 참고). 위에서 언급한 소비 부진이 침체를 예상하는 핵심 요인이다. <u>현재 미국 소비는 양호하지만, 구매력은 저소득층을 중심으로 약화되고 있다. 소비 둔화는 아직 시작되지 않았다.</u>

[그림18] 실질 서비스 소비가 추세를 다소 하회하고 있지만



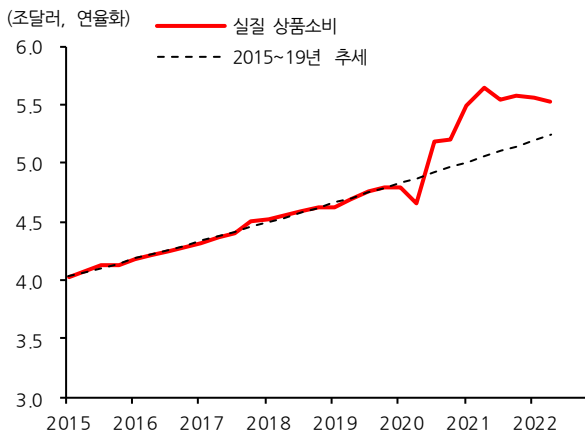
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 소득 대비 서비스 소비 비중은 장기평균을 넘어섰음



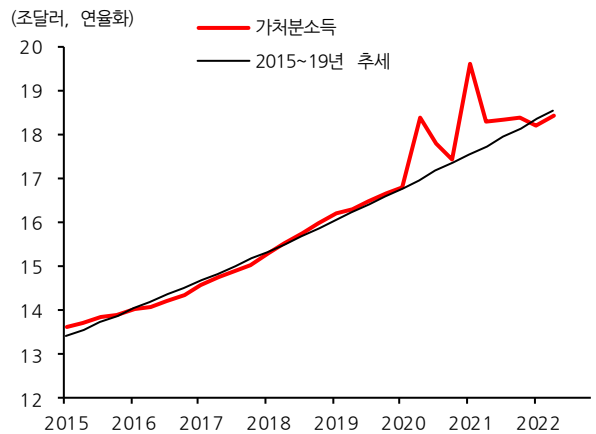
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 상품 소비는 여전히 추세를 상회



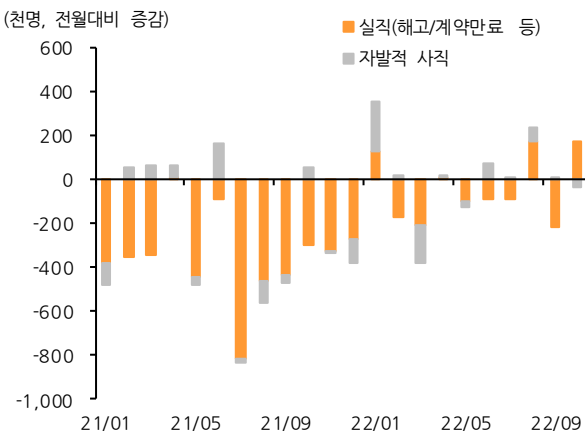
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 가처분소득은 추세를 하회하기 시작



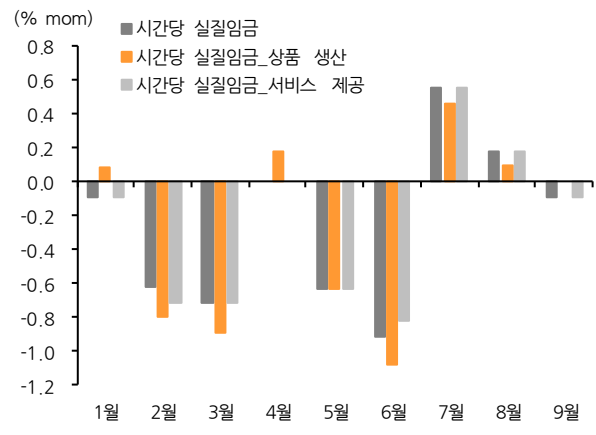
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 해고, 계약만료 등 비자발적으로 일자리를 잃은 사람 증가



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

[그림23] 실질임금의 전월대비 상승세가 지속되기 어려울 전망



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

III. Hanwha's Macro View

2023년 상반기
글로벌 경기 침체 전망

2023년 글로벌 경기는 침체에 직면할 것으로 예상된다. 인플레이션, 중앙은행의 긴축, 러시아-우크라이나 전쟁 등 하방 리스크가 완화되기 쉽지 않기 때문이다. OECD 경기 선행지수는 지난 해 하반기부터 14개월 연속 하락 중이고, 물가상승압력이 광범위하게 퍼져 있어 오름세 둔화가 더딜 전망이다. 내년 미국은 0%대 성장, 유로존은 마이너스 성장을 예상하며, 글로벌 경기 저점은 2Q~3Q일 것으로 본다.

미국도 소비 둔화 압력
높아질 것

경기가 상대적으로 양호한 미국도 침체에 직면할 것으로 보는 이유는 기업들의 부담이 커지면서 가계 구매력 약화를 야기할 수 있기 때문이다. 기업들은 노동비용 급증 및 핵심연령층(25~54세) 경제활동참가율 정체로 수익성 악화 우려가 높아지고 있다. 수요 둔화, 비용 증가, 생산성 하락은 가계의 근로소득 증가를 제한하는 요인이다. 가계 입장에서 경기 및 재정상황이 악화될 것으로 예상하면, 소비에 적극 나서기 어렵다.

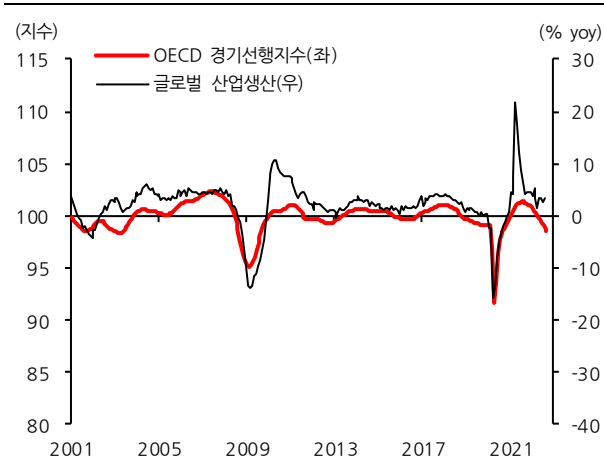
Downside risk는
유럽발 가능성 높음

잠재적 위험 중에서는 유럽발 리스크에 집중해야 한다. 과거 유럽 경기가 부진했던 국면에서 이번처럼 독일 경기 하강이 가팔랐던 경우는 찾기 어렵다. 독일은 유럽 내에서도 제조업 비중이 가장 높은 국가(20%) 중 하나로 생산자물가 급등의 충격이 집중되고 있다. 유로존은 독일이라는 중심이 흔들리는 상황에서 에너지 수급 불안, ECB 통화정책 정상화에 따른 분열 리스크에 대응하는 데 어려움을 겪을 수 있다.

주식시장 추세적 반등은
내년 2/4분기 이후

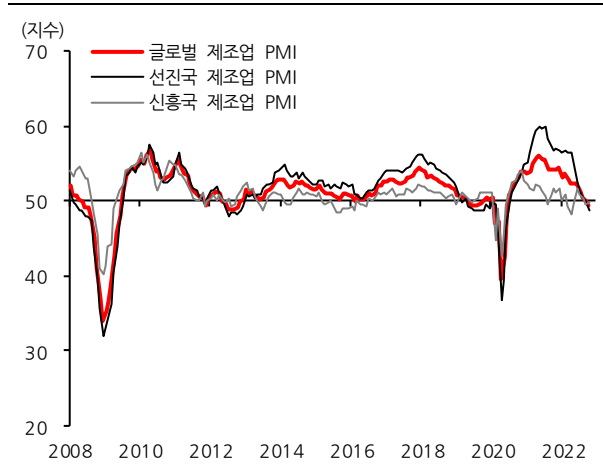
따라서 주식시장의 추세적 반등은 내년 2/4분기 이후 가능하다는 view를 유지한다. 주식시장 반등을 위해서는 연준 긴축 종료, 경기 저점 통과 조짐이 확인돼야 한다.

[그림24] OECD 경기선행지수와 글로벌 산업생산



자료: OECD, CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주요지역 제조업 PMI



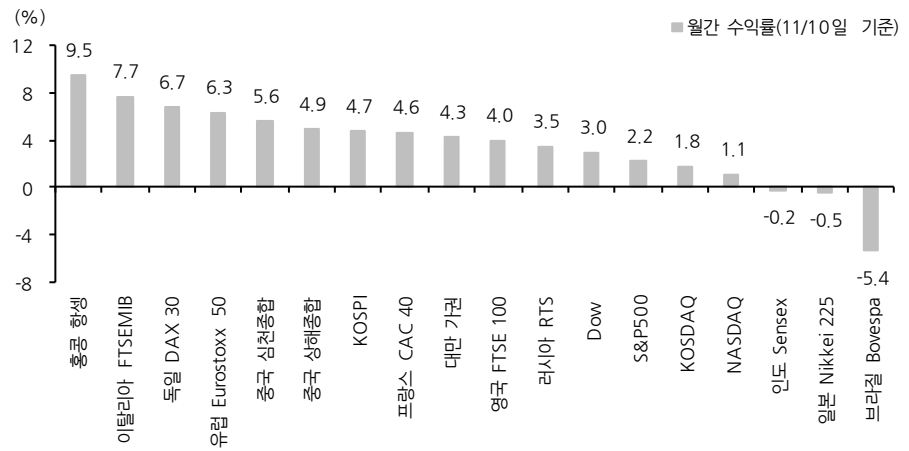
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Hanwha's Macro View

구분	단기(4/4분기)	중기(2023년)
글로벌	-글로벌 경기 둔화 지속 -물가 상승세 둔화는 더디게 진행	-상반기 글로벌 경기 침체 직면 -2Q~3Q 경기 저점 통과 전망
한국	-수출 전년동월대비 감소세 지속 -소비 둔화 흐름 본격화	-1%대 성장 전망(1.6%) -수출은 상반기까지 감소세 지속, 소비도 하방 리스크 우세
미국	-고용 Peak out 시그널 강화 -소비심리 위축에 이은 실제 소비 둔화 압력 확대	-상반기에 소비 부진이 본격화되면서 침체 직면 -연준 금리 인하 가능성 낮음
중국	-더딘 소비 회복 지속 -부동산 경기 저점 통과 시그널	-제로 코로나 정책 완화되면, 소비 위주 반등 가능 -3월 양회 이후 코로나 관련 정책 완화 기대
유로존	-전기대비 마이너스 성장 가능성 -공급 측면 물가상승 부담 지속	-연간 마이너스 성장 전망(-0.9%) -독일 경기 위축이 가파른 가운데, 에너지 수급 불안 및 분열 리스크 직면
FX	-달러화 강세 기조 지속 -원/달러 환율 1,400원 초반 수준으로 상승	-달러화 강세 기조는 지속, 상반기 대비 하반기 강달러 압력 완화 전망 -연말 원/달러 환율 1,350원 내외
Risk	-유로존: 에너지 수급 불안 및 ECB 통화정책 정상화 과정에서의 분열 가능성 -신흥국: 연준 긴축 지속 및 달러화 강세 영향으로 신흥국 자산 매력도 약화. 자본 유출 심화 시, 리스크가 여타 국가로 확산될 가능성 -연준: 물가 상승세 둔화가 더디게 진행되면서 금리 인상 사이클 연장	

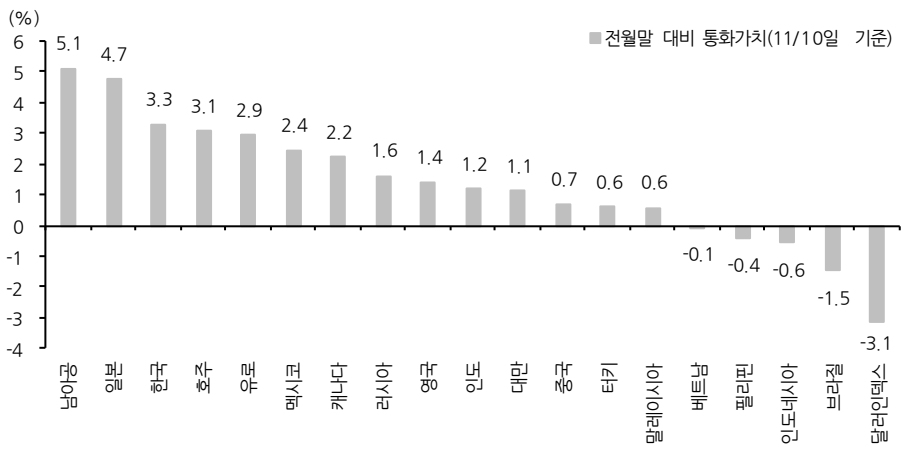
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주요국 주식시장 월간 수익률



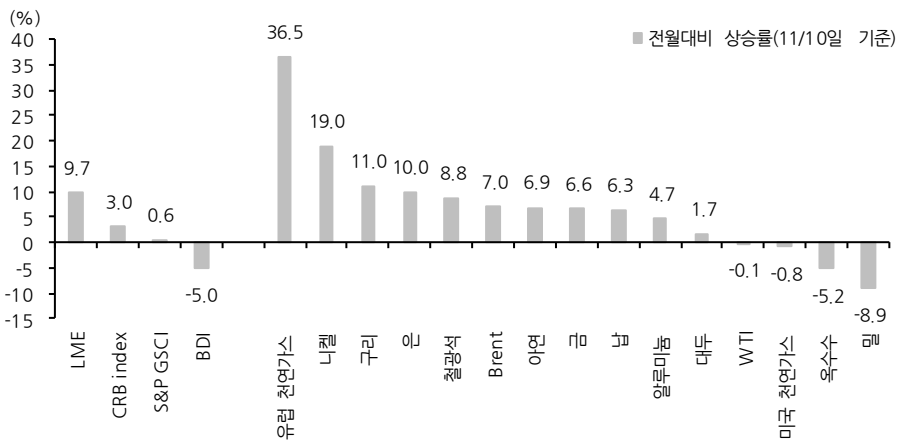
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[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: 대내외 수요 동반 부진

2023년 1%대 성장 예상

2023년 한국은 1%대 성장에 머물 것으로 예상된다(1.6%). 수출이 24개월 만에 전년동월대비 감소 전환한 가운데, 소비도 채무상환부담 가중 등으로 반등이 제한될 것으로 보기 때문이다.

수출, 내년 상반기까지 감소세 이어질 듯

10월 한국 수출은 24개월 만에 전년동월대비 감소(-5.7%)했다. 일평균 수출은 7.9% 줄어 들면서 감소 폭이 더 컸다. 對중국 수출과 반도체 수출이 각각 5개월, 3개월 연속 감소 중이다. 수출 감소는 글로벌 수요 둔화를 반영하는 것인데, 적어도 내년 상반기까지는 감소 흐름이 이어질 전망이다. 단가 상승 효과가 약해지는 가운데, 경기 위축으로 물량 둔화가 불가피하다.

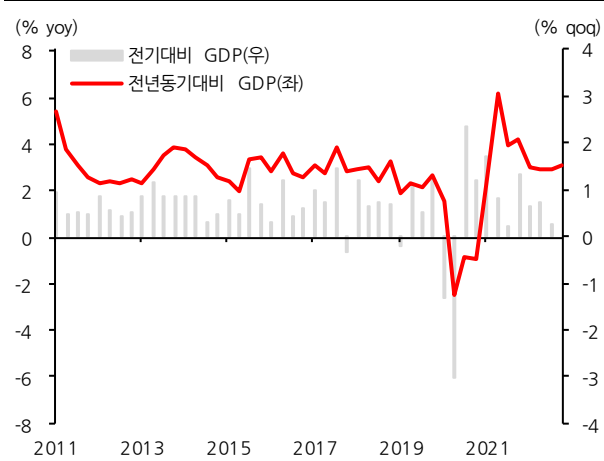
소비도 하방 리스크 우세

소비는 3/4분기에도 회복세가 이어지면서 성장을 주도했다. 다만, 앞으로는 하방 리스크가 우세하다고 본다. 더딘 물가 상승세 둔화, 가계부채 부담 등이 소비 반등을 제한할 전망이다. 재고 부담을 감안하면, 투자 또한 적극적으로 늘리기는 어렵다. 따라서 2023년 경제성장률이 2%를 하회할 것으로 예상된다.

원/달러 환율, 당분간 1,400원 초중반 수준

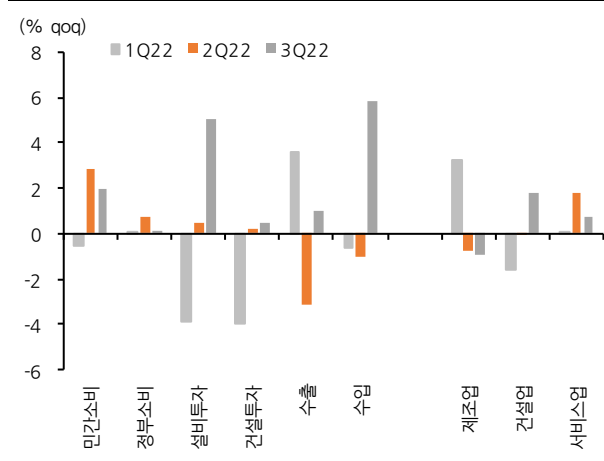
원/달러 환율은 국내 경기 둔화, 글로벌 수요 위축, 연준 긴축 등을 감안하면, 최근 급락한 원/달러 환율은 재차 반등할 전망이다. 환율은 내년 2~3Q에 글로벌 경기가 저점을 통과하면서 완만하게 하락할 것으로 본다. 내년 말 원/달러 환율은 1,350원 수준을 예상한다.

[그림29] 한국 경제성장률 추이



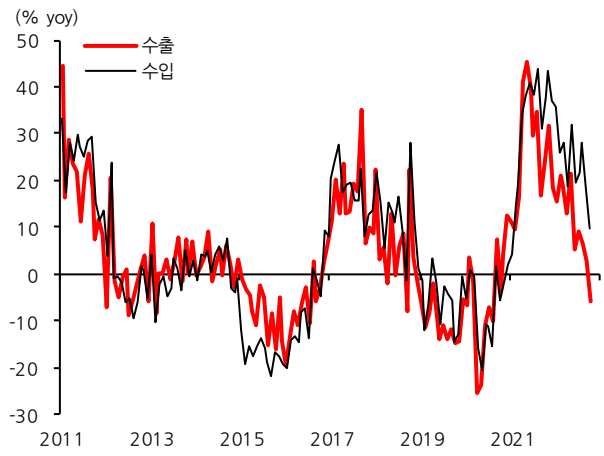
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 지출항목 및 경제활동별 증가율



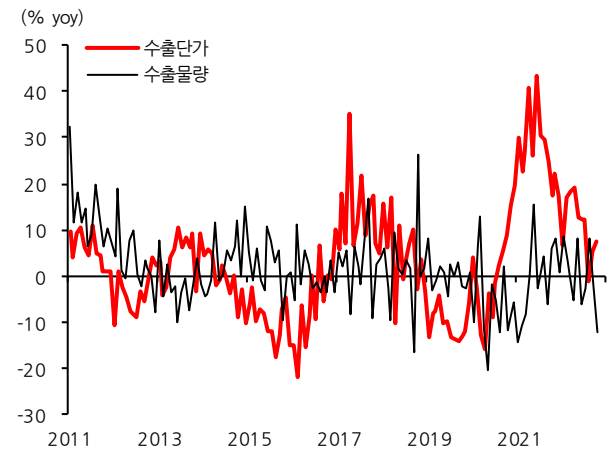
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 수출/입 증가율



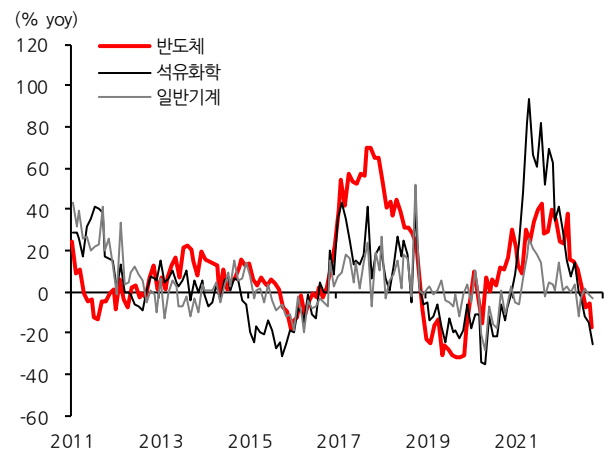
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 수출단가 및 물량 증가율



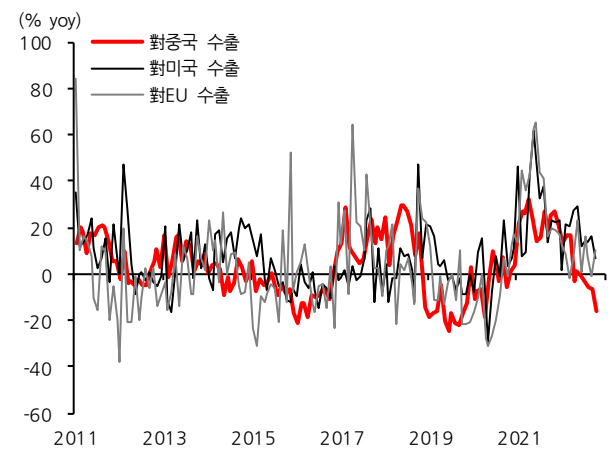
자료: 관세청, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 주요품목 수출 증가율



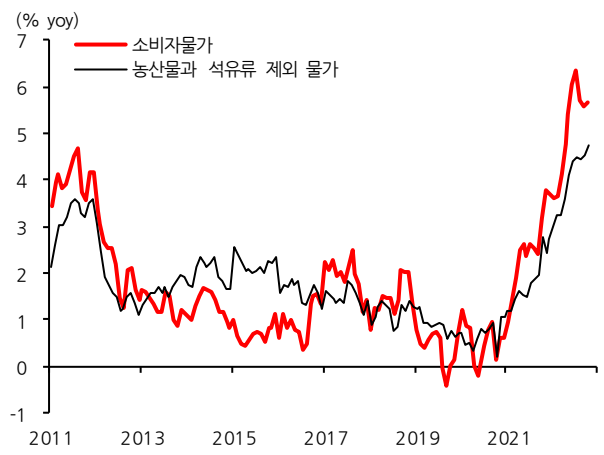
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 주요지역 수출 증가율



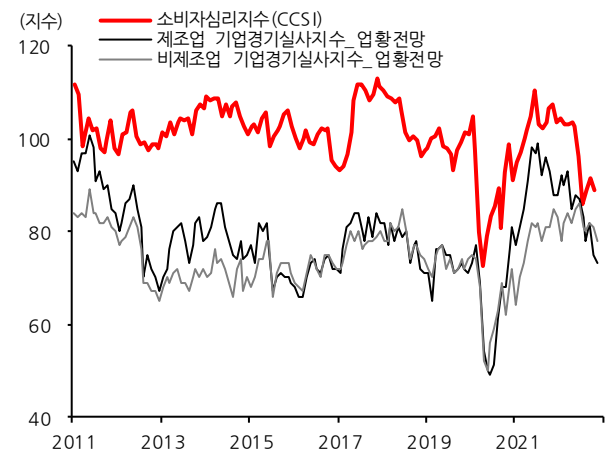
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 소비자물가 상승률



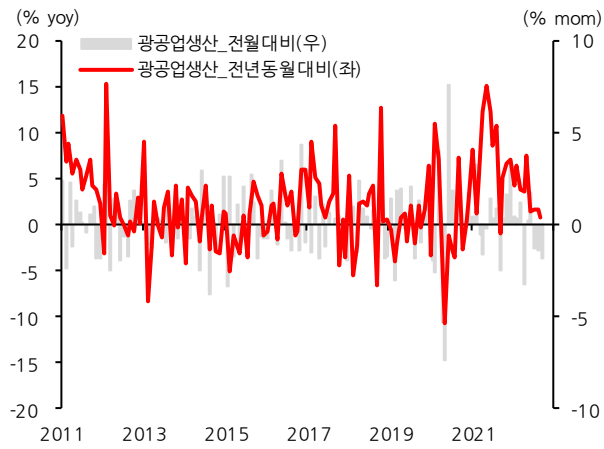
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 소비 및 기업경기 서베이 지표



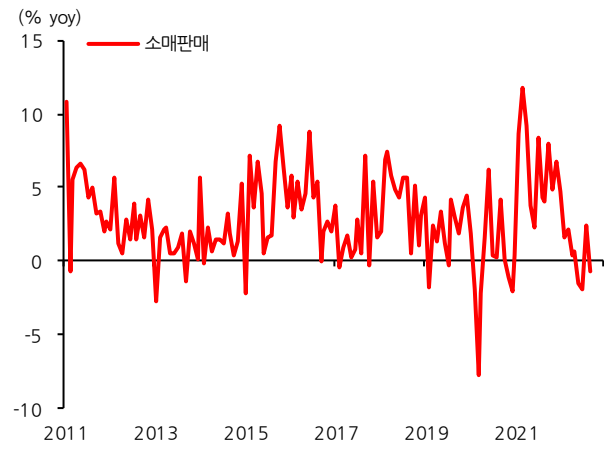
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 광공업생산 증가율



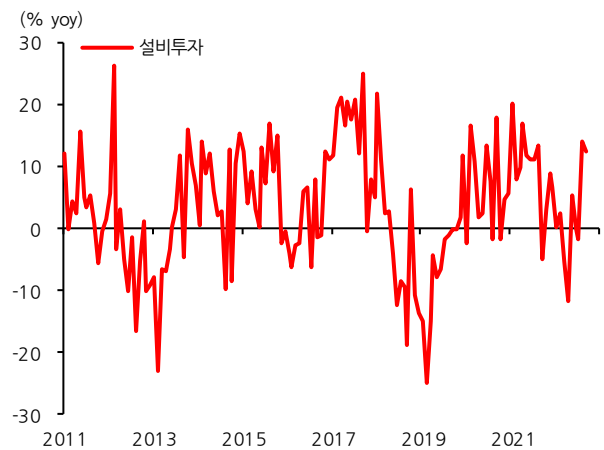
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 소매판매 증가율



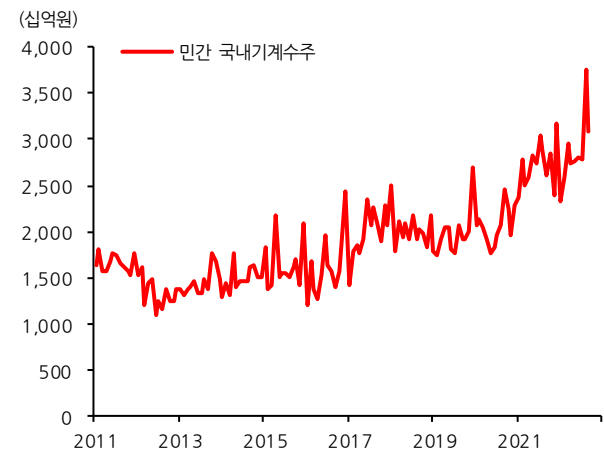
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 설비투자 증가율



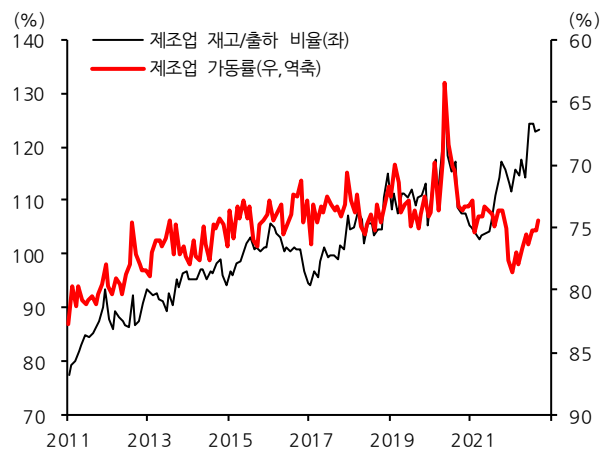
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 국내 기계수주액



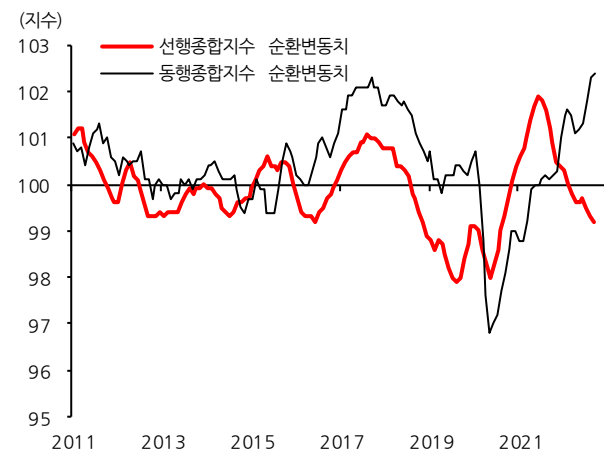
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 제조업 재고율 및 가동률



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 선행 및 동행종합지수 순환변동치



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국: 심리 위축, 그 다음은 실물 둔화

미국 경기도
내년 상반기 침체 전망

이번 분기부터 2023년 상반기까지는 미국 경기 하방 압력이 본격적으로 높아질 전망이다. 연준 긴축과 물가 부담이 지속되는 가운데, 기업들의 부담도 커지고 있기 때문이다.

고용 Peak out.
기업 비용부담 가중

우선 고용 증가세가 이어지고 있으나, Peak out 시그널도 강해지고 있다. 실업률 상승, 경제활동참가율 하락, 신규채용 및 임금인상에 대한 적극성 약화 등은 구인수요가 꺾이고 있지만, 노동공급 차질이 여전한 상황임을 시사한다. 따라서 임금 상승세 둔화가 더딘 것이다.

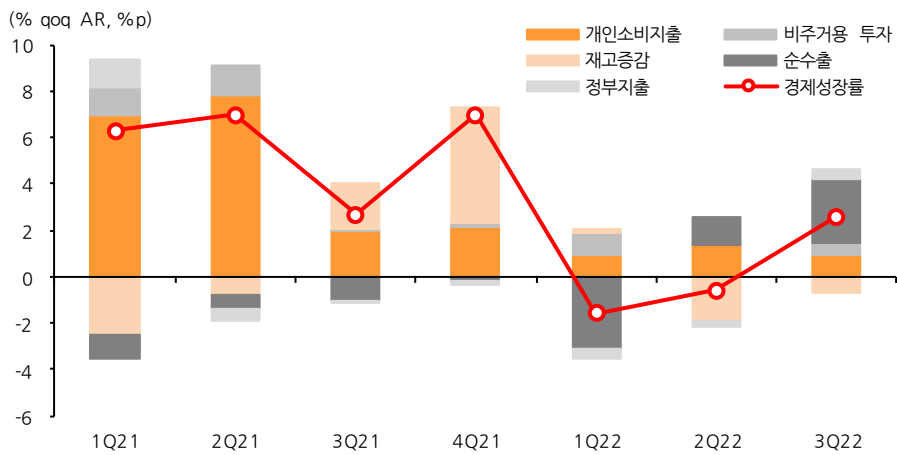
수익성 부담 커지면
결국 가계 구매력도 약화

문제는 위와 같은 여건 하에서 기업들의 부담이 가중되고 있다는 점이다. 가파른 임금 상승으로 노동비용은 증가하는데, 당장 일손이 부족하기 때문에 상대적으로 높은 임금을 주고 생산성 낮은 인력을 채용 중이다. 그렇게 되면, 수익성 악화 가능성이 높아지고, 결국 고용 둔화 및 가계 구매력 약화 요인으로 작용할 수 있다. 소비심리 위축이 이어지고 있는 것과 달리 아직 소비 관련 실물지표는 양호하지만, 앞으로는 소비 부진이 현실화될 전망이다.

더딘 물가 상승세 둔화도
여전히 부담

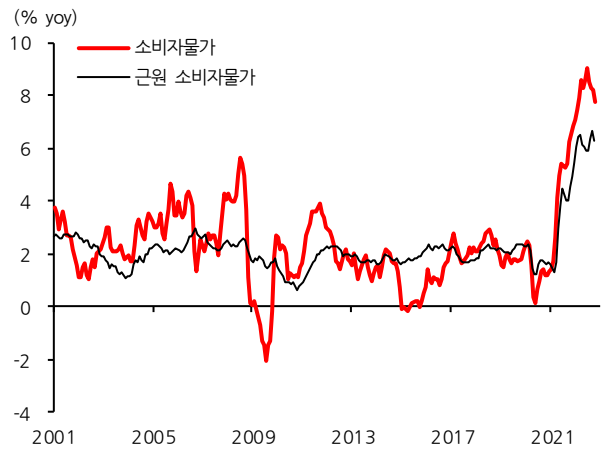
물가 상승세 둔화가 더디게 진행되면서 높은 금리 수준이 유지될 가능성이 높다는 점도 부담이다. 10월 소비자물가(CPI)는 예상치를 하회했지만(YoY +7.7%, MoM +0.4%), 에너지와 주거 물가 상승압력은 여전히 높게 나타났다. 근원 소비자물가(Core CPI) 상승세 둔화는 긍정적이지만, 인플레이션 우려 완화까지는 시간이 필요할 것으로 예상된다. 이번 물가 지표 발표 이후, 12월 50bp 인상 전망이 강화되었으며, 그 가능성은 상당히 높아졌다. 다만, 아직 긴축 종료와 금리 인하에 배팅할 시기는 아니라고 생각한다.

[그림43] 미국 경제성장률 및 부문별 성장기여도



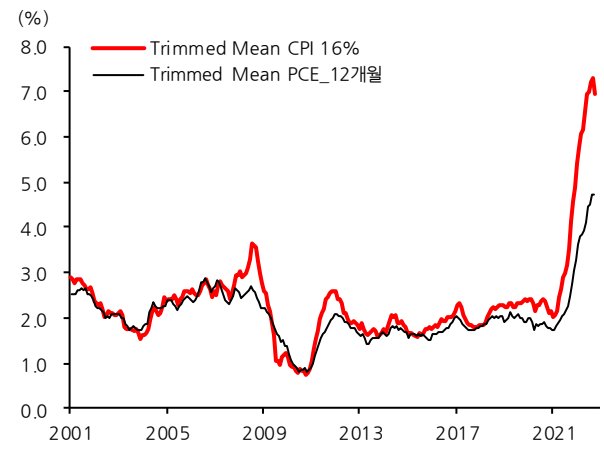
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



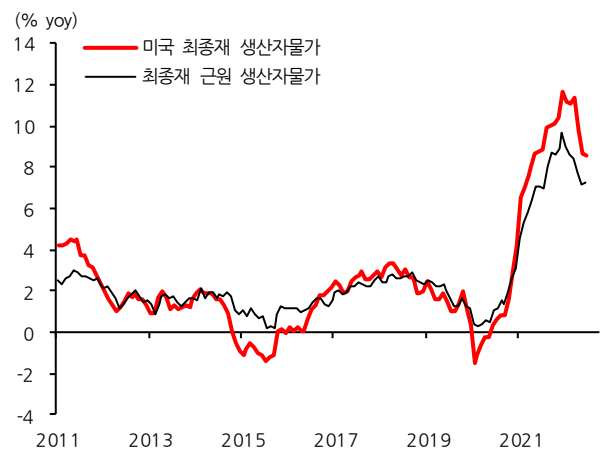
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] Trimmed Mean CPI와 PCE



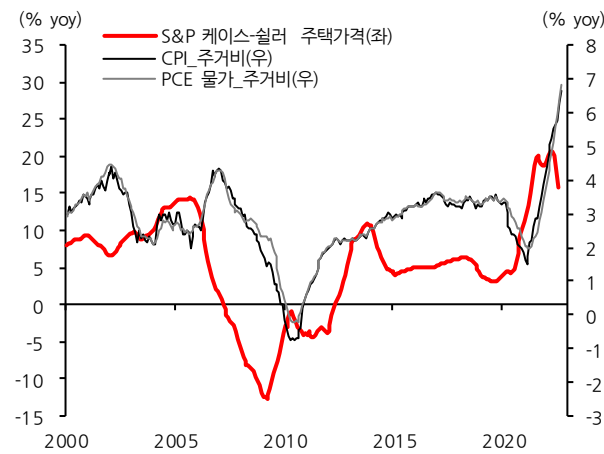
주: 물가 추세를 더 정확히 파악하기 위해 일회성 요인과 변동성 큰 품목 제외하고 산정
자료: FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 생산자물가 상승률



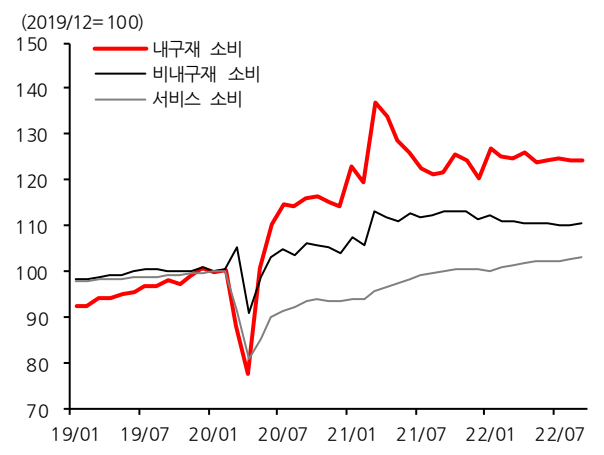
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 주택가격 및 주거비 상승률



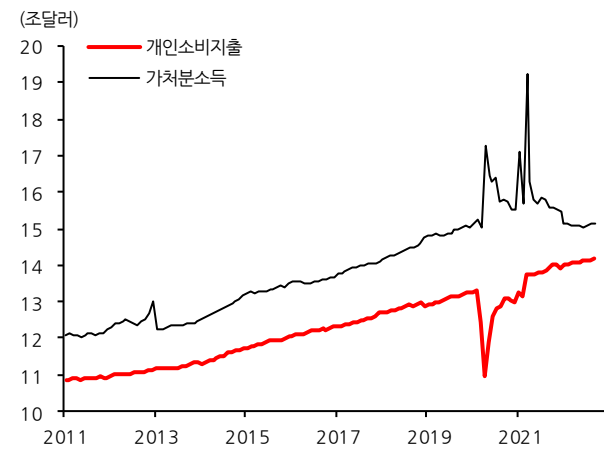
자료: Bloomberg, U.S. BLS, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 품목별 개인소비지출 추이



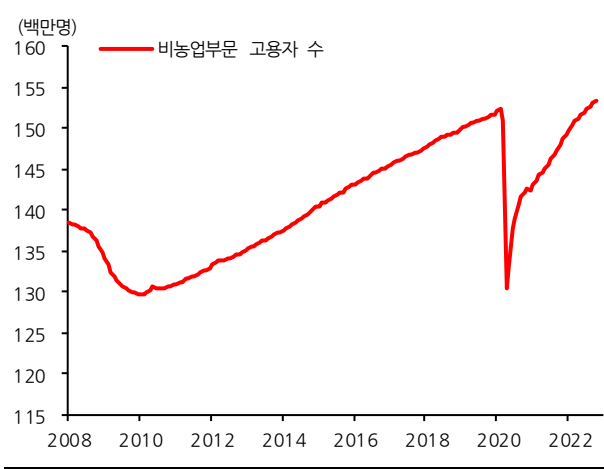
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 실질 개인소비지출 및 실질 가처분소득 추이



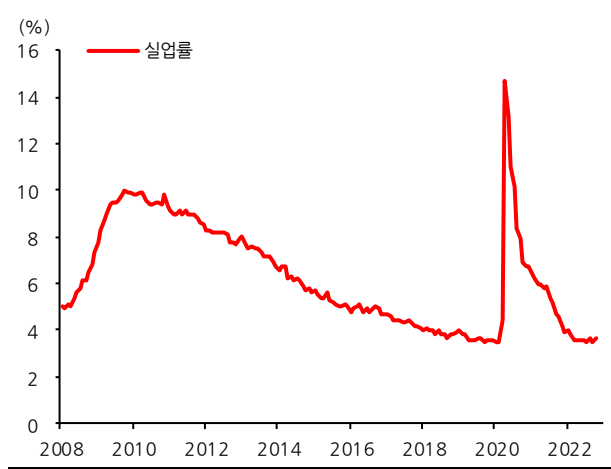
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 비농업부문 고용자 수



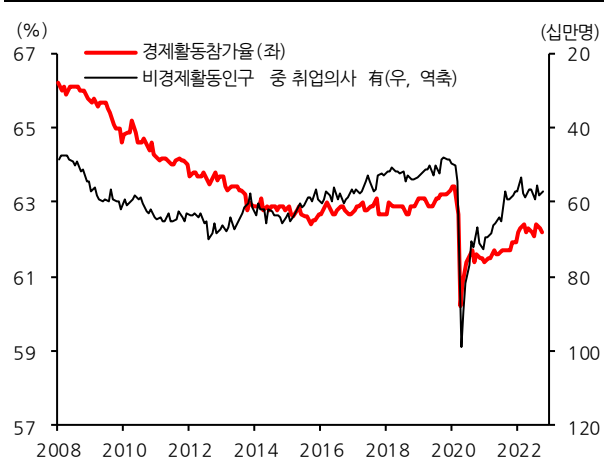
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 실업률 추이



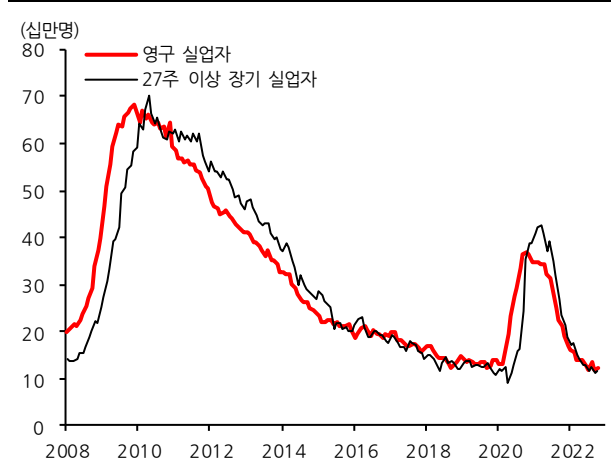
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 경제활동참가율 및 취업의사 있는 비경제활동인구



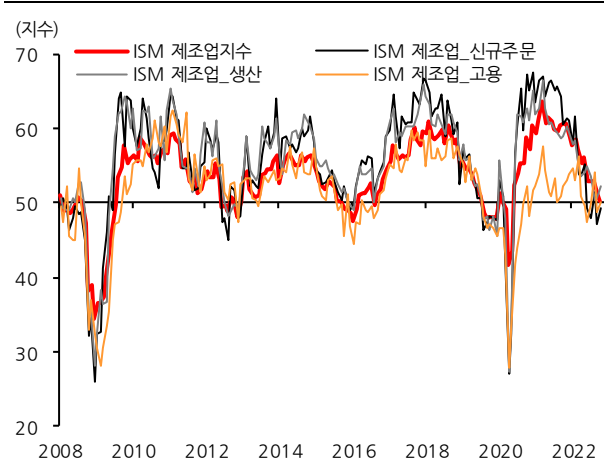
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 영구 실업자 및 장기 실업자 추이



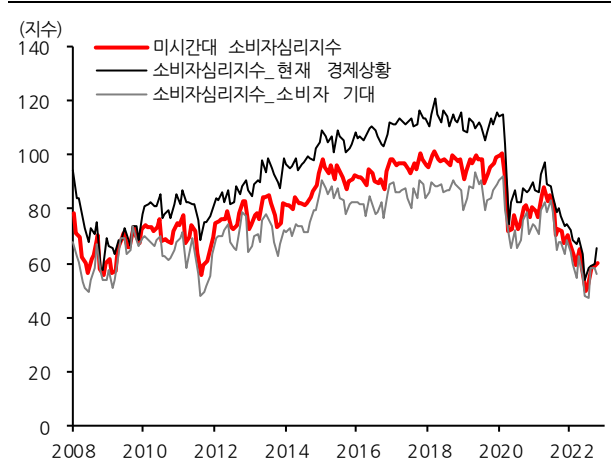
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] ISM 제조업지수 및 주요항목



자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 미시간대 소비자심리지수



자료: University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

3. 중국: 제로 코로나 정책 완화가 핵심

- 코로나 정책 완화되면 소비 위주 반등 가능**

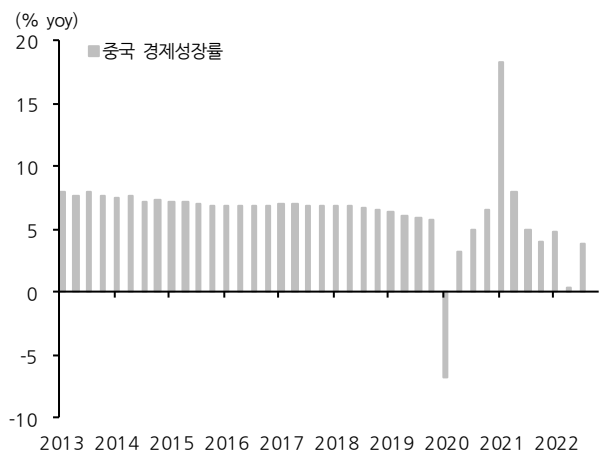
중국 경기는 완만한 회복세를 이어가고 있지만, 올해 경제성장률이 3.5%를 넘어서기는 어려워졌다. 이번 하반기부터 부동산 관련 규제가 완화됐기 때문에 향후 경기 반등은 동태적 제로 코로나 정책의 완화와 연동될 전망이다. 코로나 관련 정책이 2023년 1/4분기 이후 점차 완화된다면, 소비 회복세도 강해질 수 있다.
- 여전히 소비 회복이 더딤**

9월 중국 실물지표는 더딘 소비 회복을 반영했다. 소매판매 증가세가 둔화된 가운데, 외식은 재차 전년동월대비 감소했다. 동태적 제로 코로나 정책 하에서 소비 반등이 제한되고 있다. 생산과 투자는 반등했지만, 향후 글로벌 경기 둔화와 부동산 투자 부진을 감안하면, 성장을 주도할 것으로 보기는 어렵다.
- 내년 3월 양회 이후, 코로나 관련 정책 완화 기대**

결국 앞으로의 경기 반등 폭은 코로나 관련 정책 변화에 달려있다고 생각한다. 코로나 대응 측면에서 우호적인 변화가 있어야 유의미한 소비 회복을 기대할 수 있다는 의미이다. 당사는 코로나 관련 정책 완화가 내년 3월 양회 이후에나 나타날 것으로 예상하는데, 그 변화는 점진적일 가능성이 높다. 동태적 제로 코로나 정책 완화와 더불어 소비가 경기 회복을 주도할 전망이다.
- 위안화, 7.2위안 내외 등락 전망**

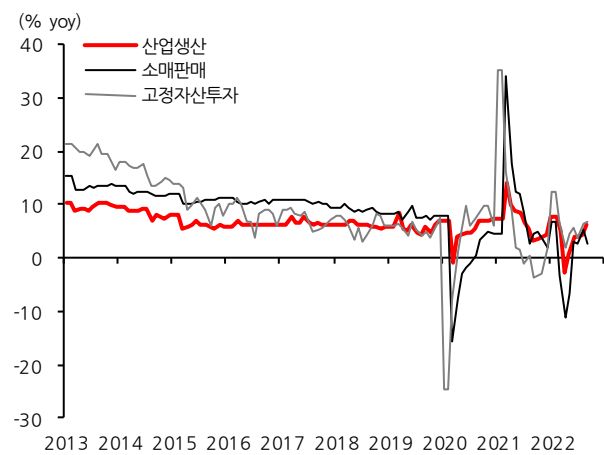
위안화 환율도 추가 상승보다는 7.2 위안 내외에서 등락을 보일 전망이다. 경기 하방 리스크 완화를 위한 당국의 정책 스탠스, 시진핑 3기 출범 이후 정치적 불확실성 peak out, 내수 확대를 중심으로 한 성장 전략 등이 위안화 추가 약세를 제한할 것으로 보기 때문이다.

[그림56] 중국 경제성장률



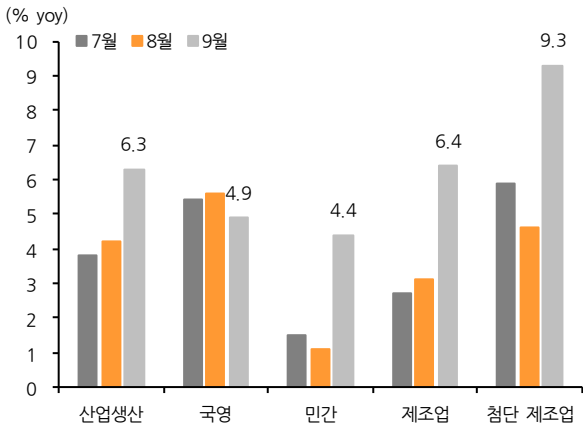
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 주요 실물지표 증가율



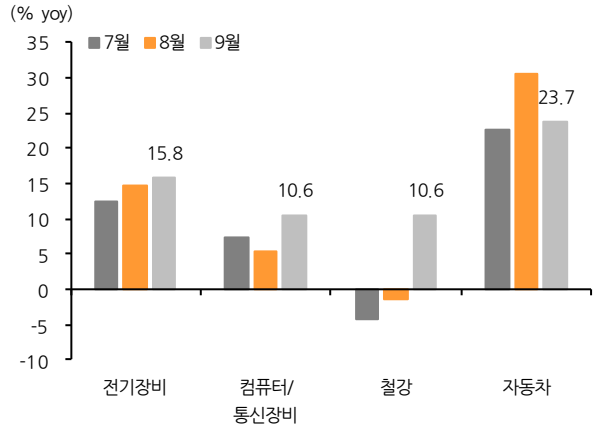
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림58] 실질 산업생산 증가율



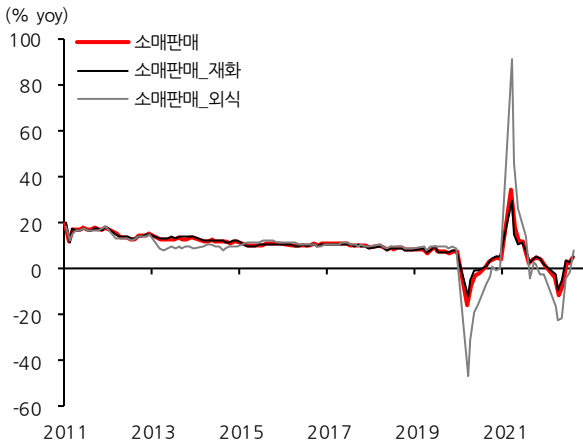
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 주요품목 생산 증가율



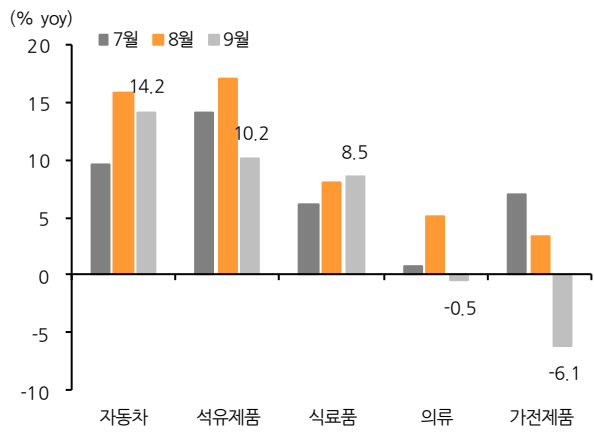
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 부문별 소매판매 증가율



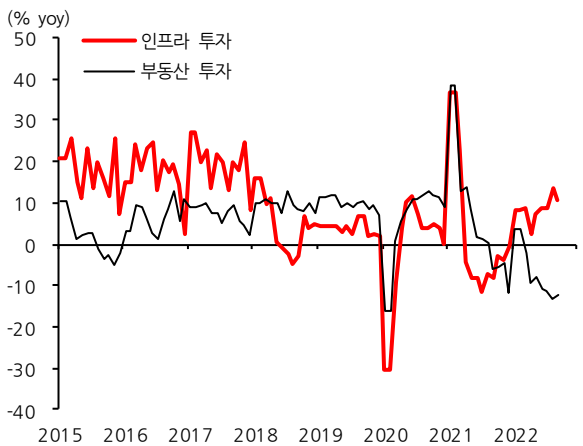
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 주요품목 소매판매액 증가율



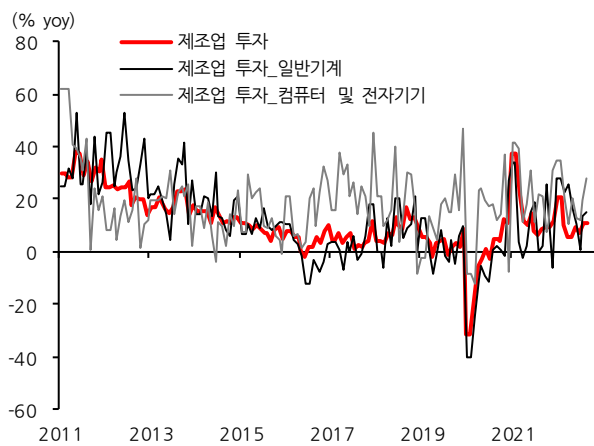
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 인프라 및 부동산 투자 증가율



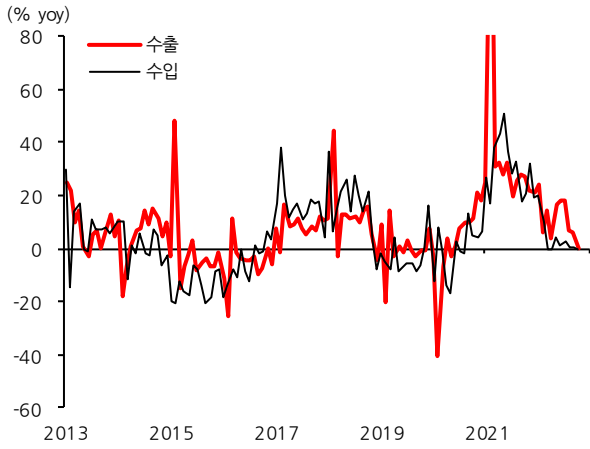
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림63] 제조업 투자 증가율



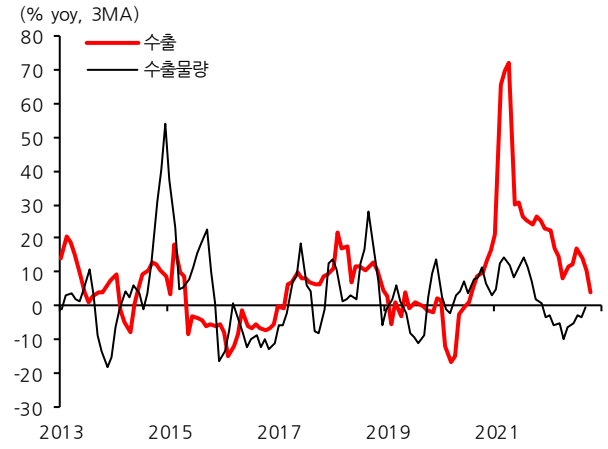
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림64] 수출/입 증가율



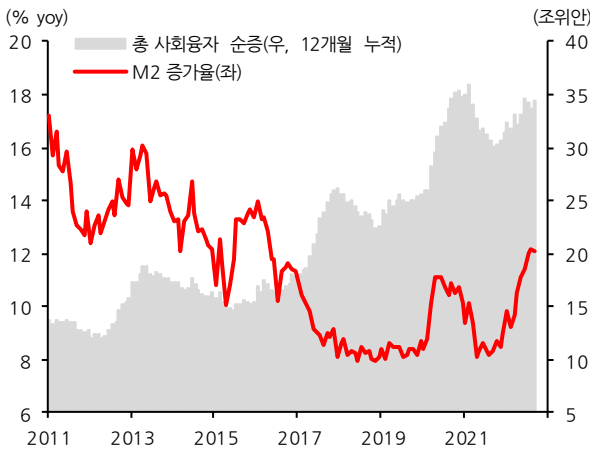
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 수출물량 증가율



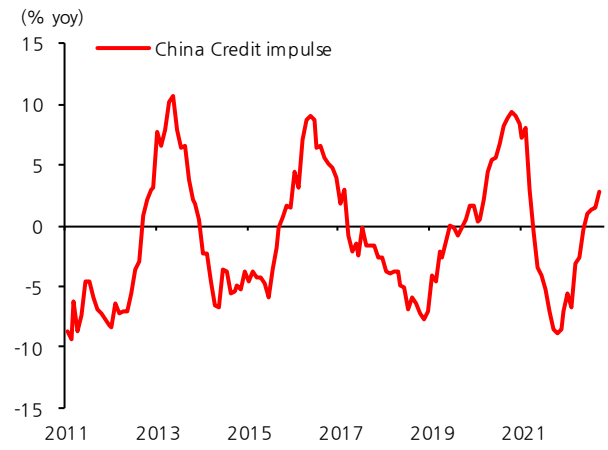
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 총 사회용자 순증(우, 12개월 누적) 및 M2 증가율



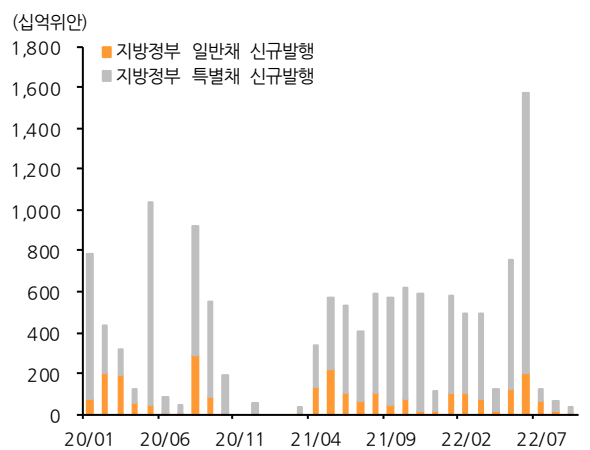
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] Credit Impulse(대출, 그림자금융 등 신용)



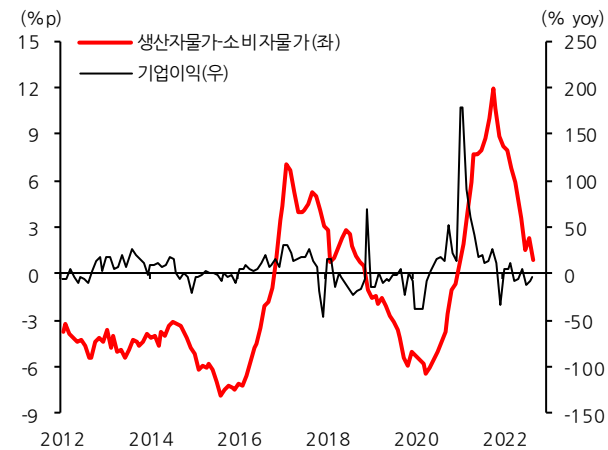
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 지방정부 채권 신규발행 규모



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 물가 및 기업이익 증가율

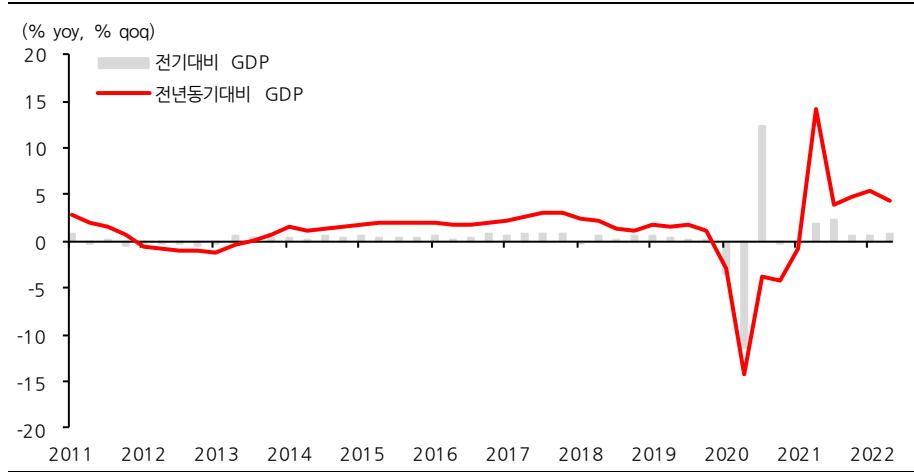


자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

4. 유로존: 독일마저 어려운 상황이라면...

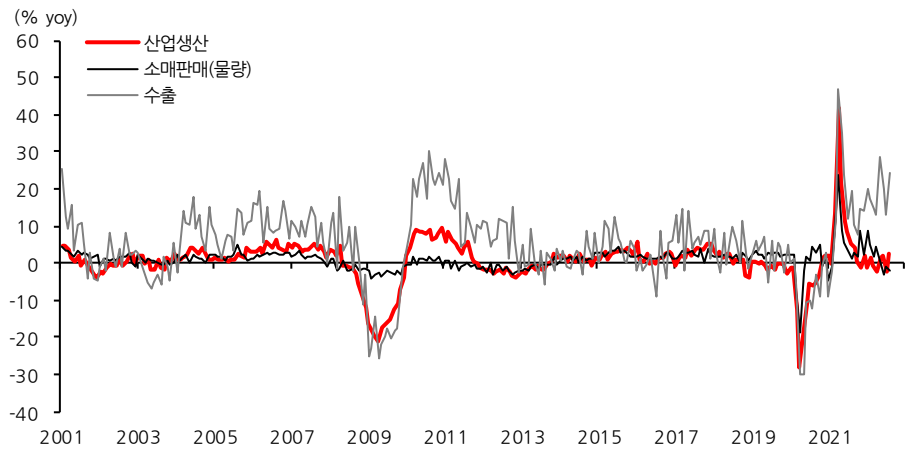
2023년 유로존 마이너스 성장 전망	2023년 유로존은 마이너스 성장할 것으로 예상한다(-0.9%). 생산자물가 급등과 같은 전쟁 충격이 지속되는 가운데, 에너지 수급 불안, ECB 정책 정상화 과정에서의 분열(fragmentation) 리스크 등 부담요인이 우세하기 때문이다.
가파른 독일 경기 위축	과거에도 유로존 리스크가 높았던 경우는 있지만, 현재와 같이 독일 경기 위축이 가팔랐던 사례를 찾기는 어렵다. 독일의 GDP 대비 제조업 비중은 약 20% 수준으로 유럽 내에서 가장 높다. 생산자물가 상승에 따른 비용 부담이 크다는 의미이다. 이를 반영해 독일 실물 및 심리지표는 최근 급격하게 위축되고 있다.
에너지 수급 불안과 분열 리스크에 직면	유로존은 독일이 흔들리는 상황에서 에너지 수급 불안과 분열 리스크에 대응해야 한다. 우선 아직 에너지 수급 불안이 해소되지 않았다. OECD에 따르면, 이번 분기에 가스 수요 감축이 병행되지 않을 경우, 유로존은 내년 1/4분기에 재차 가스 공급 불안(저장용량 30% 미만)에 직면하게 된다. 또한, ECB의 금리 인상 과정에서 이탈리아 등 취약국가들의 금리 상승 및 부채 우려가 불거질 가능성도 높다.
유로화 반등 쉽지 않음	유로존과 미국의 경기 격차가 축소되기 어렵다면, 유로화 반등도 쉽지 않다. 당분간 유로화 약세-달러화 강세 기조가 이어질 전망이다. 유로-달러 패리티 붕괴는 더 이상 이례적인 것이 아니다.

[그림70] 유로존 경제성장률



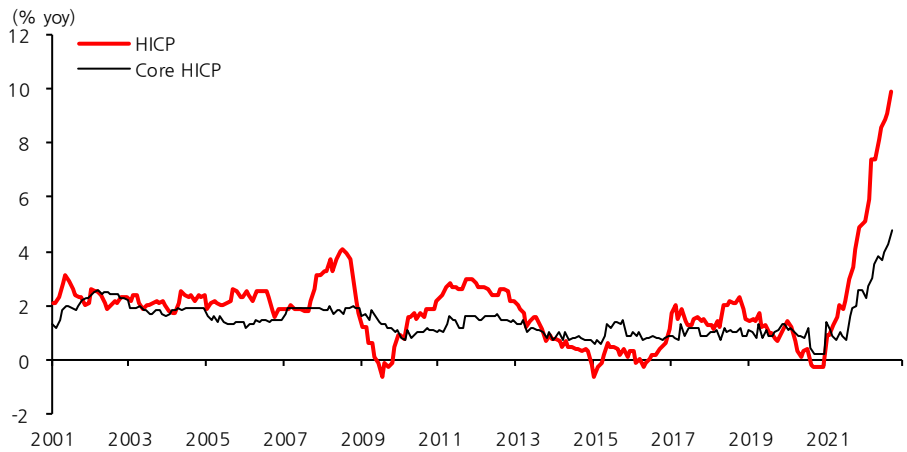
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 산업생산, 소매판매, 수출 증가율



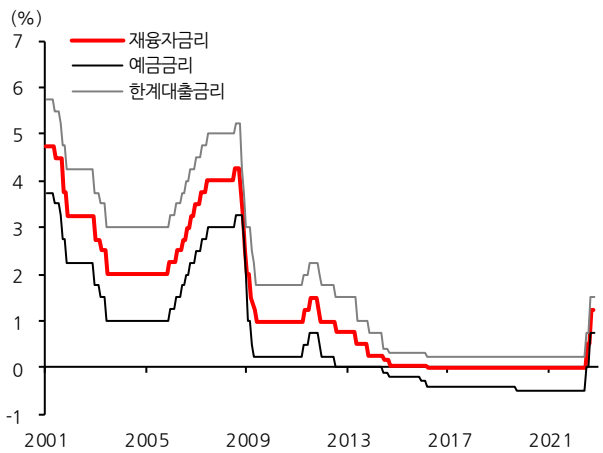
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



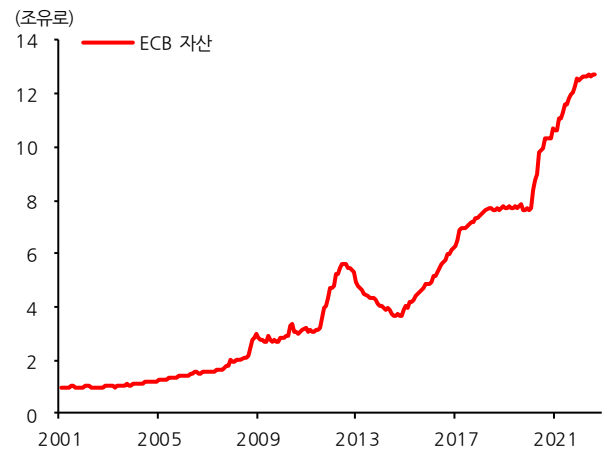
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] ECB 정책금리 추이



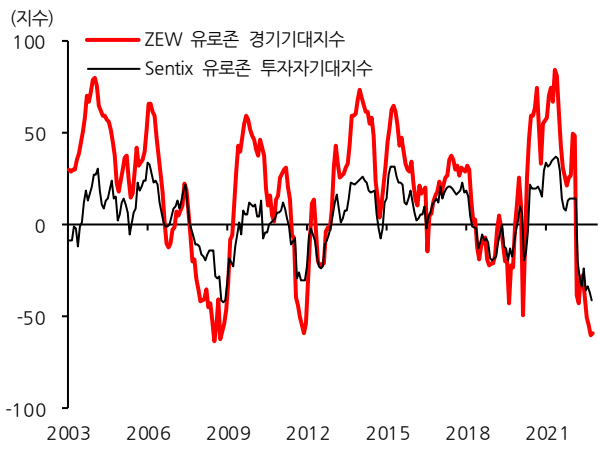
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] ECB 자산규모



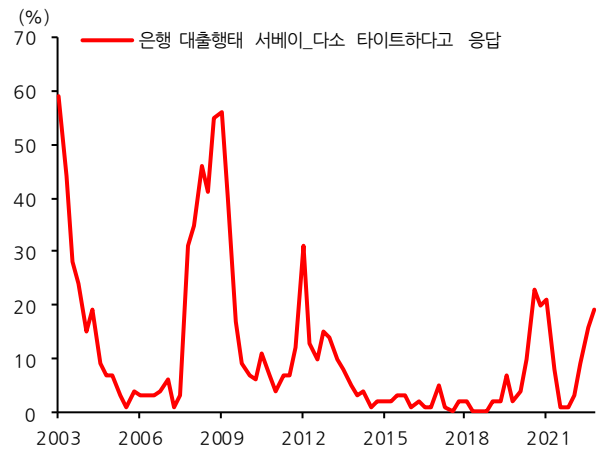
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 유로존 경기기대 및 투자자기대지수 추이



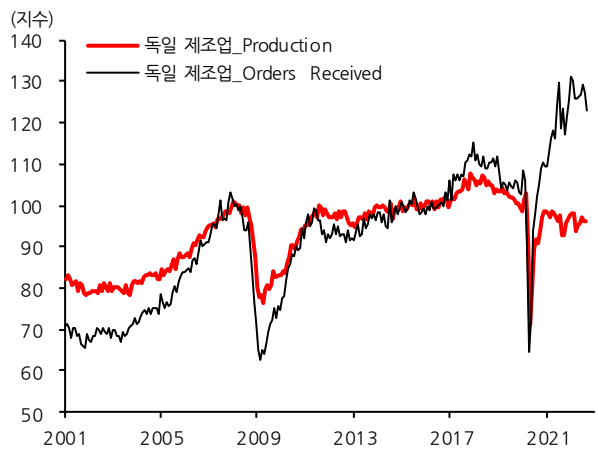
자료: Leibniz Centre for European Economic Research, Sentix, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 은행 대출 관련 서베이



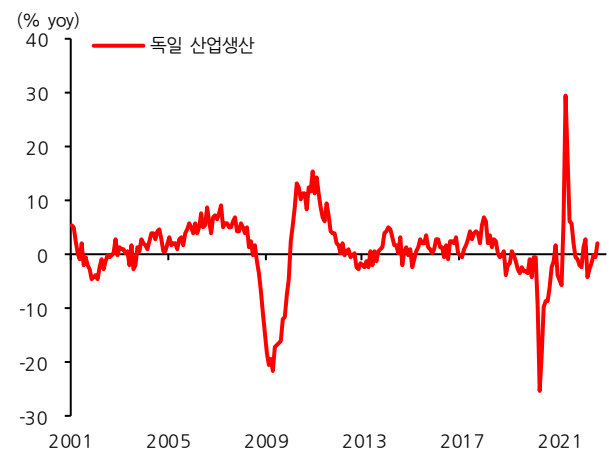
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[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
			12/1	2
			(한) 11월 수출입 YoY (-5.7%/9.9%) (미) 10월 개인소득 MoM (0.4%) (미) 10월 개인소비지출 MoM (0.6%) (미) 10월 PCE 물가 YoY (6.2%)	(한) 11월 CPI YoY (5.7%) (미) 11월 ISM 제조업 PMI (50.2) (미) 11월 비농업부문 신규고용 (261K) (미) 11월 실업률 (3.7%) (미) 11월 시간당 평균 임금 YoY (4.7%)
5	6	7	8	9
(유) 10월 소매판매 MoM (0.4%)	(미) 11월 ISM 서비스업 PMI (54.4)	(중) 11월 수출입 YoY (-0.3%/0.7%)		(중) 11월 CPI YoY (2.1%) (미) 11월 PPI YoY (8.5%) (미) 12월 미시간대 소비자심리지수 (59.9) (10일)
12	13	14	15	16
	(유) 12월 ZEW 경제심리지수 (-59.7) (미) 11월 CPI YoY (8.2%) (미) 11월 Core CPI YoY (6.6%)	(한) 11월 실업률 (2.8%) (유) 10월 산업생산 YoY (2.5%)	(중) 11월 산업생산 YoY (6.3%) (중) 11월 소매판매 YoY (2.5%) (중) 11월 고정자산투자 YoY ytd (5.9%) (유) ECB 통화정책회의 (미) FOMC 회의 (미) 11월 소매판매 MoM (0.0%) (미) 11월 산업생산 MoM (0.4%)	(유) 12월 S&P 글로벌 제조업 PMI (46.4) (유) 12월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (48.6)
19	20	21	22	23
	(중) 12월 1년 만기 LPR (3.65%) (미) 11월 주택착공건수 (1,439K) (미) 11월 건축허가 (1,564K)	(유) 11월 소비자신뢰지수 (-27.6)	(한) 11월 PPI YoY (8.0%)	(미) 11월 내구재 주문 MoM (0.4%) (미) 11월 개인소득 MoM (0.4%) (미) 11월 개인소비지출 MoM (0.6%) (미) 11월 PCE 물가 YoY (6.2%)
26	27	28	29	30
	(한) 12월 소비자심리지수 (88.8)	(한) 1월 제조업 기업경기실사지수 (73) (한) 12월 경제심리지수 (95.5) (미) 12월 CB 소비자신뢰지수 (102.5)	(한) 11월 공공업생산 MoM (-1.8%)	(한) 12월 CPI YoY (5.7%) (중) 12월 국가통계국 제조업 PMI (49.2) (31일) (중) 12월 국가통계국 서비스업 PMI (48.7) (31일)

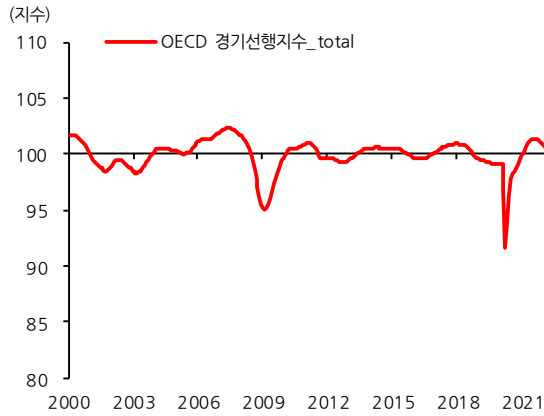
주1: 한국시간 기준

주2: 괄호 안은 이전치. 직전 수치 없을 경우 그 이전치(11/9일 기준)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

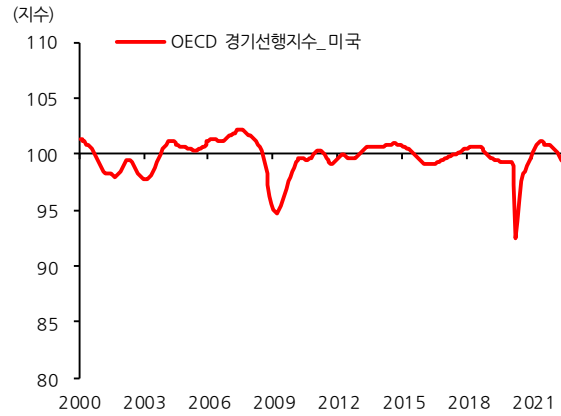
VI. Economic Chart Book – 1. 글로벌 매크로

[그림79] OECD 경기선행지수: Total



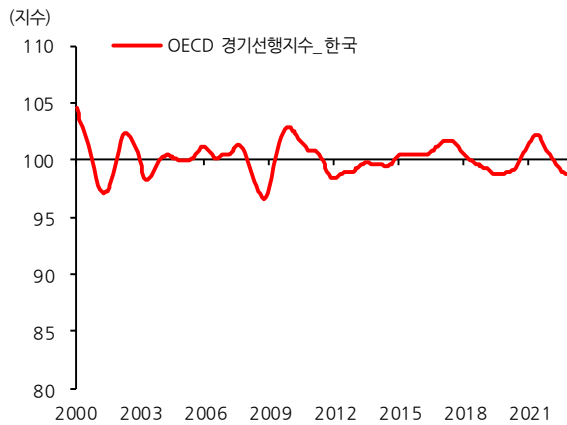
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] OECD 경기선행지수: 미국



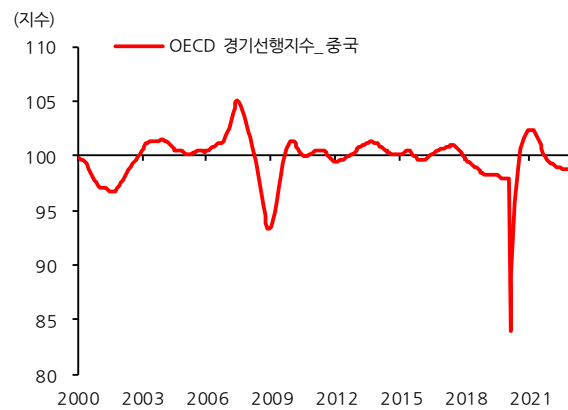
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] OECD 경기선행지수: 한국



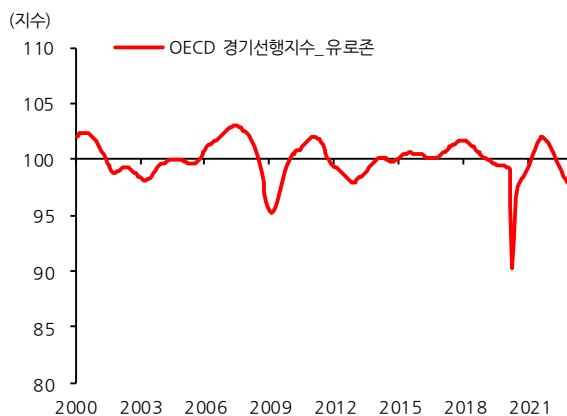
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] OECD 경기선행지수: 중국



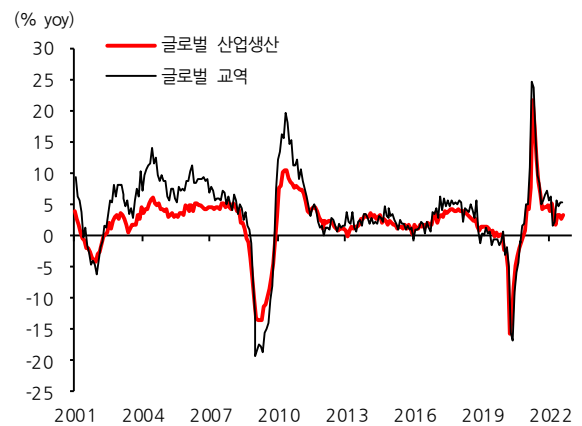
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] OECD 경기선행지수: 유로존



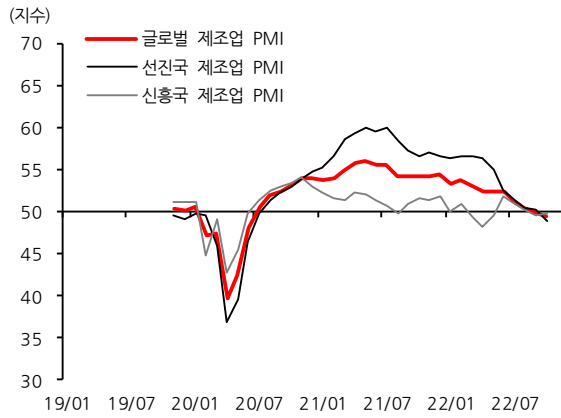
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 글로벌 산업생산 및 교역 증감률



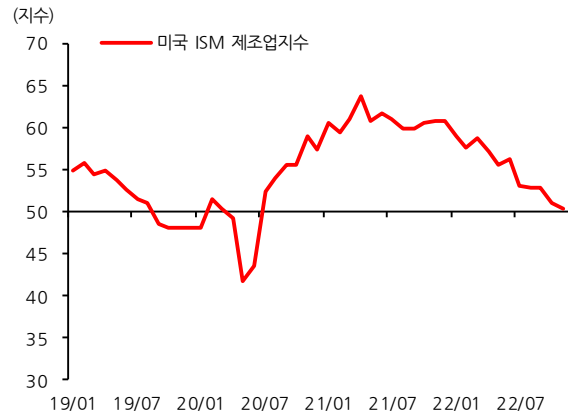
자료: CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 제조업 PMI: 글로벌/선진국/신흥국



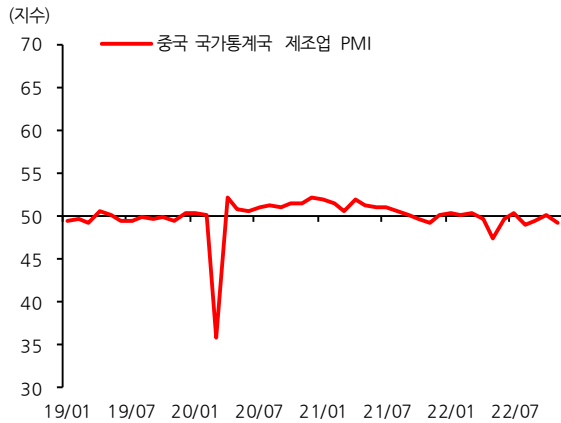
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 미국 ISM 제조업지수



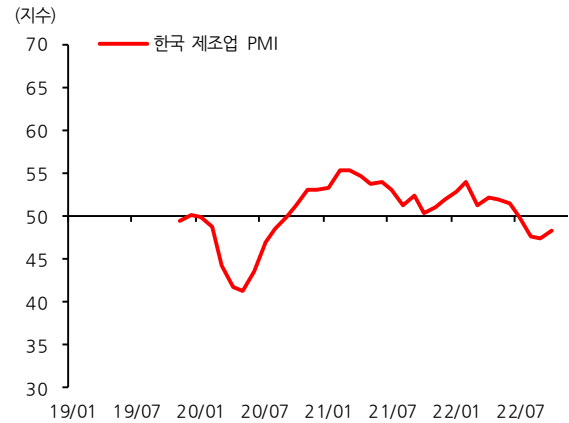
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 중국 제조업 PMI



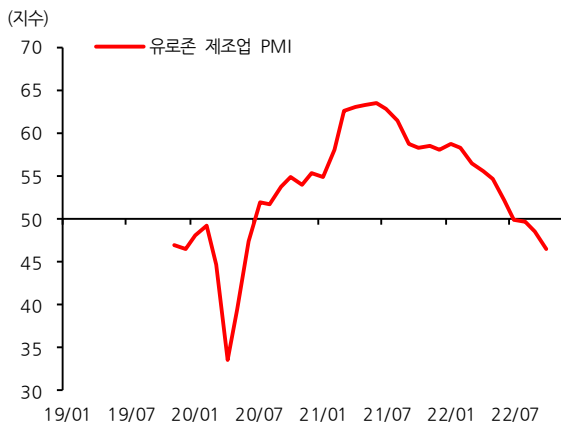
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 한국 제조업 PMI



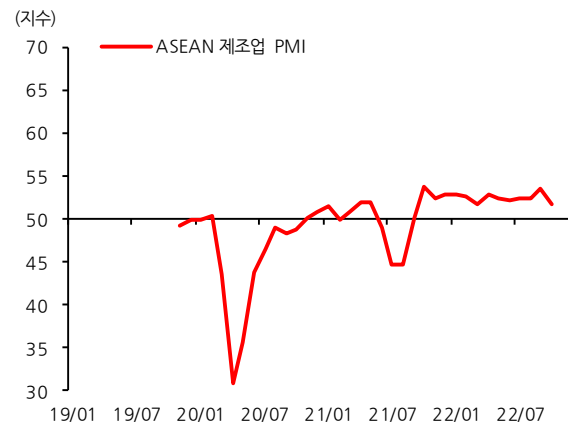
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 유로존 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

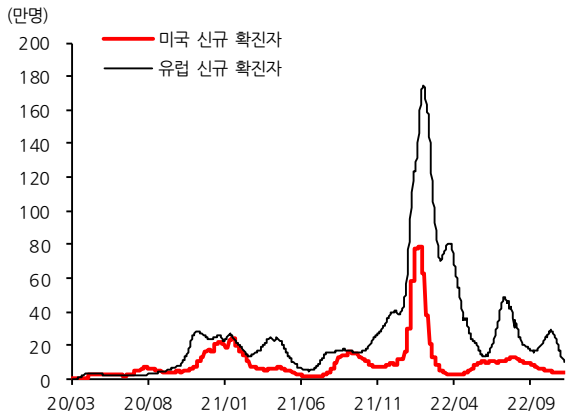
[그림90] ASEAN 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

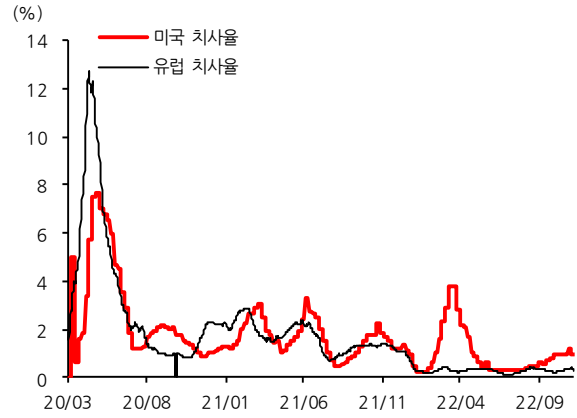
2. COVID-19 Update (7 일 평균)

[그림91] 미국/유럽 신규 확진자



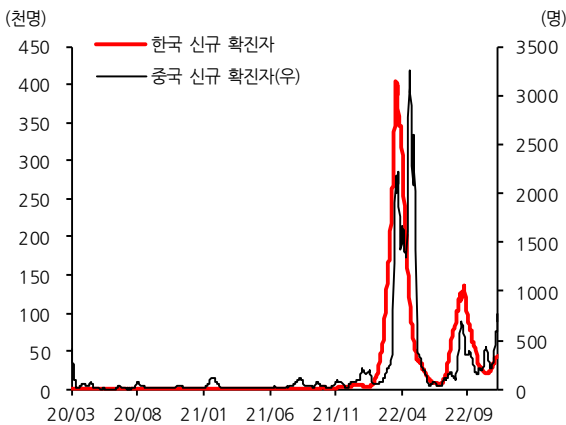
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 미국/유럽 치사율



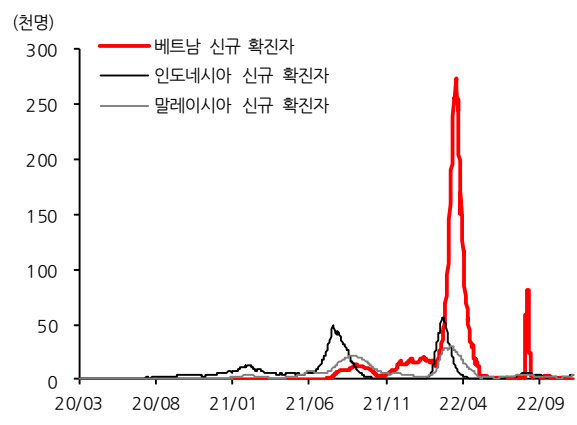
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 한국/중국 신규 확진자



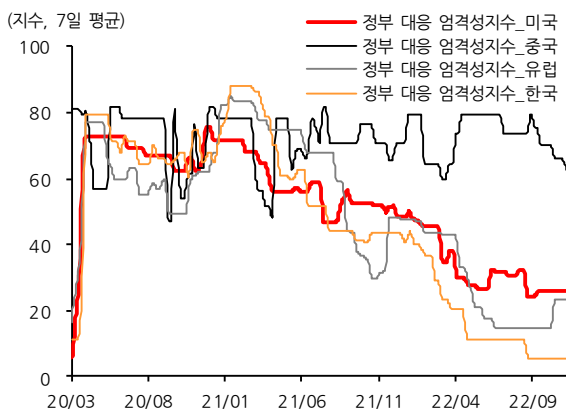
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] ASEAN 주요국 신규 확진자



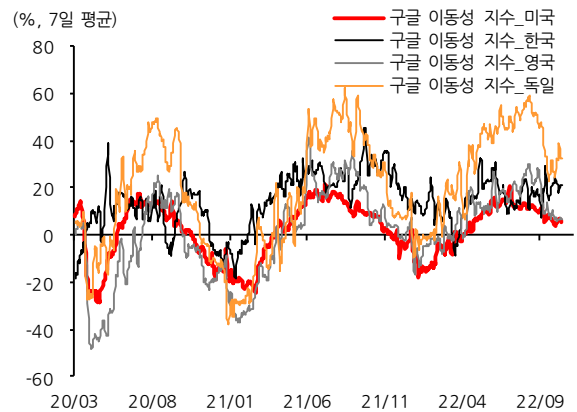
자료: World Health Organization, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 정부 대응 엄격성 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 구글 이동성 지수

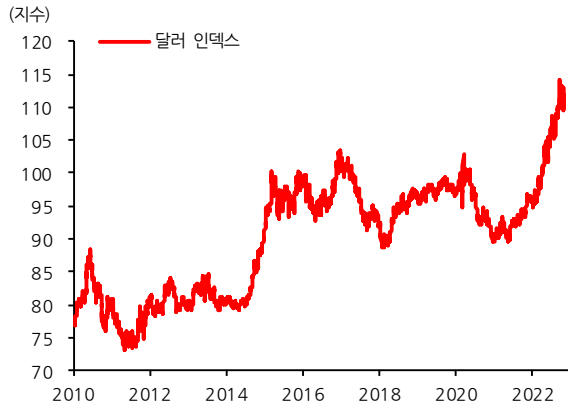


주: 10월 15일 이후 업데이트 중단

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 주요국 환율

[그림97] 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 달러/유로 환율



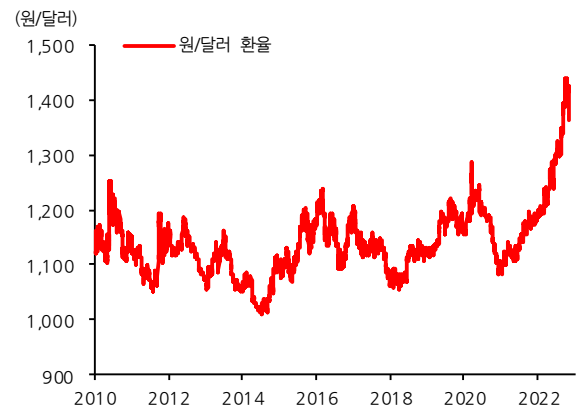
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 엔/달러 환율



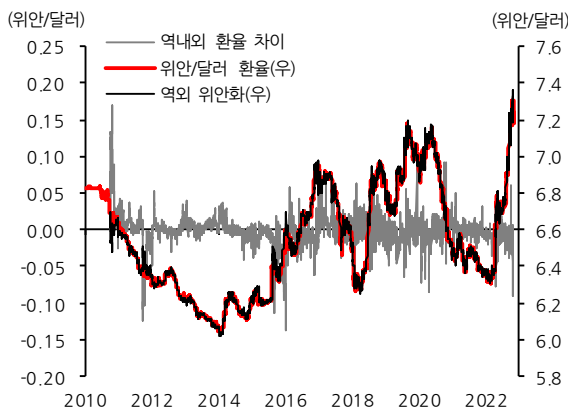
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 위안/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 루블/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

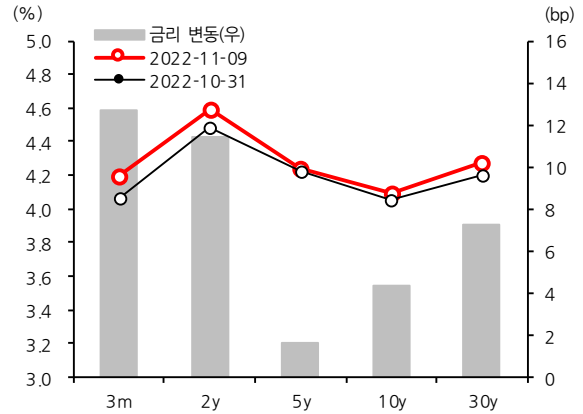
4. 주요국 금리

[그림103] 미국채 금리 추이



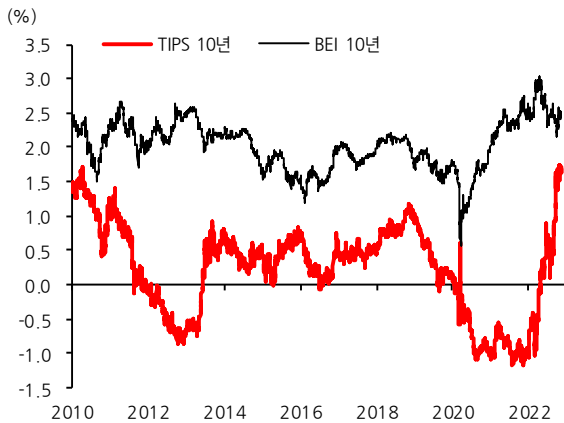
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 미국채 만기별 금리 변화



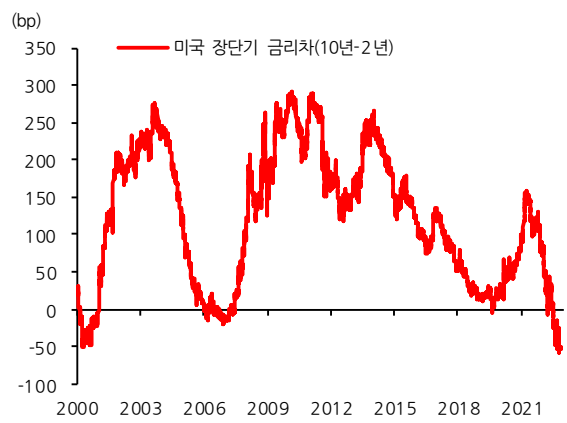
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] TIPS 및 BEI(Breakeven Inflation)



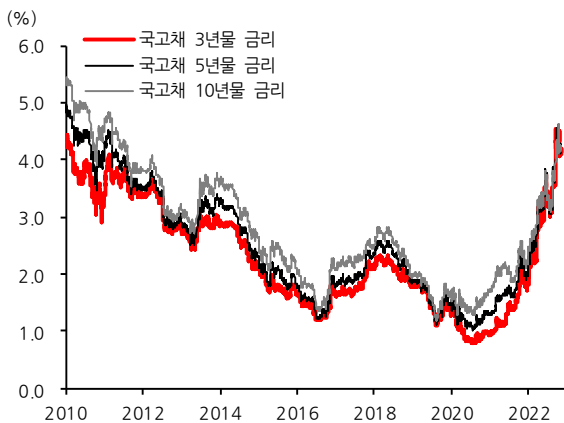
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 미국 장단기금리차



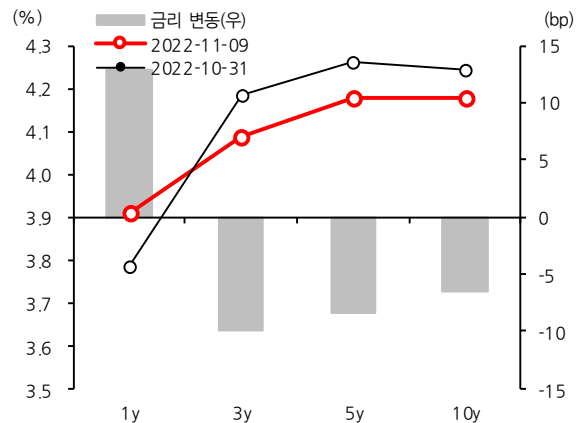
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

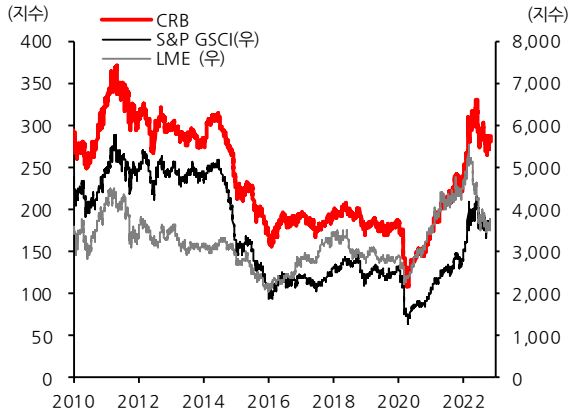
[그림108] 국고채 만기별 금리 변화



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

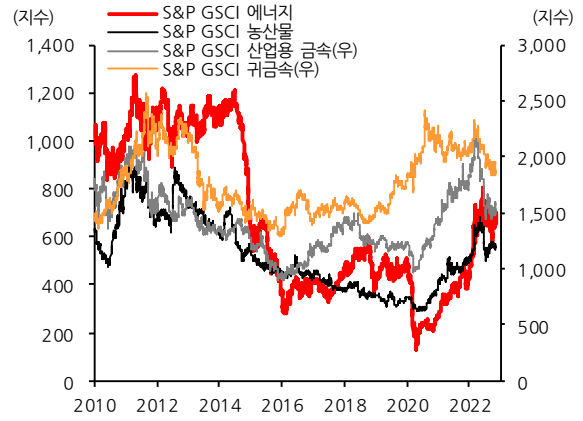
5. 주요 원자재 가격

[그림109] 주요 원자재 지수



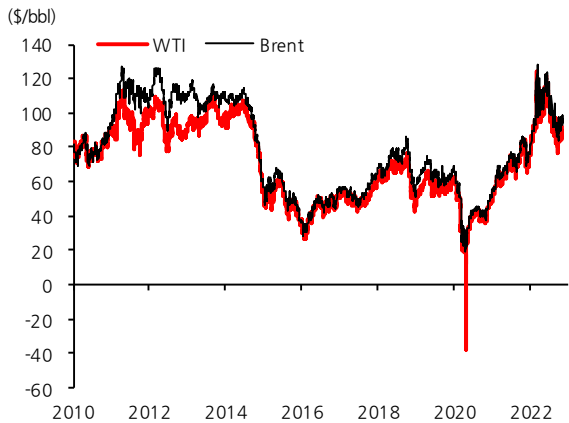
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] S&P GSCI 세부지수



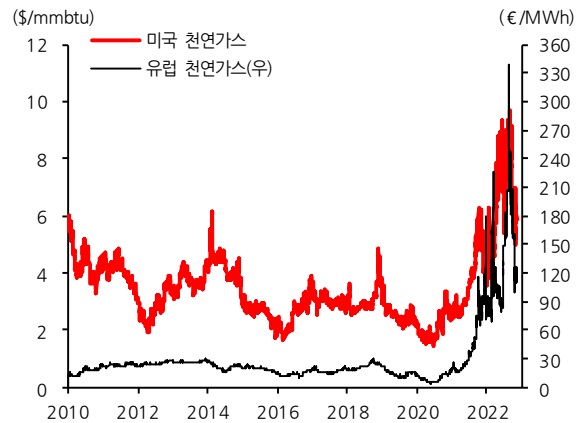
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 국제유가(WTI, Brent)



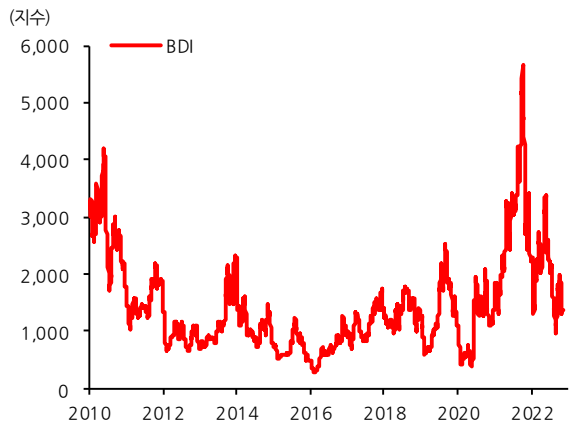
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 천연가스(미국, 유럽)



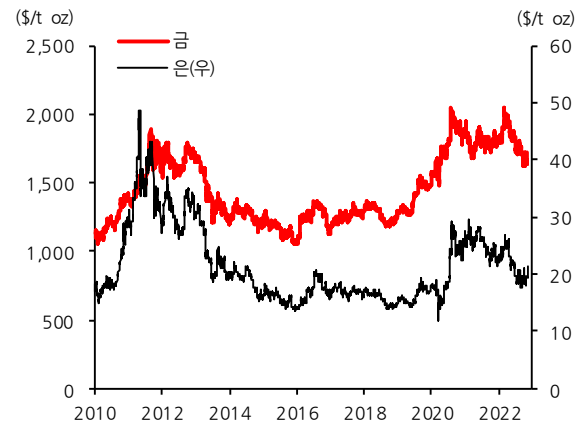
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[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].
