한화투자증권

경제 임혜윤
hylim@hanwha.com
3772-7728

Hanwha Macro Monthly

US Mild Recession

04
2023

> 하반기 미국 경기는 짧고 얕은 침체에 직면할 전망입니다. 긴축적인 금융환경은 부담이지만, 소비 둔화폭이 크지 않을 것으로 예상하기 때문입니다. 매크로 사이클을 토대로 보면, 당분간은 주가 조정을 염두에 둬야 합니다. 물론, 급격한 침체가 아니라면, 조정은 단기에 그칠 것입니다.

| 2023년 4월 17일 |

Contents

I. 핵심요약 03

II. US Mild Recession 04

1. 경기 침체에 근접한 미국? 04
2. 긴축적인 금융환경은 부담 06
3. Mild Recession을 예상하는 이유 08
4. 물가 둔화 ≠ 연내 금리 인하 10
5. 매크로 사이클과 주식시장 12

III. Hanwha's Macro View 14

IV. 주요국 경기 점검 17

1. 한국: 하반기에는 반등 17
2. 미국: 급격한 침체 가능성은 낮다 20
3. 중국: 탄력적일 2/4분기 23
4. 유로존: 저점 통과 중 26

V. Economic Calendar 29

VI. Economic Chart Book 30

I. 핵심요약

미국 경기 침체 우려 확대

미국 경기 침체 우려가 높아지고 있다. SVB 사태 이후, 금융 불안 확산 가능성이 제기되고 있는 데다, 주요 지표가 둔화되고 있기 때문이다. 실물 및 심리 지표 동반 부진과 금융 불안 리스크는 경기 우려를 자극하기에 충분하다. 필자도 미국 경기가 둔화되고 있다는 데 동의하지만, 이를 급격한 침체 조짐으로 보기는 어렵다고 생각한다.

타이트한 금융환경은 리스크

타이트한 금융환경은 경기 하방 압력을 높이는 요인이다. 대출 심사 강화는 시차를 두고 대출 둔화로 이어졌으며, 기업들은 이미 어려움을 체감하고 있다. 중소기업 대상 서베이에 따르면, 사업을 확장하기 좋은 시기라는 응답은 금융위기 수준까지 감소한 반면, 자금 조달이 만족스럽지 못하다는 응답은 늘고 있다. 당분간은 기업들의 재무건전성 지표에 주목할 필요가 있다.

하반기 미국 Mild Recession 예상

하반기 미국은 Mild Recession에 직면할 전망이다. 짧고 얕은 침체를 예상하는 가장 큰 이유는 소비가 버텨줄 것으로 예상하기 때문이다. 노동시장 초과수요, 근로소득을 토대로 한 소비 확대, 상대적으로 높은 저소득층 임금 상승률 등이 소비를 뒷받침하는 요인이다. 경기 둔화와 더불어 구인수요가 약해지는 것은 불가피하지만, 초과수요가 존재하는 상황에서 고용이 급격하게 위축될 가능성은 낮다. 양호한 소득은 초과저축 소진 속도를 늦추고, 소비 하방을 지지할 수 있다.

물가 둔화? 기대보다 더딜 것

그 과정에서 물가 둔화는 더디게 진행될 전망이다. 상반기에는 서비스 물가, 하반기에는 상품 물가의 둔화폭이 기대에 미치지 못할 가능성이 높다. 과거 사례를 보면, Core PCE 물가가 적어도 3.5%를 하회해야 금리 인하에 임박한 것으로 볼 수 있는데, 그 시기는 빨라야 4/4분기일 것이다.

주식시장 단기 조정 가능성

매크로 사이클을 보면, 3/4분기까지는 주식시장 조정을 염두에 둬야 한다. 역사적으로 주식시장은 금리 인상이 마무리되고, 다음 인하 사이클이 본격화되기 전에 부진했다. 또한, 경기 침체 직전부터 침체 초기까지는 채권이 주식보다 성과가 좋았다. 따라서 주식 비중을 적극 확대하기 보다는 방향성이 뚜렷하거나(e.g. 중국 관련 경기민감주), 이익 턴어라운드가 기대되는(e.g. 반도체) 업종에 집중할 필요가 있다. 물론, Deep Recession이 아니라면, 조정은 단기에 그칠 것이다.

II. US Mild Recession

1. 경기 침체에 근접한 미국?

미국 경기 침체 우려 확대

미국 경기 침체에 대한 우려가 높아지고 있다. SVB 사태 이후, 금융 불안 확산 가능성이 제기되고 있는 데다, 주요 지표가 둔화되고 있기 때문이다.

실물 및 심리지표 동반 둔화

우선 ISM 제조업 및 서비스업 지수가 동반 하락했다. 특히 지수 내 주요항목인 신규주문(New Orders) 하락폭이 컸다는 점이 침체 우려를 자극했다[그림1,2]. 3월 고용지표도 둔화됐으며, 신규고용 증가세 둔화와 영구 및 장기 실업자 증가는 구인수요 약화를 반영한 것으로 볼 수 있다[그림3,4].

금융 불안 관련 부담도 가중

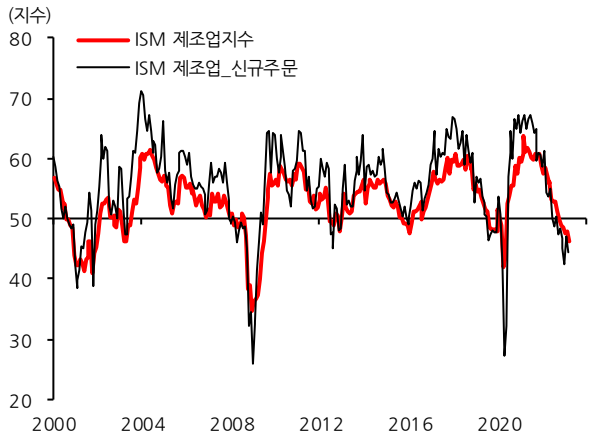
실리콘밸리 은행(Silicon Valley Bank: 이하 SVB) 사태 이후, 금융 불안이 결국 실물경기에 충격으로 작용할 수 있다는 전망도 강해졌다. 아직 대다수 지표에 SVB 사태가 반영되지 않았지만, 앞으로는 상업용 부동산 대출 부실 가능성, 소형은행 예금 감소 등에 따른 충격이 발생할 수 있다는 부담이다.

경기 둔화되고 있지만 급격한 침체 조짐은 약함

하반기 마이너스 성장 짧고 얕은 침체 가능성

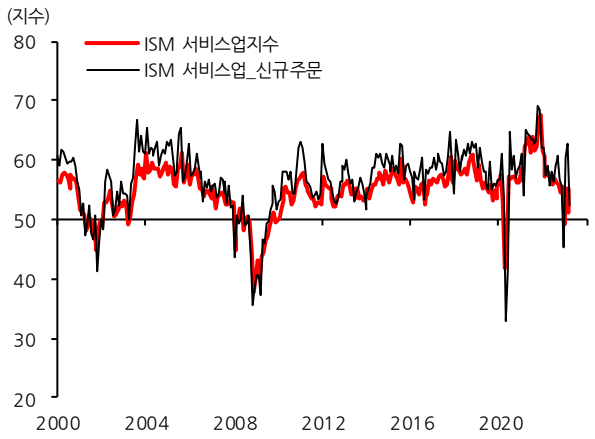
실물 및 심리 지표 동반 둔화와 금융 불안 리스크는 경기 우려를 자극하기에 충분하며, 필자도 미국 경기가 둔화되고 있다는 데 동의한다. 다만, 이를 급격한 침체 조짐으로 보기는 어렵다고 생각한다. 소비가 양호한 구매력을 토대로 완만하게 둔화될 가능성이 높기 때문이다. 제조업 재고 부담이 크지 않다는 점도 경기 둔화폭을 제한하는 요인일 것이다. 올해 미국 경제성장률은 0.5~1.0% 수준에 머물 것으로 예상한다. 이는 1~2차례 전기대비 마이너스 성장을 기록하면서 잠재성장률을 소폭 하회하는 수준으로 짧고 얕은 침체(Mild Recession)에 가깝다.

[그림1] ISM 제조업지수 하락세 지속



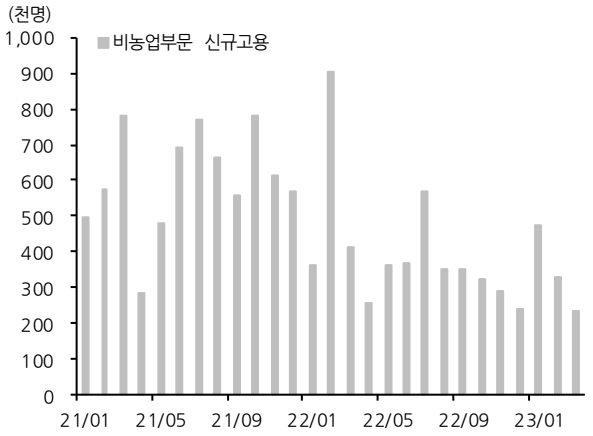
자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 서비스 수요 둔화폭도 확대



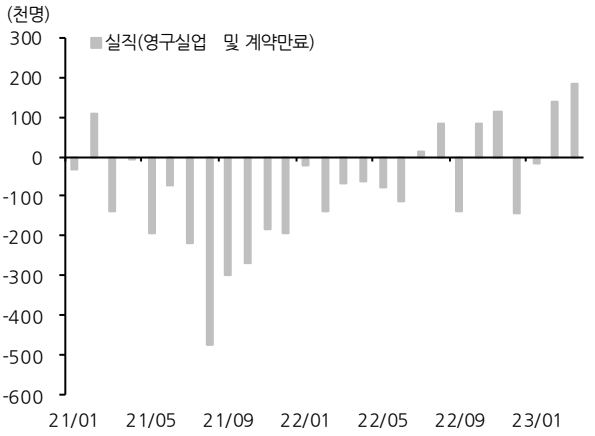
자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 고용 증가세가 약해지고 있고



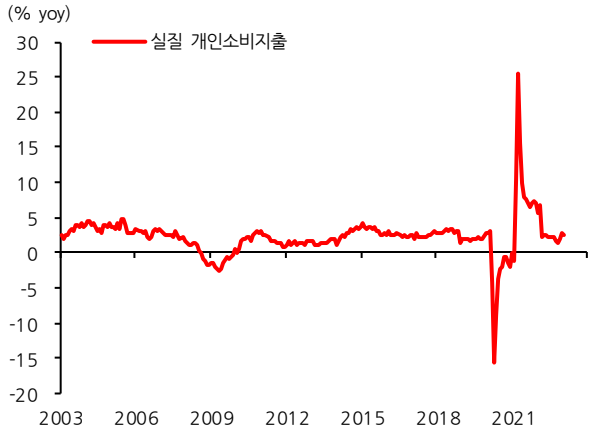
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 계약만료 등 비자발적인 실업자 증가



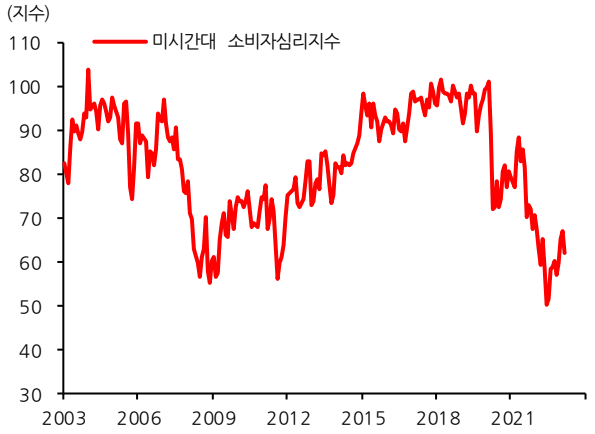
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 소비 증가세 유지되고 있지만



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 소비심리는 재차 위축



자료: University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

2. 긴축적인 금융환경은 부담

시스템 리스크 가능성 약화

은행들의 양호한 펀더멘털과 당국의 신속한 대응 덕분에 SVB 사태가 시스템 리스크로 이어질 가능성은 낮아졌다. 은행들의 자금 조달 부담을 반영하는 FRA-OIS 스프레드 하락은 은행 간 거래 리스크 완화를 시사한다[그림7]. 소형은행 예금 감소세가 약해졌다는 점도 긍정적이다[그림8].

대출 심사 강화는 대출 둔화 요인

가파르게 타이트해지고 있는 금융환경은 여전히 부담이다. 은행 입장에서 보면, 지금은 리스크 관리에 집중해야 되는 시기이다. 충격을 감내할 수 있는 여력이 있다 해도 보수적인 스탠스를 유지할 가능성이 높다. 대출 심사 강화는 시차를 두고 대출 증가세 둔화로 이어졌다[그림9].

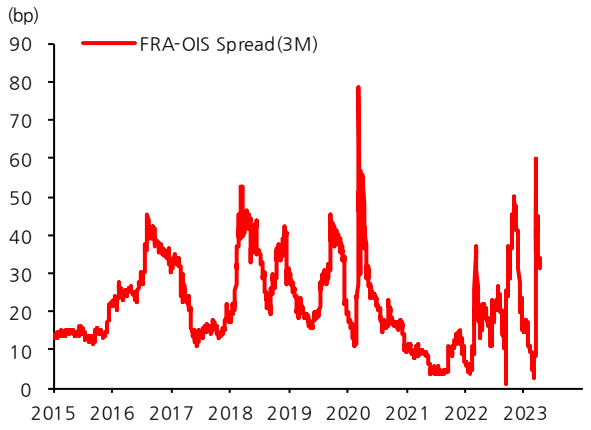
중소기업들은 이미 부담을 느끼고 있음

기업들은 이미 부담을 체감하고 있다. NFIB(National Federation of Independent Business)의 중소기업 대상 서베이에 따르면, 사업을 확장하기 좋은 시기라는 응답이 금융위기 수준만큼 감소했다[그림10]. 반면, 이자 부담이 커지고 자금 조달이 만족스럽지 못하다는 응답은 늘고 있다[그림11].

가계보다는 기업들의 부담 커질 것

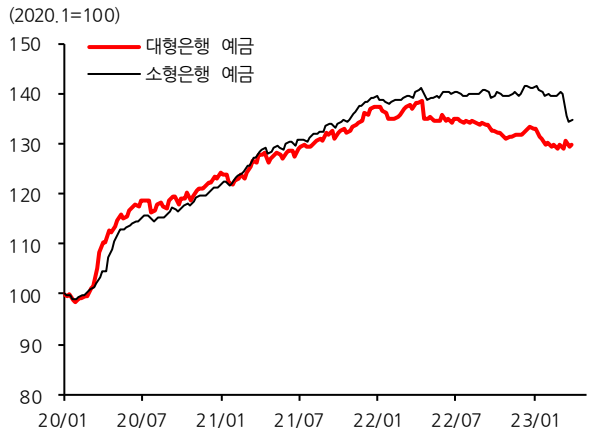
타이트한 금융환경은 경기 하방 압력을 높이는 요인이다. 필자는 지난 월보를 통해 가계보다 기업이 금융비용 증가에 상대적으로 취약하다는 견해를 밝힌 바 있다. 시장금리가 상승하거나, 초과저축 소진이 가팔라질수록 기업들의 자금 조달은 어려워질 수 있다. 당분간은 기업들의 재무건전성 관련 지표에 주목할 필요가 있다.

[그림7] 은행들의 자금 조달 부담 완화 중



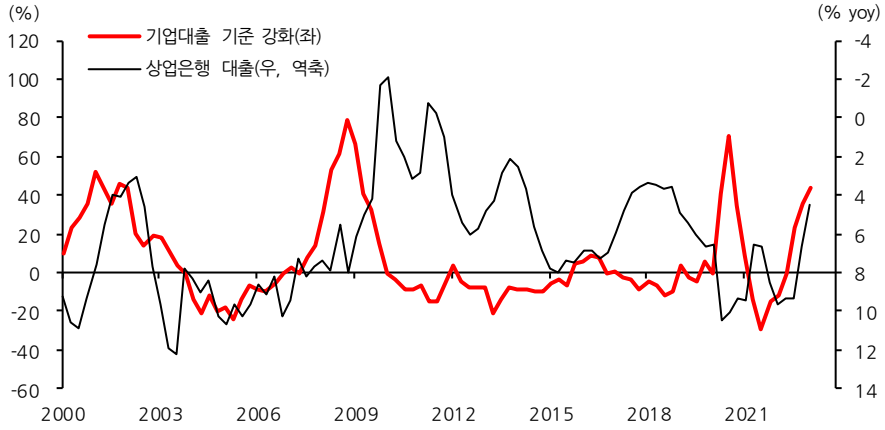
주: 은행 간 거래에서의 달러 조달 비용
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 소형은행 예금 감소세 약화



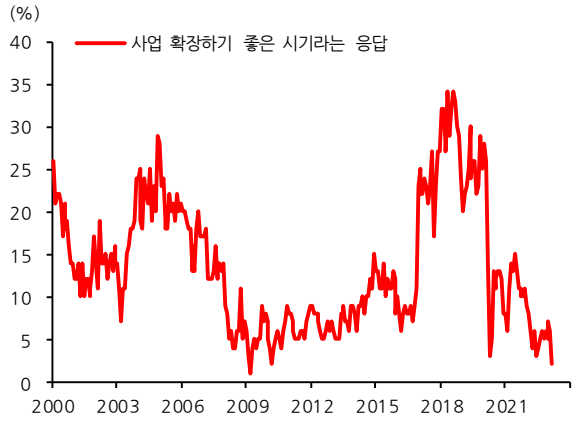
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 대출 심사 강화는 시차를 두고 대출 둔화로 이어짐



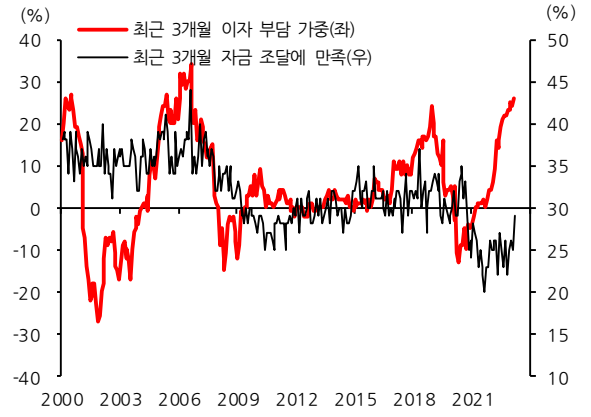
주: 기업 대출기준 강화는 Senior Loan Officer Opinion Survey의 대기업과 중소기업 대출 Tightened 응답 평균
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 사업을 확장하기 좋은 시기라는 응답은 역대 최저 수준



주: Small Business Economic Trends
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 자금 조달에 부담을 느끼고 있다는 응답은 증가



주: Small Business Economic Trends
자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터

3. Mild Recession 을 예상하는 이유

소비가 경기 둔화폭 제한할 전망

하반기 짧고 얕은 침체를 예상하는 가장 큰 이유는 소비가 버텨줄 것으로 예상하기 때문이다. 노동시장 초과수요, 근로소득을 토대로 한 소비 확대, 상대적으로 높은 저소득층 임금 상승률 등이 소비를 뒷받침하는 요인이다.

노동수요가 공급을 상회 고용은 완만하게 둔화될 듯

첫째, 여전히 노동수요가 공급을 상회한다. 2월 구인/채용 및 구인/실업 비율은 각각 1.61배, 1.71배로 2개월 연속 하락했지만, 코로나 이전 수준 대비 유의미하게 높다[그림12]. 기업들이 인력 충원을 원하고 있다는 의미이다. 아직 더 나은 일자리로 이동하기 위한 자발적 사직이 활발하다는 점도 긍정적이다[그림13]. 경기 둔화와 더불어 구인수요가 약해지는 것은 불가피하지만, 초과수요가 존재하는 상황에서 고용이 급격하게 위축될 가능성은 낮다. 노동공급 차질 완화(=경제활동참가율 상승)로 고용비용 부담이 줄고 있다는 점도 구인수요 약화를 제한하는 요인이다.

근로소득이 구매력을 뒷받침

둘째, 근로소득이 가계 구매력을 뒷받침한다. 실질 가처분소득이 8개월 연속 전월대비 증가하면서 중산층과 저소득층이 저축이나 보유 자산을 소비 재원으로 활용하는 비중은 줄었다[그림15]. 소비 재원 마련에 어려움을 겪고 있다는 응답도 추가로 늘지 않는 모습이다[그림14]. 양호한 소득이 초과저축 소진 속도를 늦추고, 소비 하방을 지지할 것으로 예상한다.

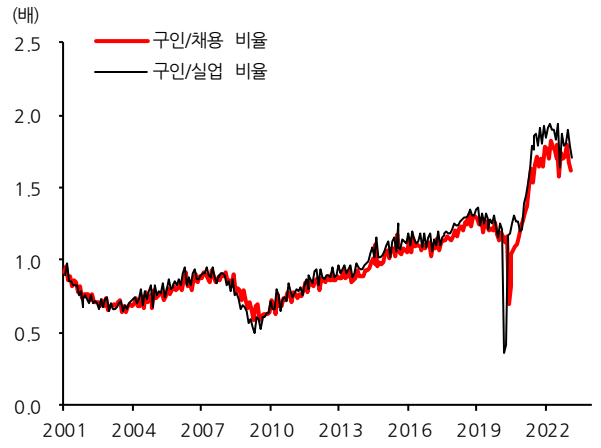
양호한 저소득층 임금

셋째, 저소득층의 임금 상승세가 강하다. 고용이 서비스업 중심으로 회복되면서 소득이 낮은 가계의 임금 상승세가 보다 더 강해졌다[그림16]. 일반적으로 저소득층은 평균소비성향과 한계소비성향이 높아 소득 개선에 따른 소비 증가 효과가 크다. 이들이 코로나 이후 소비 회복을 주도해왔다는 점을 감안하면, 소비가 급격하게 위축될 가능성은 높지 않다.

급격한 침체 가능성 낮음

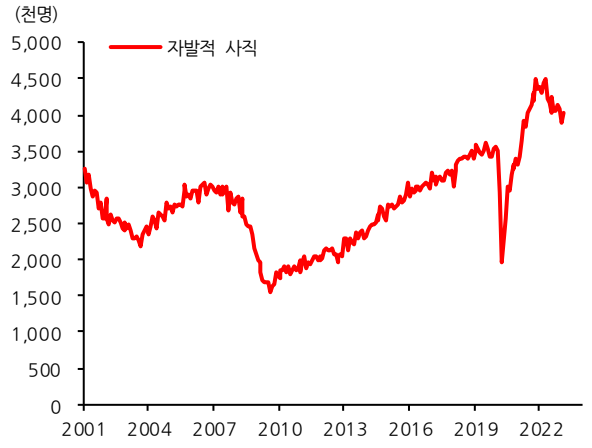
소비 위축이 더디게 진행된다면, 경기도 완만하게 둔화될 것이다. SVB 사태 이후, 금융불안의 실물경기 전이 우려가 높아졌지만, High-Frequency data를 토대로 한 Weekly Economic Index 흐름은 안정적이다[그림17]. 경기가 과열 국면을 지나 둔화되는 국면이기 때문에 경기 하강에 대한 고민은 필요하지만, 급격한 침체를 우려할 시기는 아니라고 생각한다.

[그림12] 노동시장은 여전히 초과수요 상태



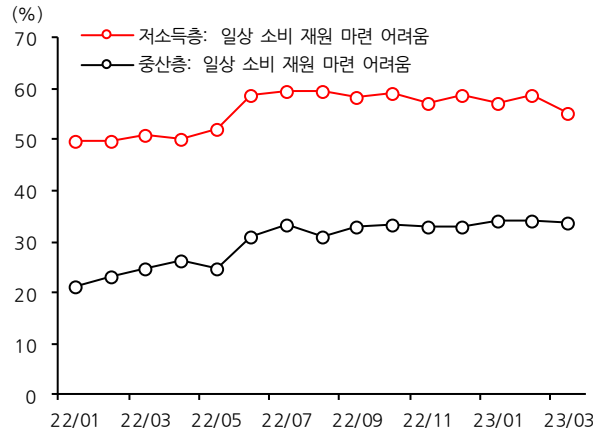
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 자발적 사직 증가는 구직자 우위의 노동시장을 반영



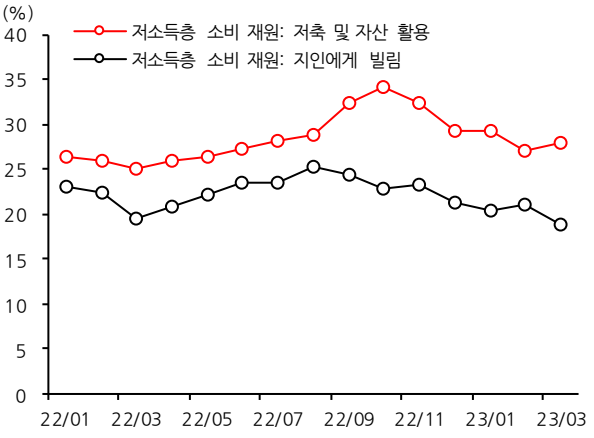
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 경기 둔화 우려가 소비 위축으로 이어지는 상황은 아닌 듯



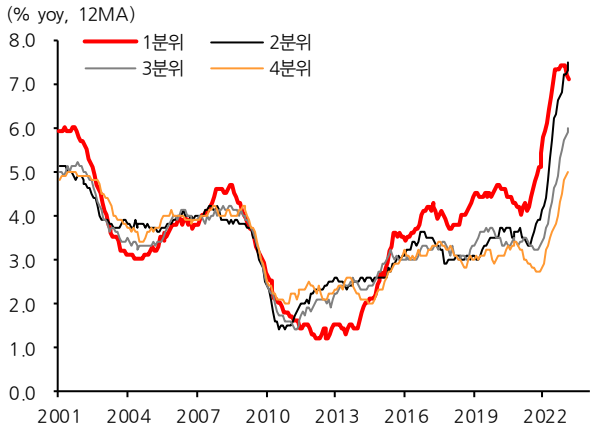
주: Household Pulse Survey. 저소득층은 연소득 5만달러 이하, 중산층은 5만~15만달러
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 근로소득이 양호해 다른 소비 재원 비중 축소



주: Household Pulse Survey. 저소득층은 연소득 5만달러 이하를 의미
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 코로나 이후 소비 반등을 주도한 저소득층 근로소득 안정



주: 소득분위별 시간당 임금 상승률
자료: FRB of Atlanta, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] High-Frequency data 도 완만한 경기 둔화 전망을 뒷받침

주: 실업수당 청구, 전력 사용량 등 10가지 실물지표(일간/주간)를 활용해 산출
자료: FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

4. 물가 둔화 ≠ 연내 금리 인하

물가 둔화 속도는 기대에 미치지 못할 전망

물가에 대한 시장의 관심은 둔화폭과 속도로 집중되고 있다. 경기 둔화 흐름이 강해지면서 인플레이션 우려는 줄고, 수요 측면 물가 상승압력 약화와 금리 인하에 대한 기대가 높아지고 있기 때문이다. 물가 둔화라는 방향성은 명확하지만, 둔화 속도는 시장 기대에 미치지 못할 것으로 예상한다. 현재 선물시장의 금리 인하 전망(7월 인하)은 다소 과도하다.

서비스 물가 둔화 더딜 것

우선 서비스 물가 둔화가 더디게 진행될 전망이다. ISM 서비스업지수 하락, 높아지고 있는 주거 관련 물가 하락 압력, 경기 회복세 약화 등 서비스 물가 둔화 요인이 우세하지만, 양호한 구매력과 서비스 가격의 하방 경직성을 감안하면, 가파른 물가 둔화가 나타나기는 어렵다[그림18,19]. 3월 소비자물가도 Headline은 국제유가 하락 영향으로 큰 폭 둔화됐지만, Core 상승세는 유지됐다[그림23].

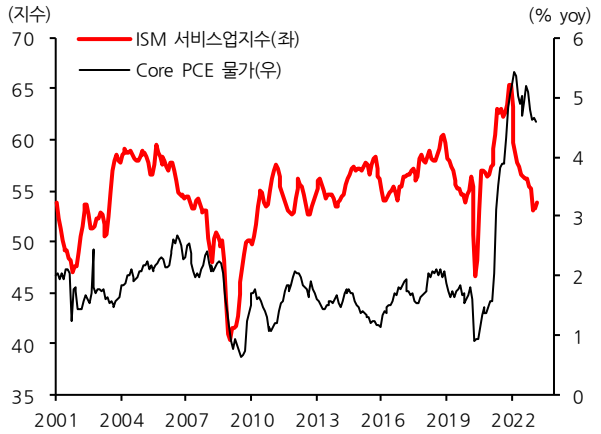
하반기에는 상품 물가 기저효과 약화

하반기에는 상품 물가의 기저효과가 약해질 가능성이 높다. 국제유가가 박스권에서 움직인다면, 하반기 레벨은 지난해 하반기 수준과 큰 차이가 나지 않게 된다[그림20]. 최근 물가 상승세 하락을 주도했던 상품 물가의 둔화가 더뎌진다는 의미이다[그림21]. 상반기에는 서비스 물가, 하반기에는 상품 물가의 둔화폭이 기대에 미치지 못할 수 있다.

금리 인하는 이르면 4/4분기 내년 상반기가 보다 더 유력

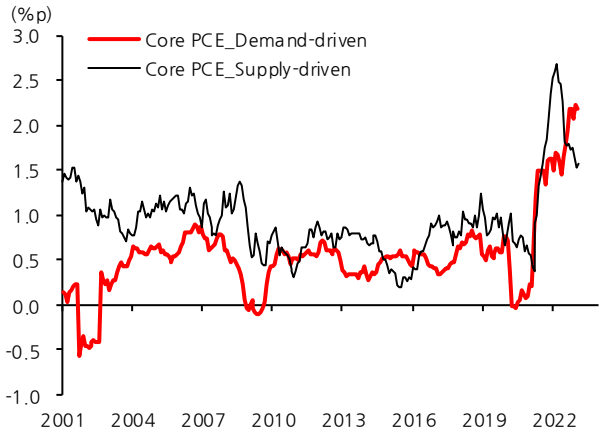
과거 연준이 금리 인하 사이클로 진입했을 당시 기준금리는 Core PCE 물가보다 평균 2.0%p 높았다. 이를 적용하면, Core PCE 물가가 적어도 3.5%를 하회해야 금리 인하에 임박했다고 볼 수 있는데, 당사는 그 시기가 빨라야 4/4분기일 것으로 본다(당사 Baseline 시나리오: 5월 25bp 인상→하반기 Mild Recession→내년 상반기 금리 인하. 실업률이 급등해 4.5%를 상회할 경우, 4/4분기 인하 가능).

[그림18] 서비스 경기 Peak out 은 물가 둔화 요인이지만



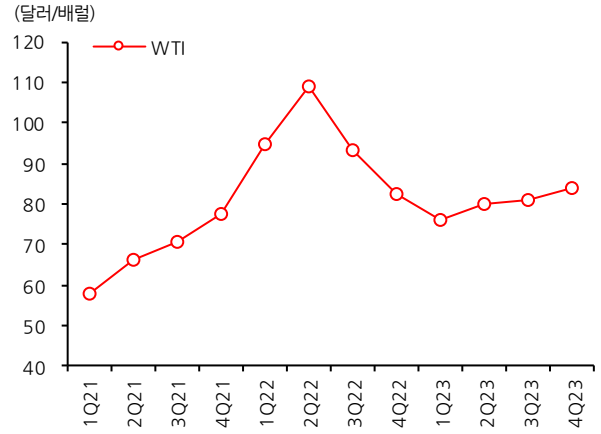
자료: ISM, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 수요 측면 물가 상승압력 둔화는 더딜 수 있음



자료: FRB of San Francisco, 한화투자증권 리서치센터

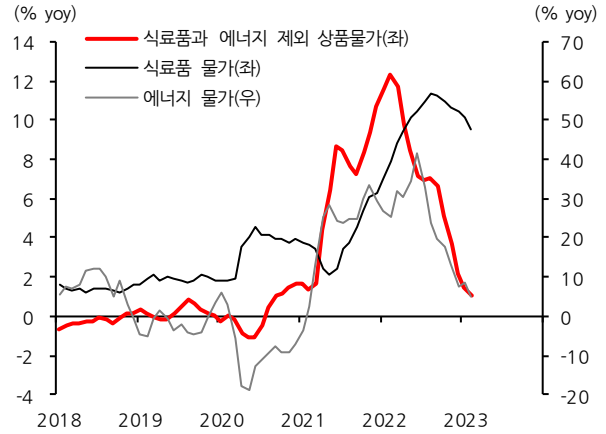
[그림20] 하반기 에너지 가격은 지난해와 크게 차이 없을 듯



주: 2Q23 이후는 Bloomberg 컨센서스

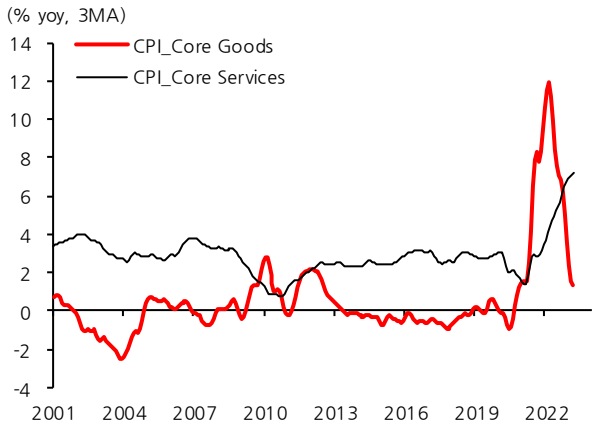
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 하반기 상품 물가 기저효과 약화 전망



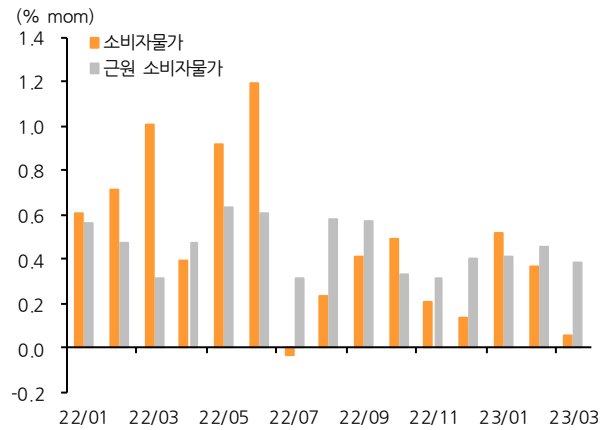
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 서비스 물가 둔화는 더디게 진행



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

[그림23] Headline 상승세 둔화 vs. Core 상승세 유지



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

5. 매크로 사이클과 주식시장

3/4분기까지는 주식이 상대적으로 부진할 수 있음

필자는 주식 비중을 점차 늘리는 전략이 유효하다는 견해를 밝힌 바 있다(2월 월보: 고진감래). 상반기 경기 침체 가능성이 낮아졌고, 연말로 갈수록 연준의 정책여력이 확보될 수 있다는 점이 근거였다. 하반기 미국의 Mild Recession 전망이 해당 View를 변경할 만한 요인은 아니라고 생각한다. 다만, 경기 및 통화정책 사이클 상으로 보면, 당분간은 주식이 여타 자산 대비 부진할 것으로 예상한다.

긴축 종료 후 인하 사이클 진입 전에는 주가 부진

첫째, 과거 주식시장은 금리 인상(긴축)이 마무리되고, 다음 인하(완화) 사이클이 본격화되기 전에는 부진했다[그림24]. 금리 인상 종료가 경기 위축 시그널로 받아들여졌기 때문인 듯하다. 이번 사이클에서는 5~10월 정도가 여기에 해당한다. 5월 금리 인상 종료가 유력하고, 인하 기대는 4/4분기부터 반영될 가능성이 높다.

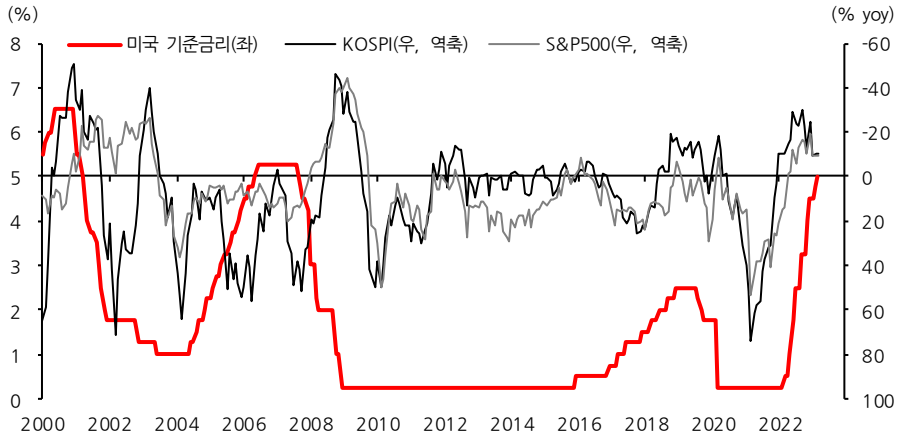
경기 침체 직전~초기, 채권 성과가 더 좋았음

둘째, 경기 침체 직전부터 침체 초기까지는 채권이 주식보다 성과가 좋았다[그림25]. 최근 주식과 채권의 동반 강세가 나타나고 있지만, 경기 둔화 시그널이 강해지면, 주식시장 부담은 커질 것이다. 하반기 침체 전망을 토대로 하면, 경기 사이클 상 주가 하방 압력이 집중되는 시기는 3/4분기이다.

주식시장 단기 조정 가능성

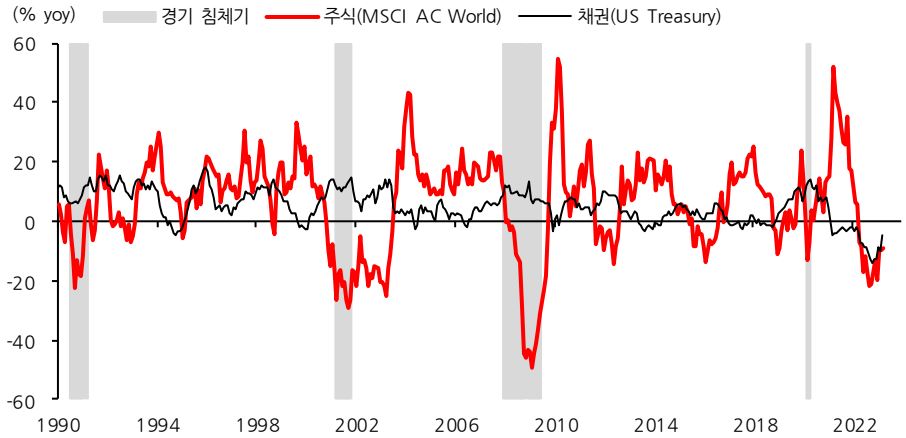
3/4분기까지는 주식시장의 조정 가능성을 염두에 둬야 한다. 올해 글로벌 증시는 여러 가지 불확실성에도 불구하고 상승세가 강하다. 매크로 사이클을 감안하면, 이제는 적극적인 비중확대 보다는 방향성이 뚜렷하거나(=중국 관련 경기민감주), 이익 턴어라운드 가능성이 높은(=반도체) 업종에 집중할 필요가 있다. 물론, Deep Recession이 아니라면, 조정은 단기에 그칠 것이다.

[그림24] 주식시장, 금리 인상 종료 후 다음 인하 사이클이 본격화되기 전에는 부진



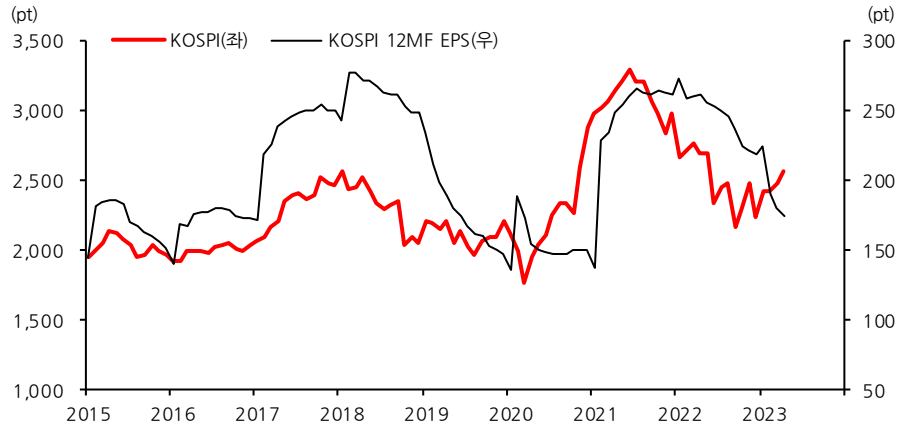
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 경기 침체 직전부터 침체 초기에는 주식이 채권보다 부진



자료: Bloomberg, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주가는 이익 턴어라운드가 가까워지면 상승



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

III. Hanwha's Macro View

급격한 침체 가능성 낮음

미국 경기에 대한 우려가 높아지고 있지만, 세계경제가 급격한 침체에 직면할 가능성은 낮다고 생각한다. 미국 소비가 경기 둔화폭을 제한할 전망이고, 중국과 유로존 경기는 반등 가능성이 높기 때문이다.

미국은 Mild Recession에 직면할 듯

우선 미국은 노동시장 초과수요, 근로소득을 토대로 한 소비 확대, 상대적으로 높은 저소득층 임금 상승률 등이 소비를 뒷받침할 것으로 예상한다. 경기가 둔화 국면에 진입했기 때문에 하강에 대한 고민은 필요하지만, 급격한 침체를 우려할 시기는 아니라고 본다. 올해 미국 경제성장률은 1.0% 내외로 잠재성장률을 소폭 하회할 전망이다.

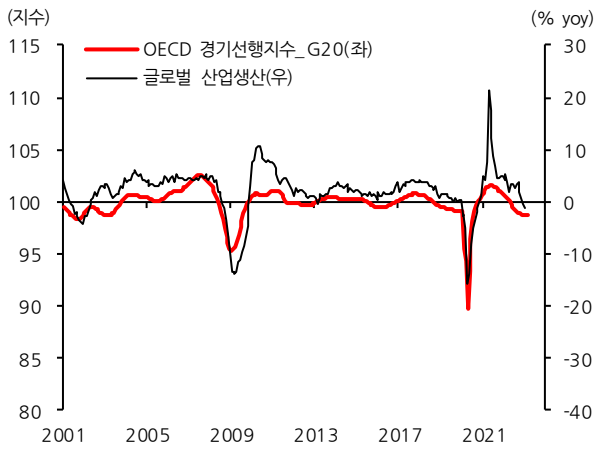
긴축적인 금융환경은 Downside Risk

가장 큰 Downside risk는 긴축적인 금융환경이다. 중소기업들은 이미 부담을 체감하고 있는 가운데, 대출 심사 강화는 시차를 두고 대출 증가세 둔화로 이어질 가능성이 높다. 시장금리가 상승하거나, 초과저축 소진이 가팔라질수록 기업들의 자금 조달은 어려워질 수 있기 때문에 당분간은 재무건전성 관련 지표에 주목할 필요가 있다.

주식시장 단기 조정 가능성

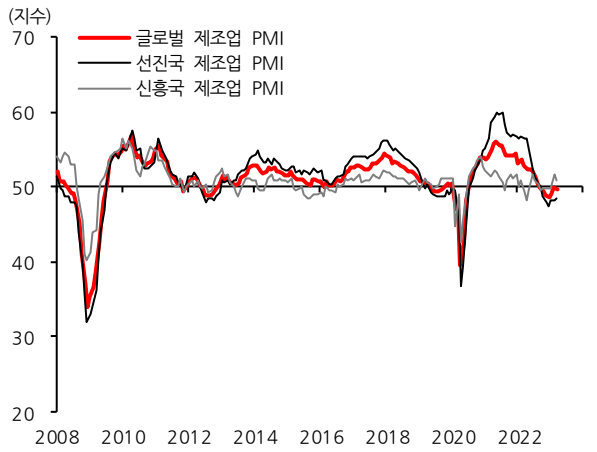
경기 및 통화정책 사이클을 감안하면, 3/4분기까지는 주가 조정 가능성을 염두에 둬야 한다. 역사적으로 주식시장은 금리 인상이 마무리되고, 다음 인하 사이클이 본격화되기 전에 부진했고, 경기 침체 직전부터 침체 초기까지는 채권이 주식보다 성과가 좋았기 때문이다. 물론, Deep Recession이 아니라면, 조정은 단기에 그칠 것이다.

[그림27] OECD 경기선행지수와 글로벌 산업생산



자료: OECD, CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 주요지역 제조업 PMI



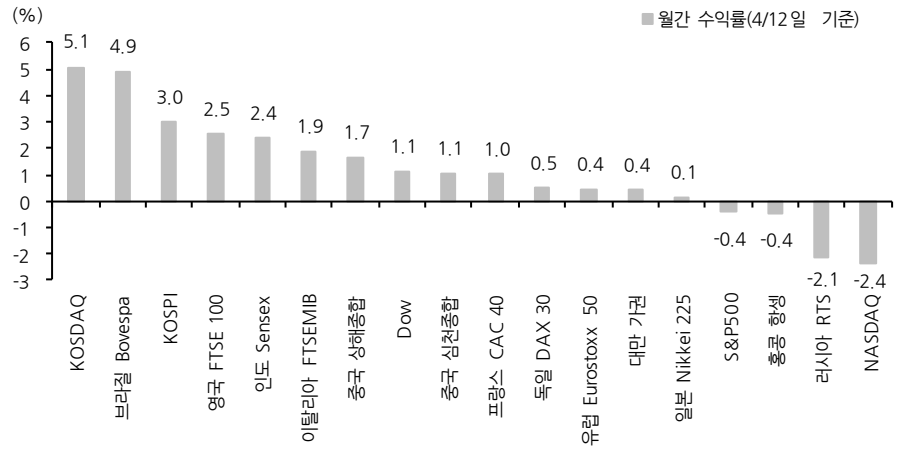
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Hanwha's Macro View

구분	단기(2Q23)	중기(2023년)
글로벌	- 경기 둔화 우려 확대 - 경기와 물가에 대한 상반된 해석 공존	- 하반기 US와 Non-US 경기 격차 축소 - 경기 저점은 2Q 전후
한국	- 경기 저점 통과 국면 - 반도체 수출 저점 통과 조짐은 긍정적	- 하반기 경기 반등 가능 - 내수보다는 수출이 회복 주도
미국	- 본격적인 경기 둔화 - 기대보다 더딘 물가 상승률 하락	- 하반기 짧고 얕은 침체 - 연내 연준 금리 인하 가능성 낮음
중국	- 방역 완화 효과 본격화 - 추가 정책 대응 가능	- 소비가 경기 회복 주도 - 하반기 경기 반등폭은 구매력 개선 여부가 결정
유로존	- 전기대비 플러스 성장 가능 - 심리지표 중심 회복	- 하드랜딩(Hard landing) 가능성 낮음 - 하반기 완만한 반등 전망
FX	- 원/달러 환율, 1,300원 초중반 등락 - 달러화 강세 기조 유지	- 상반기 원/달러 환율 오버슈팅 가능 - 연말 원/달러 환율 1,200원 내외
Risk	- 미국: 타이트해진 금융환경에 따른 실물 경기 충격 가중 - 중국: 가계 구매력 부진 장기화에 따른 소비 둔화 - 유로존: ECB 금리 인상 지속에 따른 부담 현실화	

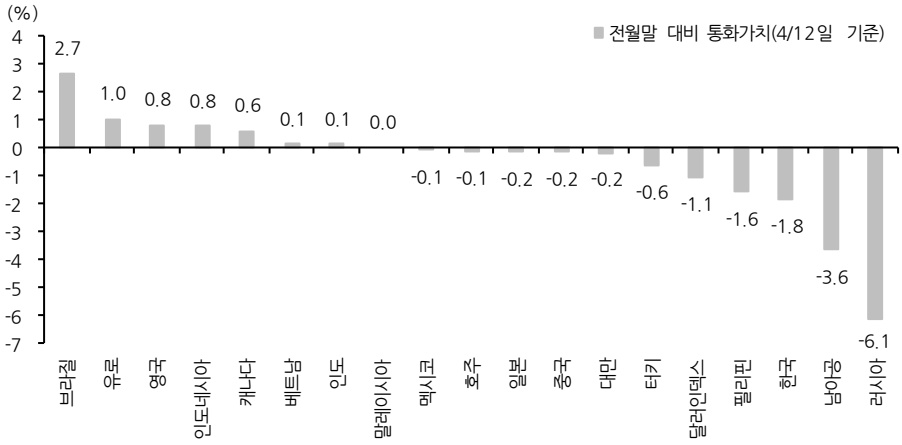
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 주요국 주식시장 월간 수익률



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

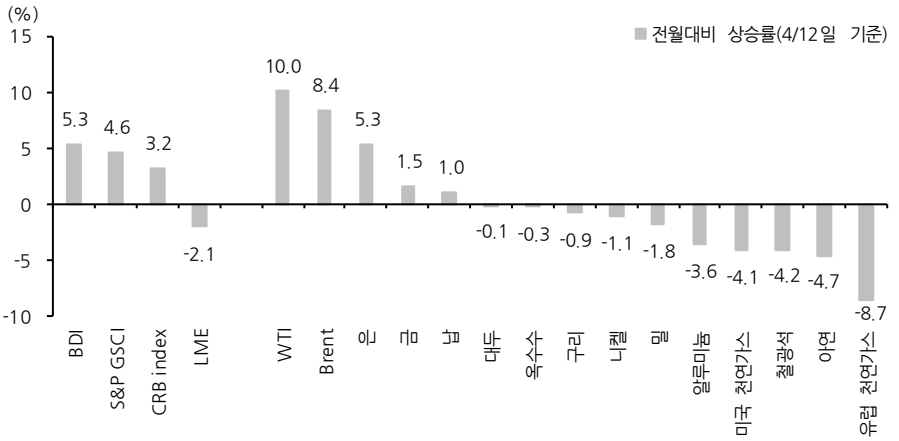
[그림30] 주요국 통화가치 변화



주: 상승률 높을수록 달러화 대비 강세

자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 원자재 지수 및 원자재 가격 변화



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 주요국 경기 점검

1. 한국: 하반기에는 반등

경기 저점은 2/4분기

국내 경기는 2/4분기를 저점으로 반등할 것으로 예상한다. 수출 증가율 저점 통과, 반도체 재고 부담 완화 등이 회복을 주도할 것이다.

수출 부진 지속

3월 한국 수출은 전년동월대비 13.6% 줄어들면서 감소폭이 확대됐다. 일평균 수출액은 소폭 반등했으나, 지난해 11월 이후 23억달러를 하회 중이다. 對중국 수출은 10개월 연속 전년동월대비 감소(-33.4%)했고, 수출단가(-10.7%)와 물량(-3.2%)도 동반 부진했다. 아직 수출 반등 조짐은 미약하다.

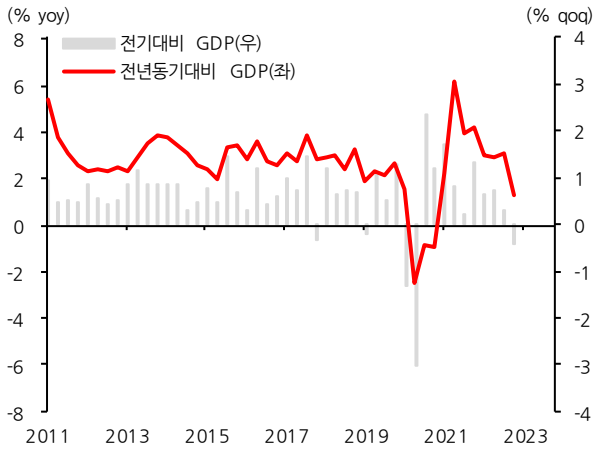
반도체 수출 저점 통과 조짐은 긍정적

금번 수출실적에서 가장 눈에 띄는 변화는 반도체 수출 경기 저점 통과 조짐이 나타났다는 점이다. 반도체 수출 감소폭은 축소됐고, 일평균 수출액도 반등했다. 이번 수치만으로 반도체 수출 저점 통과를 확신할 수는 없지만, 지난해 5월 이후 처음으로 반도체 수출단가와 물량이 동반 개선됐다는 점은 긍정적이다. 수출 경기는 반도체 반등, 중국 경기 회복세 강화, 글로벌 제조업 둔화폭 축소 등을 토대로 2/4분기 저점을 통과할 것으로 예상한다.

2/4분기에는 원/달러 환율 추가 상승 가능

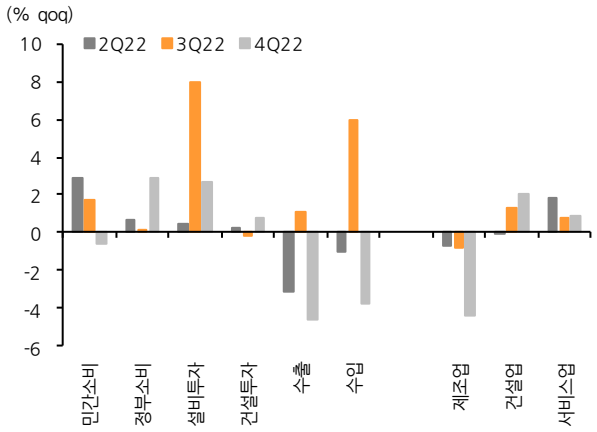
2/4분기 원/달러 환율은 1,350원을 넘어설 가능성도 열어둬야 한다. 미국 경기 침체 우려가 높아지고 있는 데다, 연준 금리 인하에 대한 시장 기대와 현실 간 격차 축소가 나타날 수 있기 때문이다. 하반기 원/달러 환율은 완만하게 하락할 전망이지만, 2/4분기에는 환율 추가 상승에 대비할 필요가 있다.

[그림32] 한국 경제성장률 추이



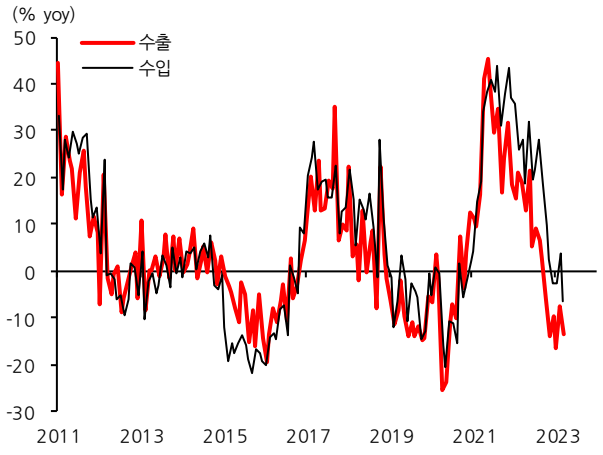
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 지출항목 및 경제활동별 증가율



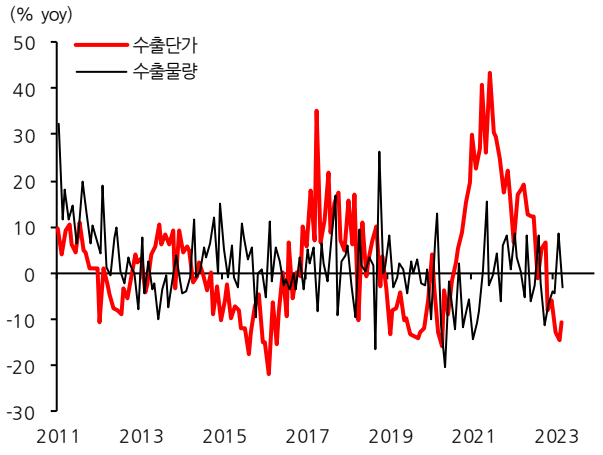
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 수출/입 증가율



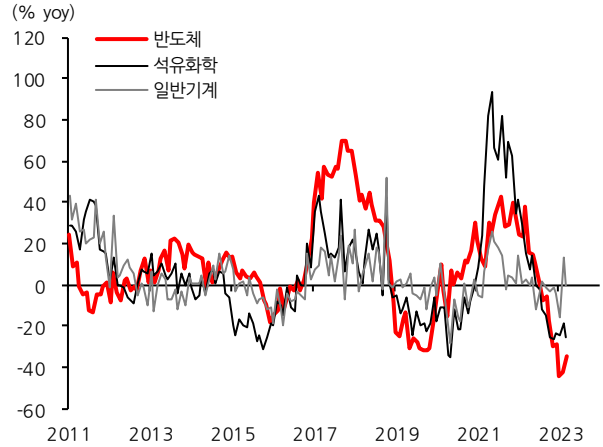
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 수출단가 및 물량 증가율



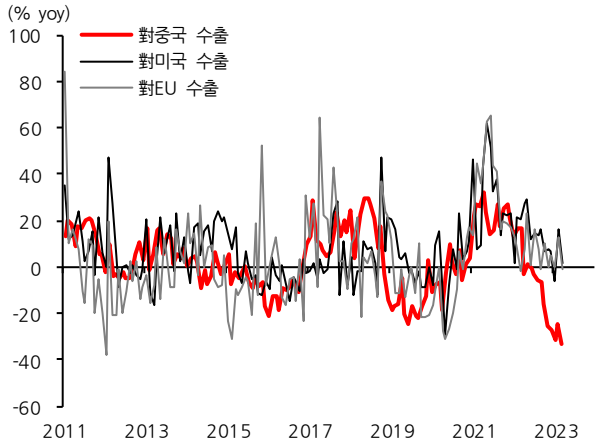
자료: 관세청, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 주요품목 수출 증가율



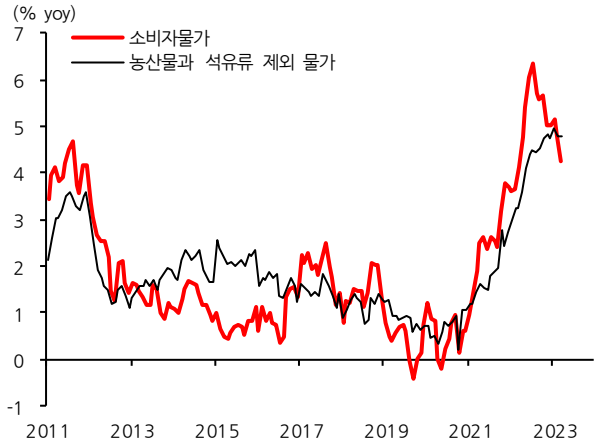
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 주요지역 수출 증가율



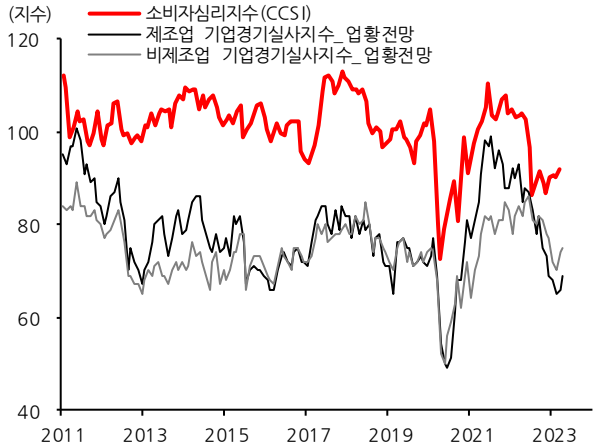
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 소비자물가 상승률



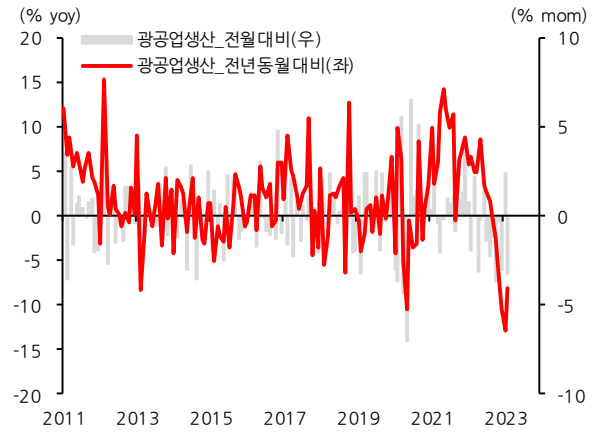
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 소비 및 기업경기 서베이지표



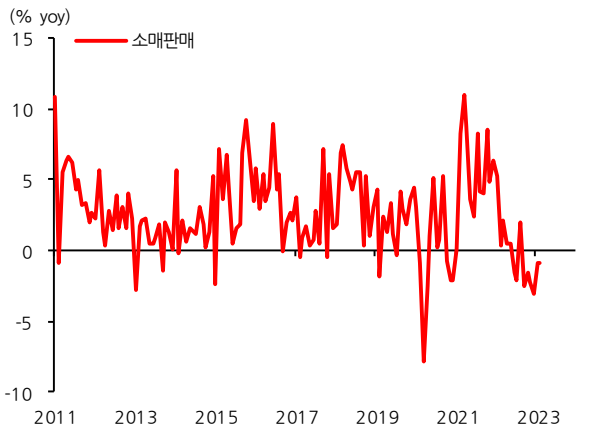
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 광공업생산 증가율



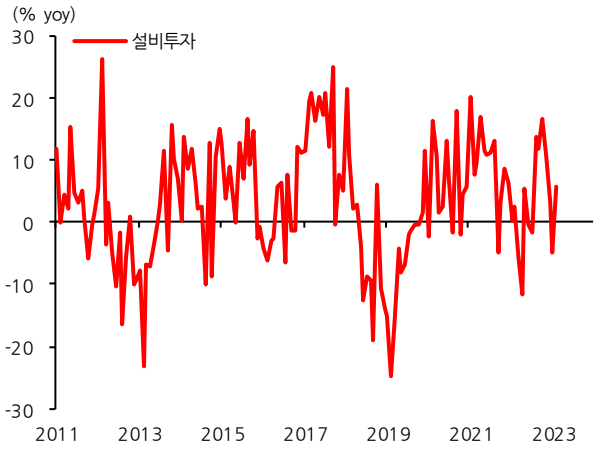
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 소매판매 증가율



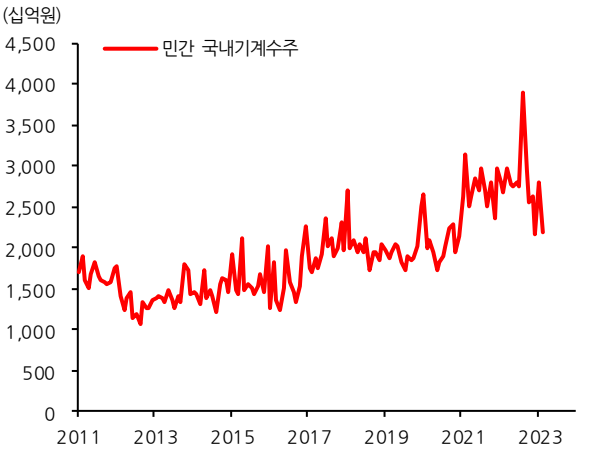
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 설비투자 증가율



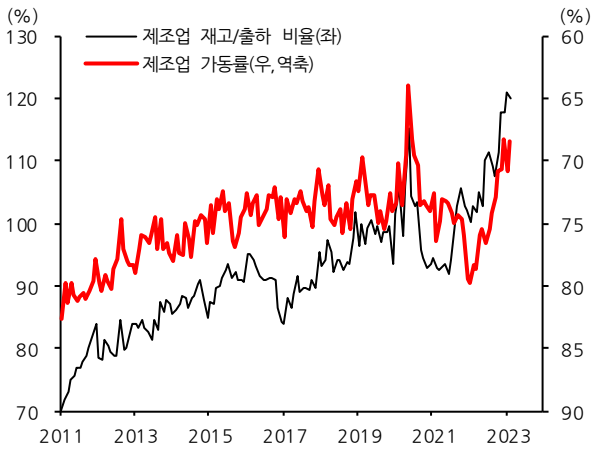
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 국내 기계수주액



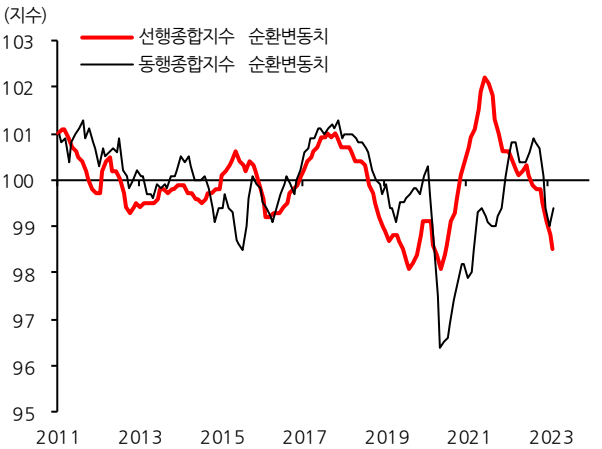
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 제조업 재고율 및 가동률



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 선행 및 동행종합지수 순환변동치



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국: 급격한 침체 가능성은 낮다

2/4분기 잠재성장률 수준 성장 가능

최근 주요 지표들이 둔화됐지만, 2/4분기 미국은 잠재성장률 정도의 성장을 기록할 전망이다. 노동시장 초과수요, 저소득층의 양호한 임금 등이 소비 둔화를 제한할 것으로 보기 때문이다.

3월 고용지표 둔화폭 확대

3월 고용지표는 구인수요 약화를 반영했다. 고용 증가세가 둔화됐고, 영구 및 장기 실업자를 포함한 비자발적인 실직이 증가했다. 경제활동참가율 반등, 완만한 임금 상승세 둔화와 같은 우호적인 요인도 확인됐지만, 대체로 경기 하방 리스크 확대 우려로 이어졌다.

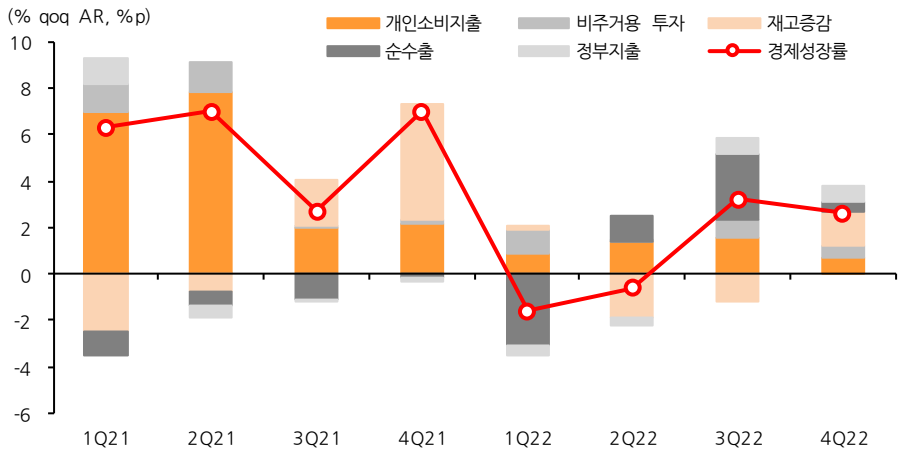
물가 둔화되고 있지만 올해 금리 인하 가능성 낮음

인플레이션 우려가 완화되고 있지만, 아직 탄력적인 물가 둔화와 금리 인하에 베팅할 시점은 아니라고 생각한다. 서비스 물가 둔화가 더디고, 급락했던 유가가 재차 상승 중이며, 하반기에는 상품 물가 기저효과가 약화될 것으로 예상하기 때문이다. 물가가 금리 인하를 기대할 만한 수준으로 낮아지는 시기는 빨라야 4/4분기일 것이다.

하반기 마이너스 성장폭 제한될 전망

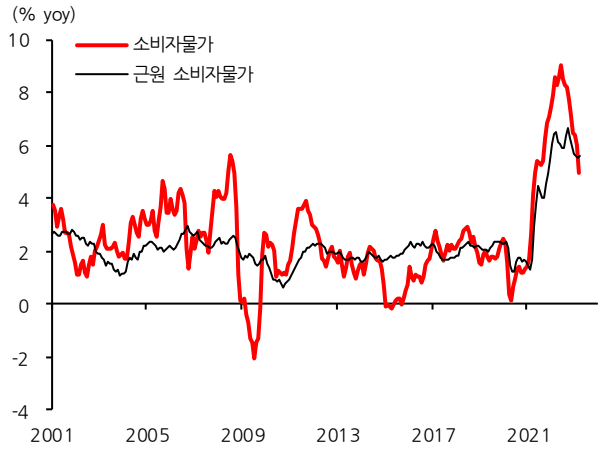
다만, 이러한 변화를 급격한 침체 조짐으로 해석하기는 어렵다. 노동시장은 여전히 초과수요 상황으로 가계 구매력 보전에 유리하고, 노동공급 차질 완화는 기업들의 비용 증가 및 연준의 추가 긴축 부담을 덜어주는 요인이기 때문이다. 하반기 미국 경기는 전기대비 마이너스 성장을 기록할 것으로 보지만, 그 폭은 제한될 가능성이 높다.

[그림46] 미국 경제성장률 및 부문별 성장기여도



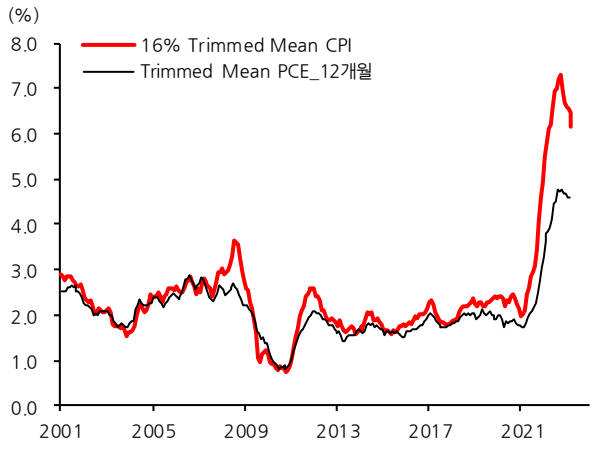
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



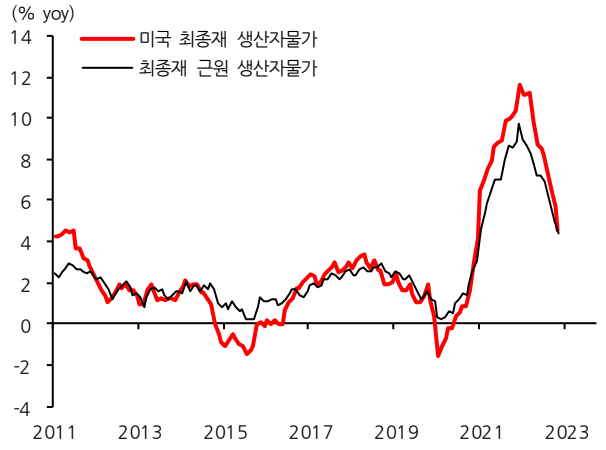
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] Trimmed Mean CPI 와 PCE



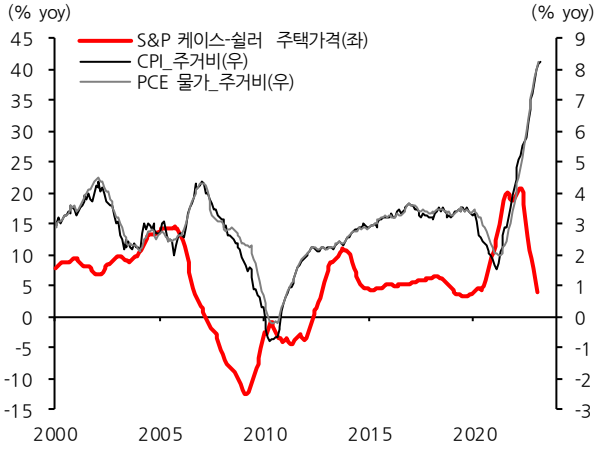
주: 물가 추세를 더 정확히 파악하기 위해 일회성 요인과 변동성 큰 품목 제외하고 산정
자료: FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 생산자물가 상승률



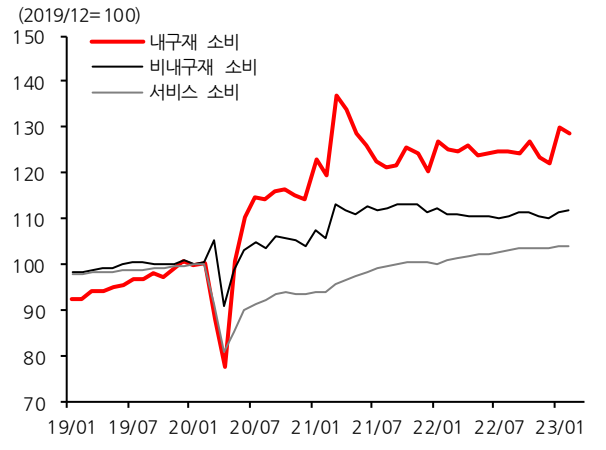
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 주택가격 및 주거비 상승률



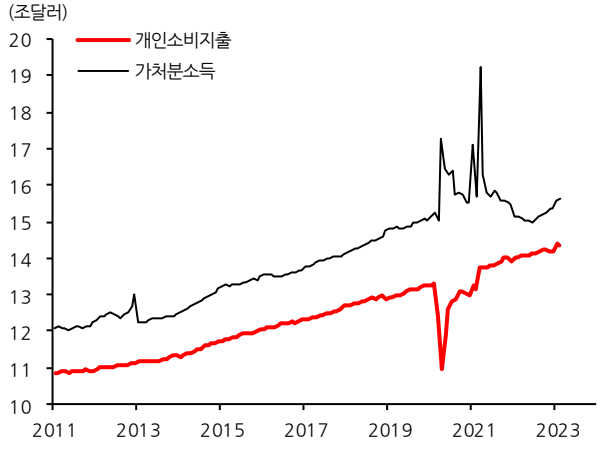
자료: Bloomberg, U.S. BLS, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 품목별 개인소비지출 추이



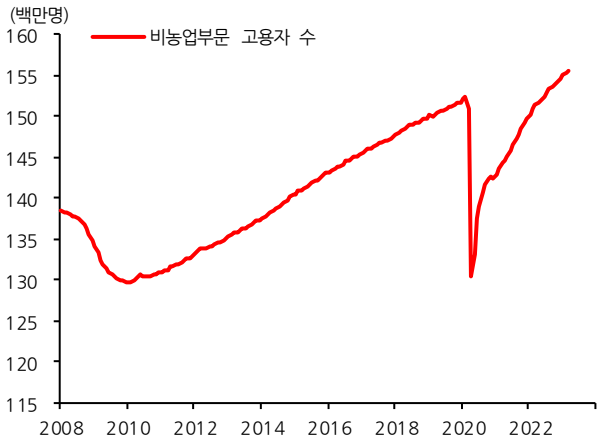
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 실질 개인소비지출 및 실질 가처분소득 추이



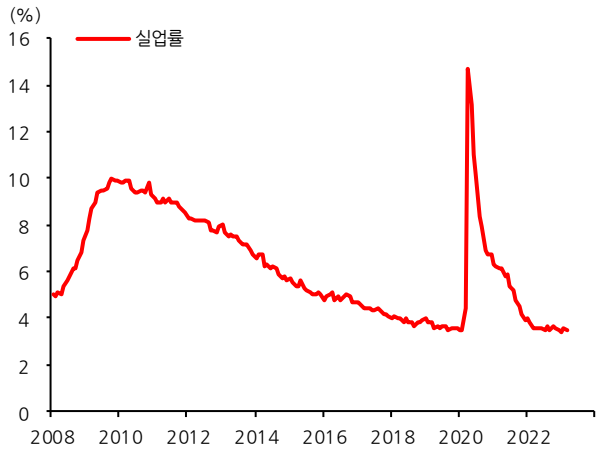
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 비농업부문 고용자 수



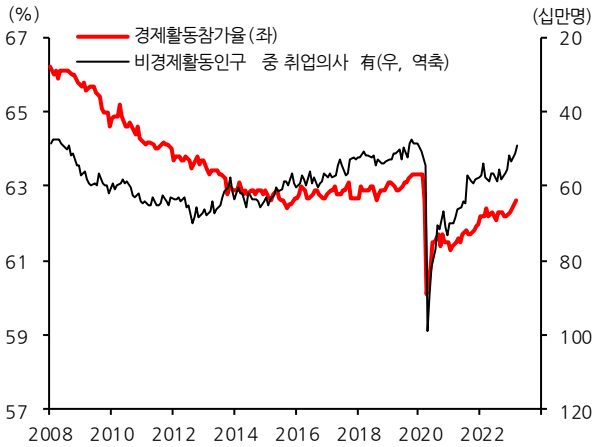
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 실업률 추이



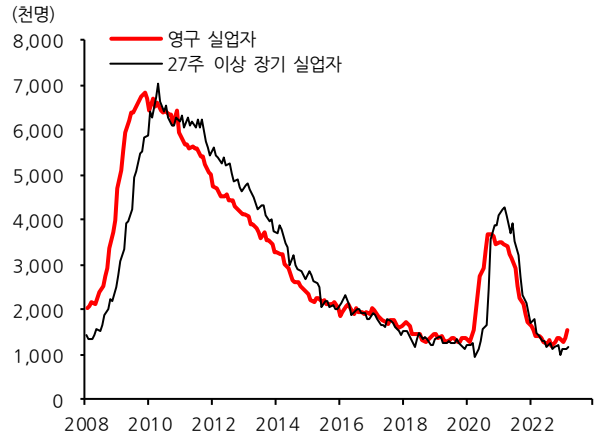
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 경제활동참가율 및 취업의사 있는 비경제활동인구



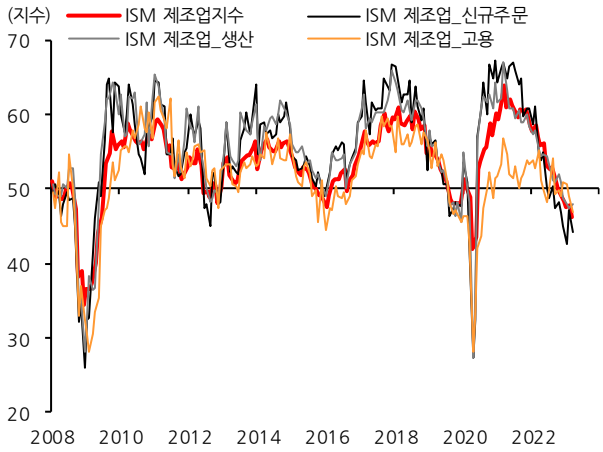
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 영구 실업자 및 장기 실업자 추이



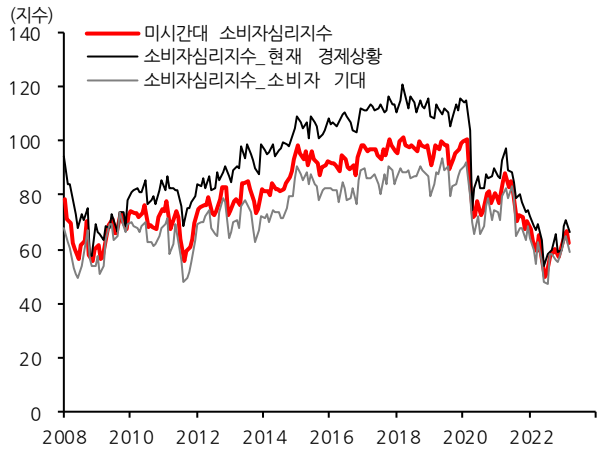
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] ISM 제조업지수 및 주요항목



자료: Institute for Supply Management, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 미시간대 소비자심리지수



자료: University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

3. 중국: 탄력적일 2/4 분기

2/4분기 방역 완화 효과 본격화

연초 중국 경기는 방역 완화와 더불어 완만하게 반등했다. 2/4분기에는 방역 완화 효과가 본격화되면서 탄력적인 성장을 보여줄 것으로 예상한다.

기대보다는 약했던 연초 소비 회복세

1~2월 산업생산(YoY +2.4%)은 방역 완화 이후 경제활동 차질 여파가 증가폭 제한 요인으로 작용했고, 첨단 제조업 증가세도 둔화됐다. 소매판매(YoY +3.5%)는 4개월만에 플러스 전환했다. 외식 증가폭이 컸던 반면, 재화판매는 예상보다 부진했다. 고정자산투자(YoY +5.5%)는 부동산 투자 감소폭이 축소됐다는 점이 가장 눈에 띈다. 전체적으로 보면, 주택경기 반등 조짐은 우호적이지만, 소비 회복세가 기대만큼 강하진 않았다.

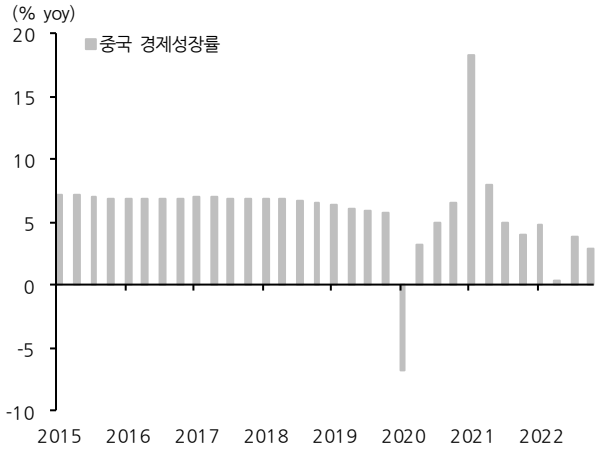
2/4분기 탄력적인 반등 가능

당국도 내수 회복을 가장 중요한 목표로 강조한 만큼, 추가 지원에 나설 가능성이 높다. 정책여력을 보유하고 있고, 물가 부담이 높지 않다는 점도 이러한 전망을 뒷받침한다. 따라서 2/4분기 경기는 탄력적으로 반등할 것으로 예상한다(경제성장률 7% 내외).

가계 구매력 회복 여부 중요

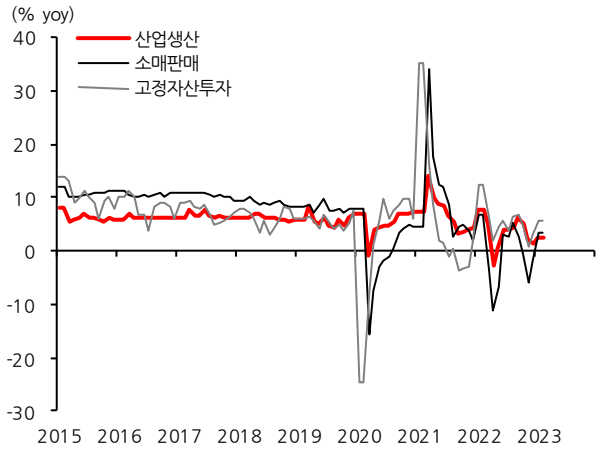
탄력적인 성장이 지속되기 위해서는 구매력이 뒷받침돼야 하는데, 아직 이러한 조짐은 미약하다. 다만, 최근 주택가격 저점 통과 가능성이 높아졌다는 점과 가계 중장기 대출 증가세가 강해졌다는 점은 긍정적이다. 이것이 구매력 회복으로 이어진다면, 하반기에도 중국 경기 반등은 탄력적일 것이다.

[그림59] 중국 경제성장률



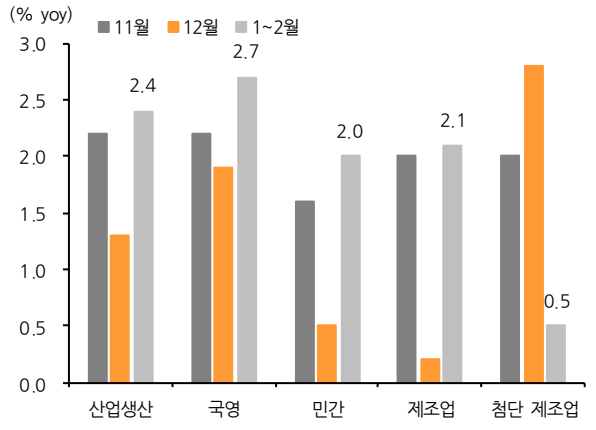
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 주요 실물지표 증가율



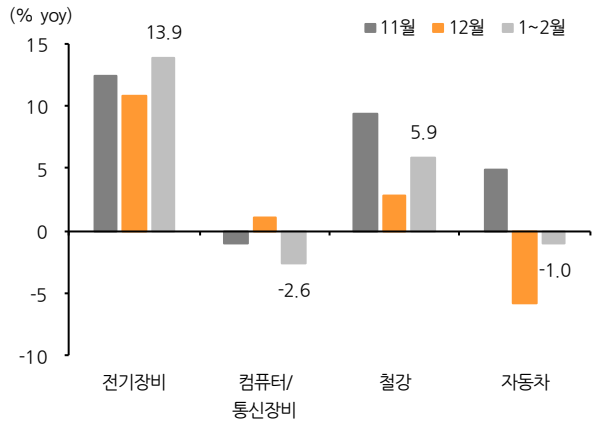
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림61] 실질 산업생산 증가율



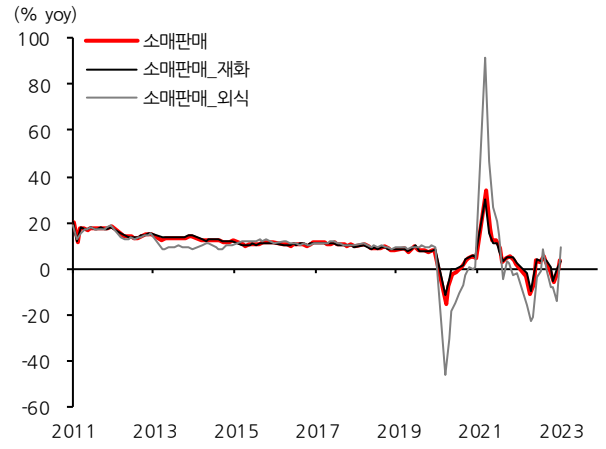
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 주요품목 생산 증가율



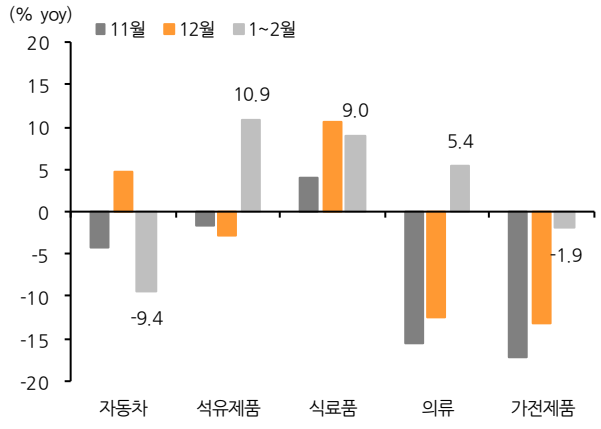
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 부문별 소매판매 증가율



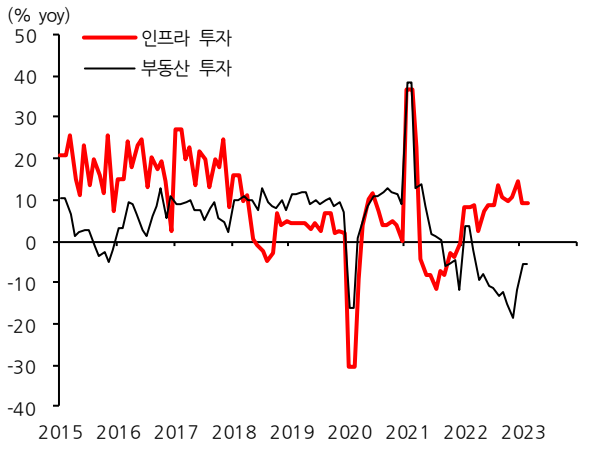
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 주요품목 소매판매액 증가율



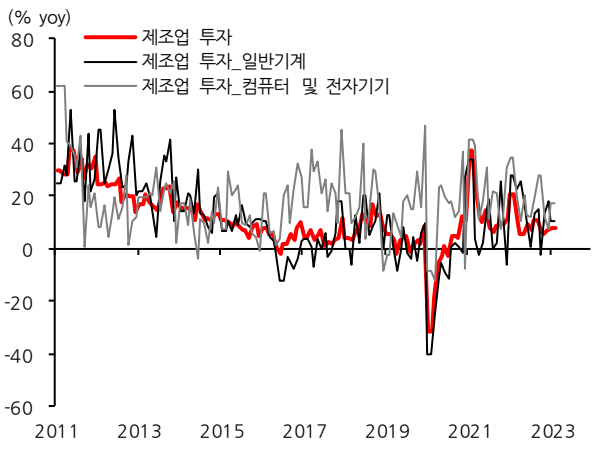
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 인프라 및 부동산 투자 증가율



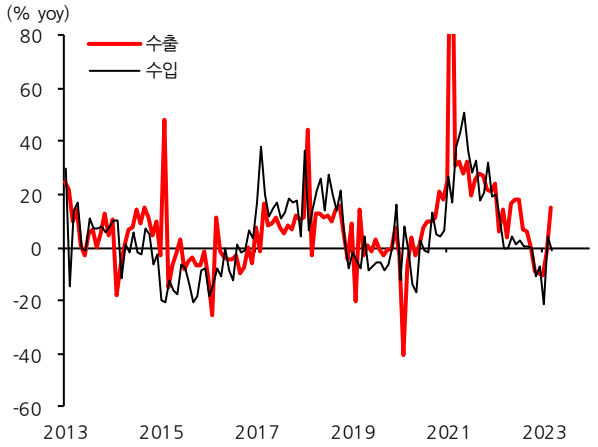
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림66] 제조업 투자 증가율



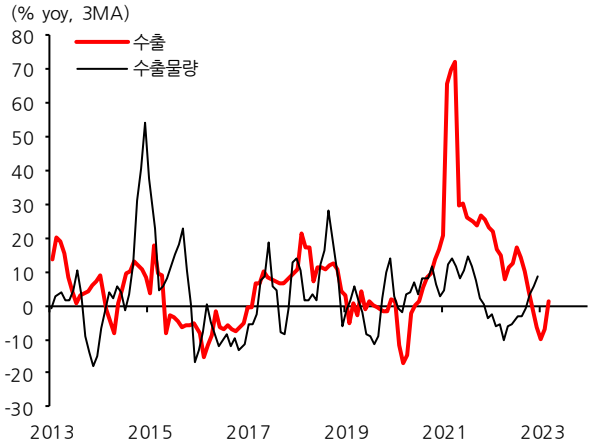
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림67] 수출/입 증가율



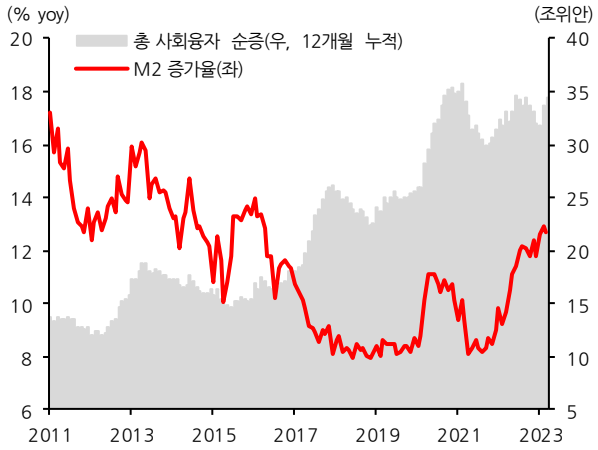
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 수출물량 증가율



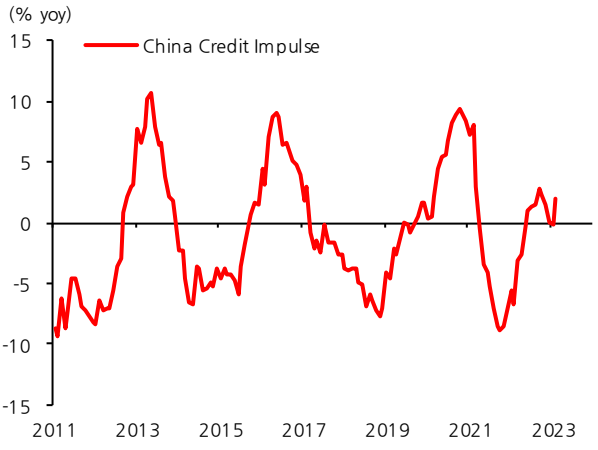
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 총 사회융자 규모 및 M2 증가율



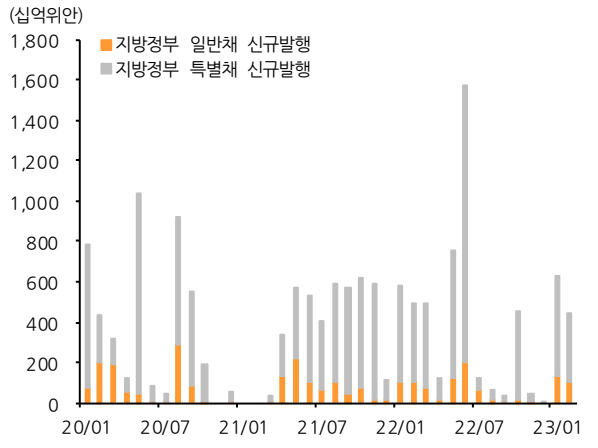
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] Credit Impulse(대출, 그림자금융 등 신용)



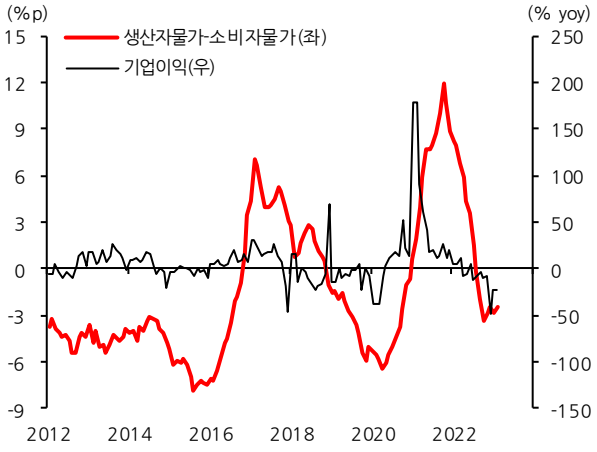
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 지방정부 채권 신규발행 규모



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 물가 및 기업이익 증가율



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

4. 유로존: 저점 통과 중

경기 저점은 1/4분기

천연가스 가격 급락으로 경기 하방 압력이 완화됐다. 실물경기 둔화가 이어지고 있지만, 심리지표는 반등하기 시작했다. 유로존 경기는 1/4분기를 저점으로 완만하게 회복될 전망이다.

심리지표 반등
시차를 두고 실물 반등 예상

급격한 침체를 반영했던 심리지표가 먼저 반등하고 있다. 주요국 서비스업 PMI를 비롯해 유로존 경기기대지수, 소비자신뢰지수 등의 회복이 나타났다. 심리지표 회복은 시차를 두고 실물경기에도 우호적으로 작용할 것이다.

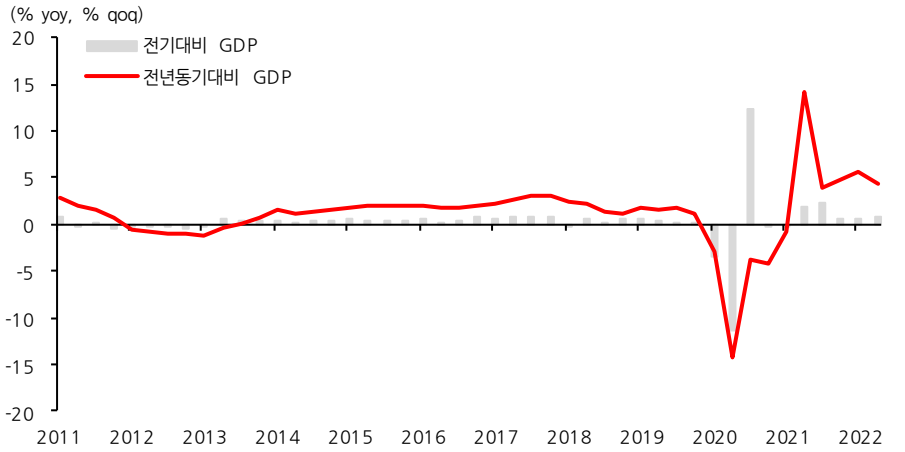
연간 플러스 성장 가능

유로존 경기는 1/4분기 마이너스 성장 이후 반등할 전망이다. 여전히 실물지표 둔화가 지속되고 있고, 인플레이션 부담, ECB 통화정책 정상화 등 경기 하방 압력이 남아있기 때문에 탄력적인 회복을 기대하기는 어렵다. 다만, 하반기에는 글로벌 제조업 경기 회복과 더불어 반등하는 흐름을 보일 것으로 예상한다. 올해 연간 플러스 성장(+0.5%) 전망을 유지한다.

유로화, 완만한 강세 전망

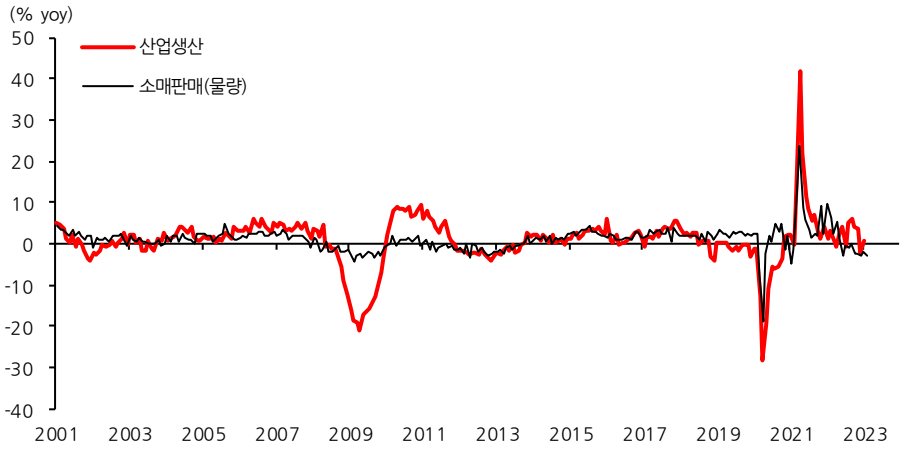
유로화는 완만한 강세를 예상한다. 미국과 유로존의 경기 격차 축소, 연준과 ECB의 긴축 격차 축소 등이 유로화 강세를 지지한다. 하반기로 갈수록 유로화 우위(연준 긴축 종료, 유로존 경기 반등, ECB 정책 정상화 지속 등) 흐름이 나타날 전망이다.

[그림73] 유로존 경제성장률



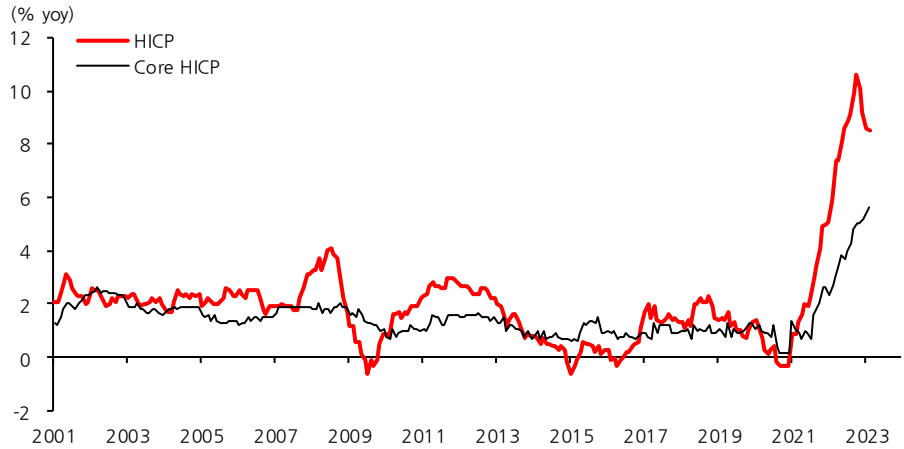
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 산업생산, 소매판매 증가율



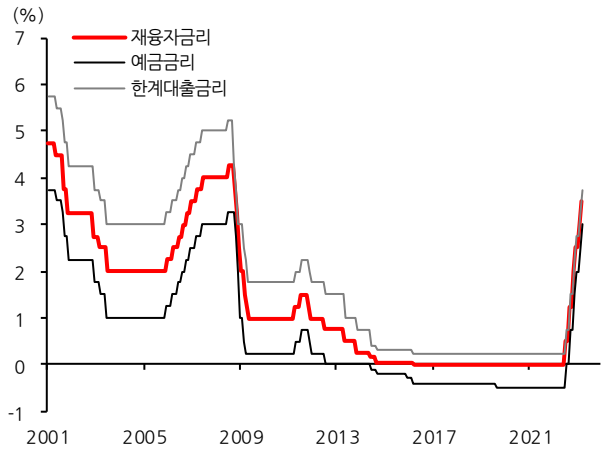
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 소비자물가 및 근원 소비자물가 상승률



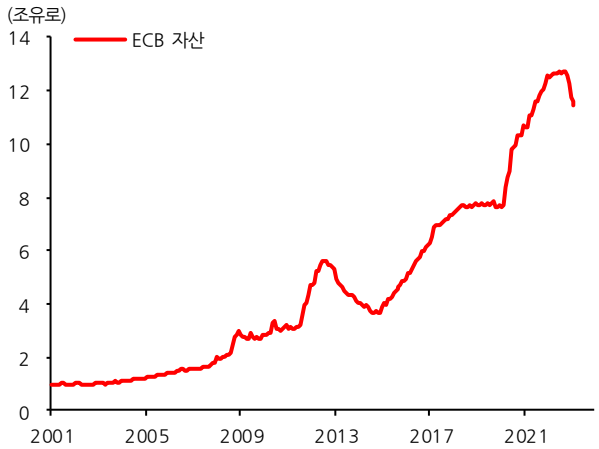
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] ECB 정책금리 추이



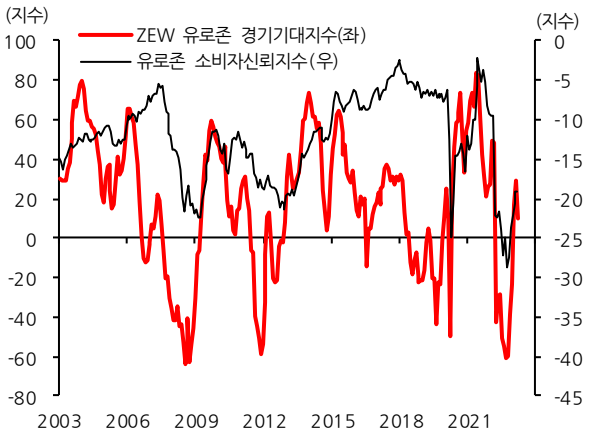
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] ECB 자산규모



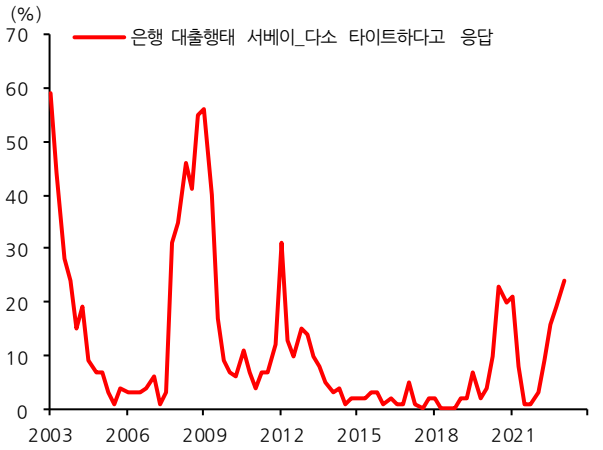
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 유로존 경기기대 및 소비자신뢰지수



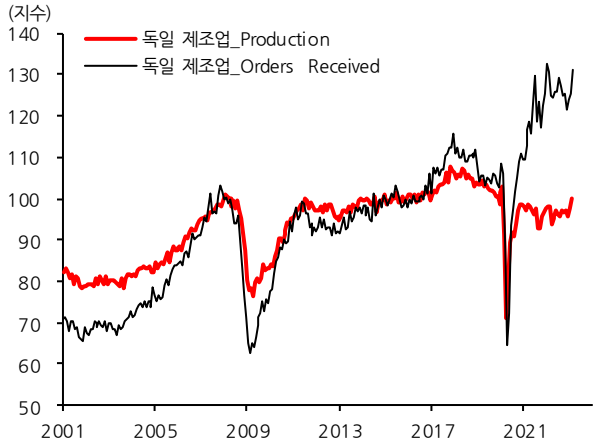
자료: Leibniz Centre for European Economic Research, European Commission, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 은행 대출 관련 서베이



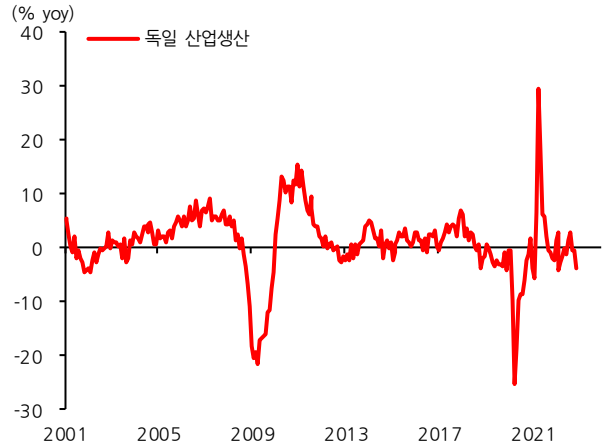
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 독일 제조업 업황 추이



자료: Eurostat, Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 독일 산업생산 증가율



자료: Deutsche Bundesbank, 한화투자증권 리서치센터

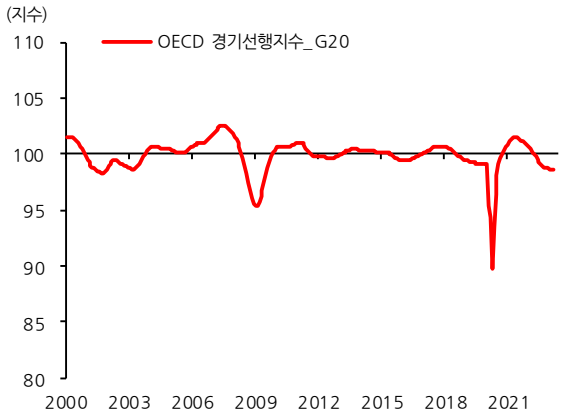
V. Economic Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
5/1 **(한) 4월 수출/입 YoY (-13.6%/-6.4%)** (미) 4월 ISM 제조업 PMI (46.3)	2 (한) 4월 CPI YoY (4.2%) (유) 4월 HICP YoY (6.9%)	3 (미) 4월 ISM 서비스업 PMI (51.2)	4 (유) ECB 통화정책회의 **(미) FOMC 회의**	5 (유) 3월 소매판매 MoM (-0.8%) **(미) 4월 비농업부문 신규고용 (236K)** (미) 4월 실업률 (3.5%) (미) 4월 시간당 평균 임금 YoY (4.2%)
8	9 (중) 4월 수출/입 YoY (14.8%/-1.4%)	10 (한) 4월 실업률 (2.7%) **(미) 4월 CPI YoY (5.0%)** **(미) 4월 Core CPI YoY (5.6%)**	11 (중) 4월 CPI YoY (0.7%) (미) 4월 PPI YoY (2.7%)	12 (미) 5월 미시간대 소비자심리지수 (62.0)
15 (유) 3월 산업생산 YoY (2.0%)	16 **(중) 4월 산업생산 YoY (2.4%)** **(중) 4월 소매판매 YoY (3.5%)** **(중) 4월 고정자산투자 YoY ytd (5.5%)** (유) 5월 ZEW 경제심리지수 (10.0) (미) 4월 소매판매 MoM (-0.4%) (미) 4월 산업생산 MoM (0.0%)	17 (미) 4월 주택착공건수 (1,450K) (미) 4월 건축허가 (1,550K)	18	19
22 (중) 5월 1년 만기 LPR (3.65%) (유) 5월 소비자신뢰지수 (-19.2)	23 (한) 5월 소비자심리지수 (92.0) (유) 5월 S&P 글로벌 제조업 PMI (47.3) (유) 5월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (55.0)	24 (한) 6월 제조업 기업경기실사지수 (69) (한) 5월 경제심리지수 (91.5)	25 **(한) 한국은행 금융통화위원회** (한) 4월 PPI YoY (4.8%) (미) FOMC 의사록	26 (미) 4월 개인소득 MoM (0.3%) (미) 4월 개인소비지출 MoM (0.2%) (미) 4월 PCE 물가 YoY (5.0%) (미) 4월 내구재 주문 MoM (-1.0%)
29	30 (미) 5월 CB 소비자신뢰지수 (104.2)	31 (한) 4월 광공업생산 MoM (-3.2%) (중) 5월 국가통계국 제조업 PMI (51.9) (중) 5월 국가통계국 서비스업 PMI (58.2)		

주1: 한국시간 기준
주2: 괄호 안은 이전치. 직전 수치 없을 경우 그 이전치(4/13일 기준)
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

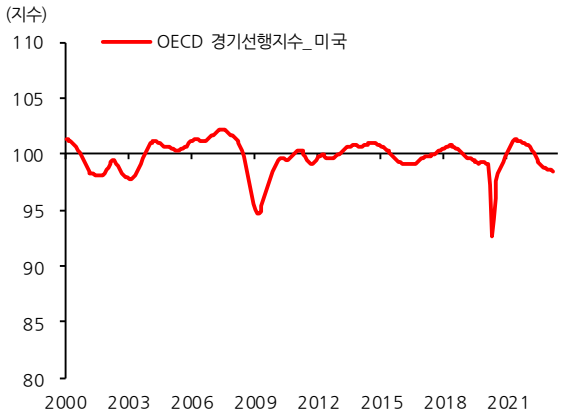
VI. Economic Chart Book – 1. 글로벌 매크로

[그림82] OECD 경기선행지수: G20



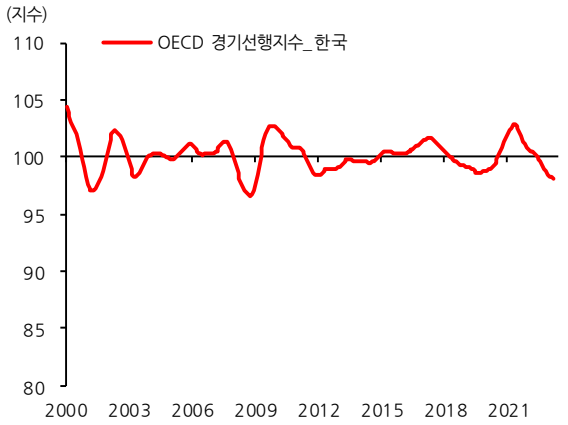
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] OECD 경기선행지수: 미국



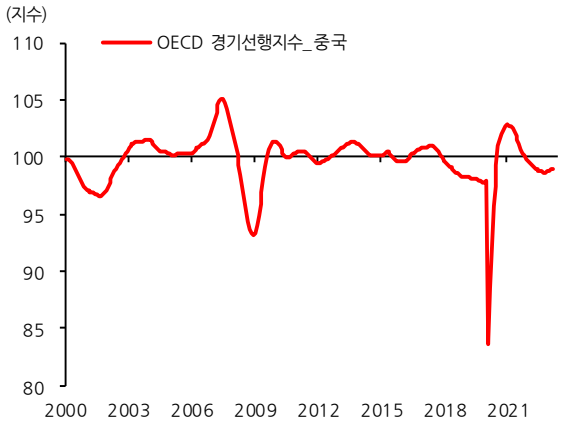
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] OECD 경기선행지수: 한국



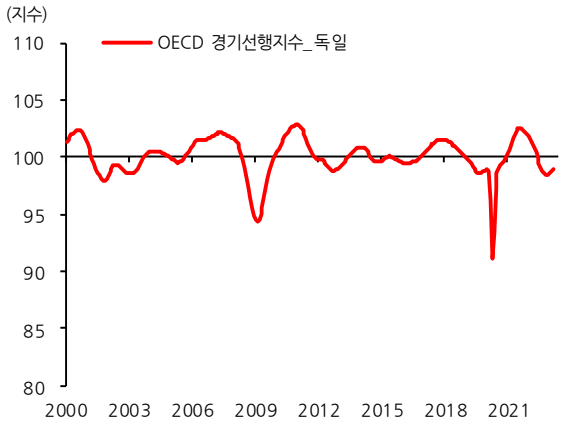
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] OECD 경기선행지수: 중국



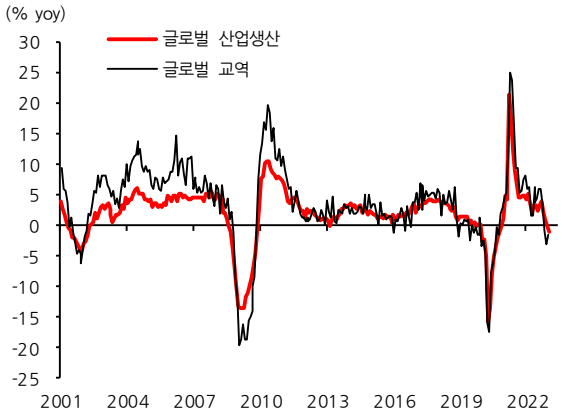
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] OECD 경기선행지수: 독일



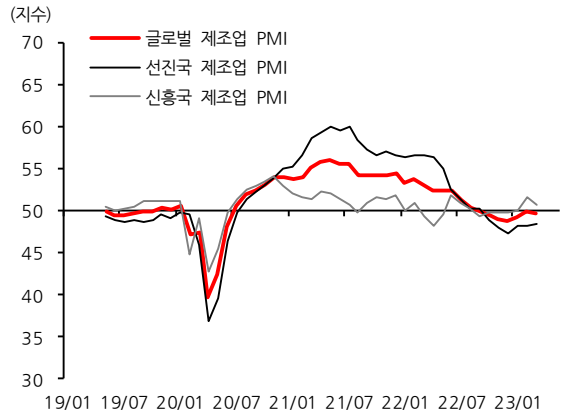
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 글로벌 산업생산 및 교역 증감률



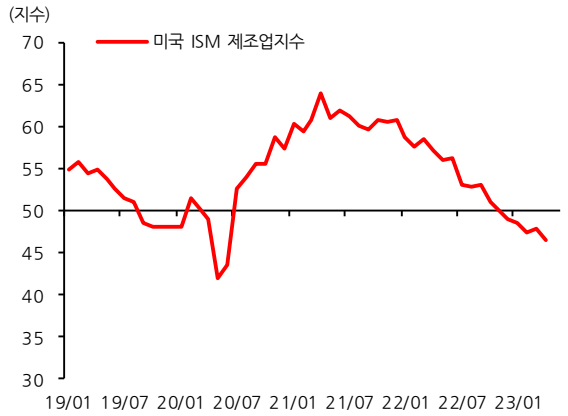
자료: CPB, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 제조업 PMI: 글로벌/선진국/신흥국



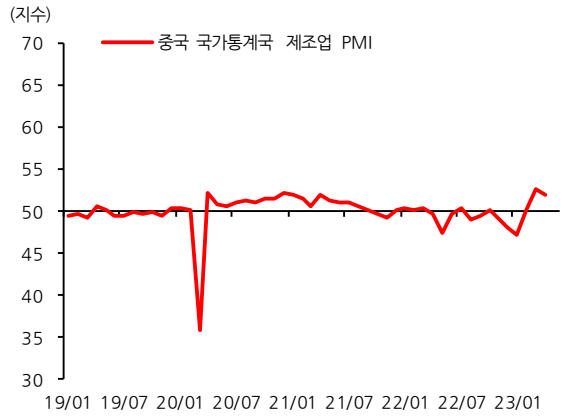
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 미국 ISM 제조업지수



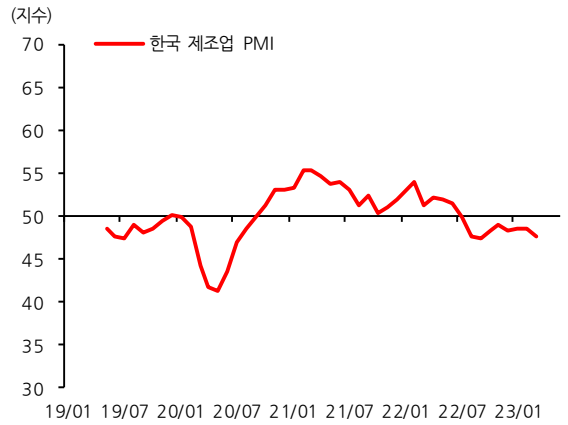
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 중국 제조업 PMI



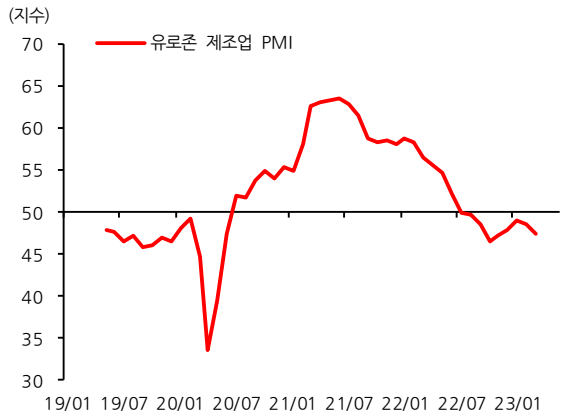
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 한국 제조업 PMI



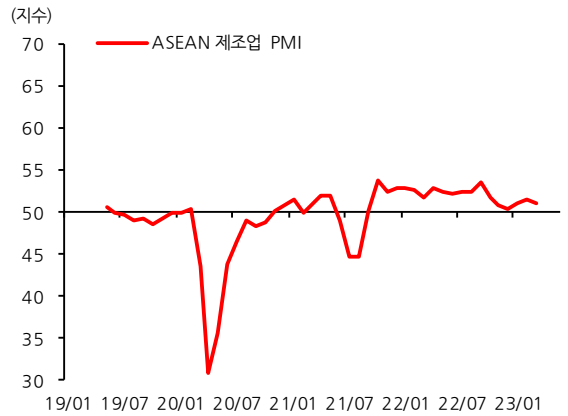
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 유로존 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

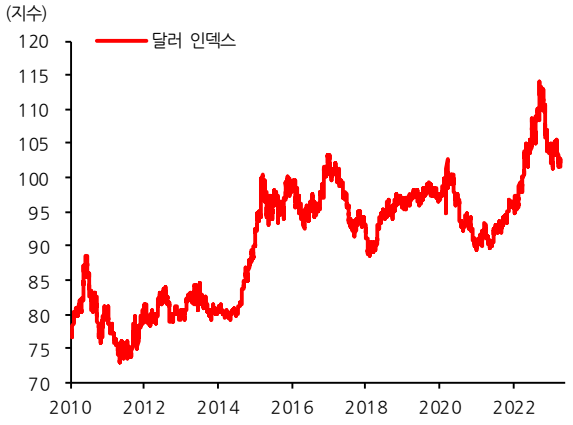
[그림93] ASEAN 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 주요국 환율

[그림94] 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

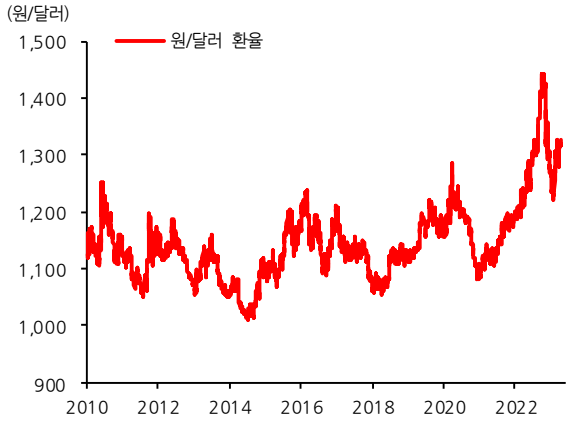
[그림95] 달러/유로 환율

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 엔/달러 환율

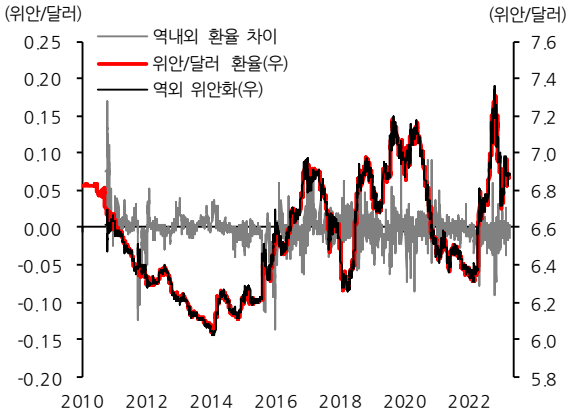
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 위안/달러 환율



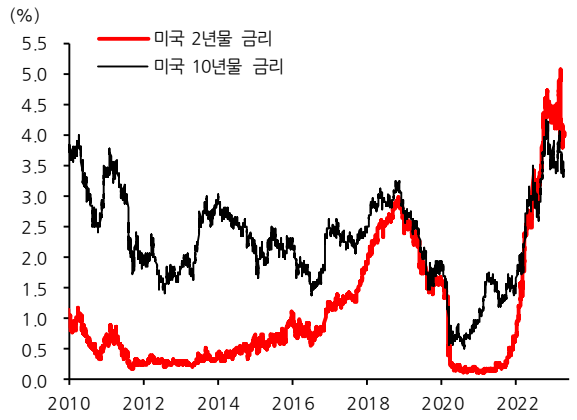
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 루블/달러 환율

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

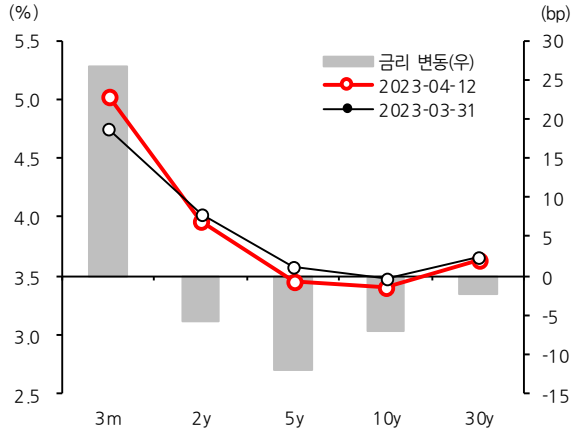
3. 주요국 금리

[그림100] 미 국채 금리 추이



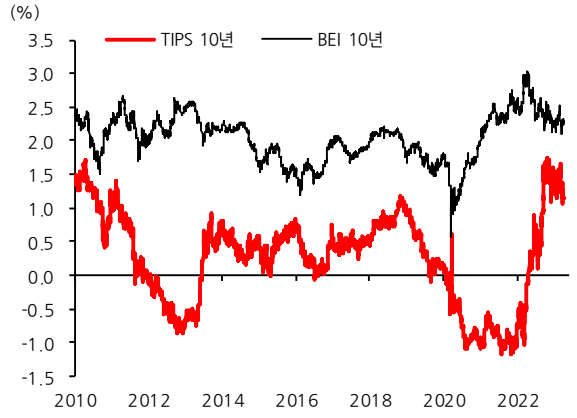
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 미 국채 만기별 금리 변화



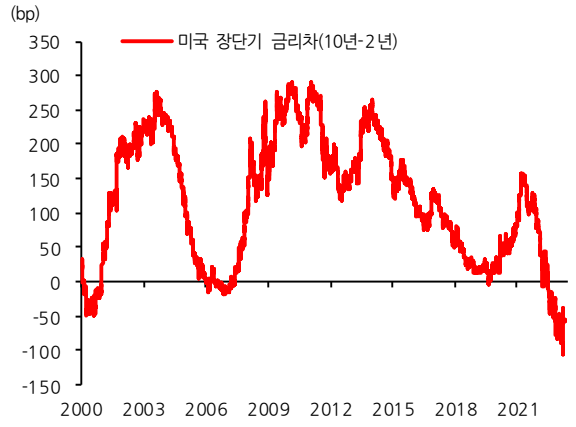
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] TIPS 및 BEI(Breakeven Inflation)



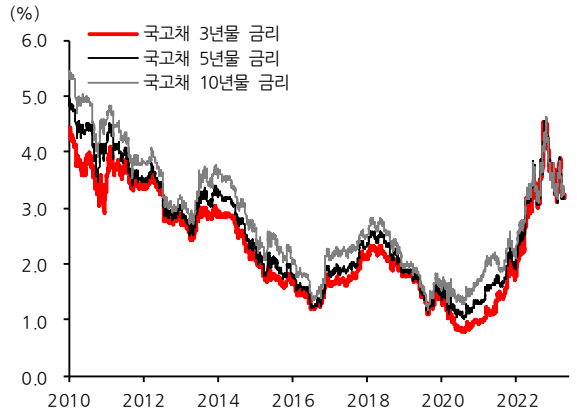
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 미국 장단기금리차



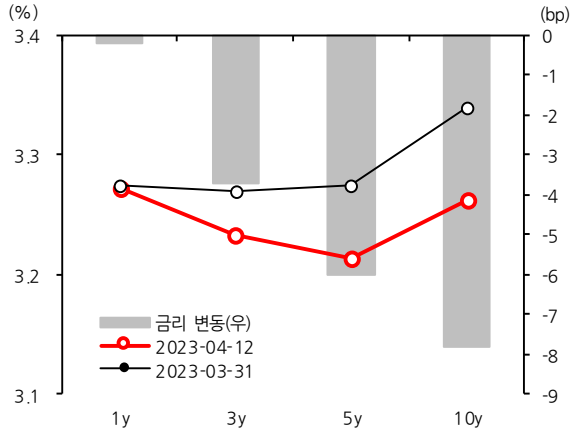
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

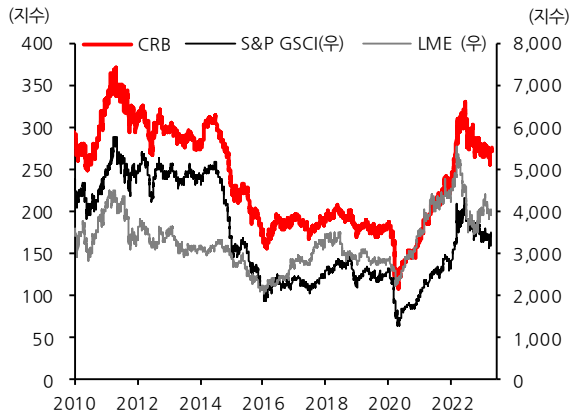
[그림105] 국고채 만기별 금리 변화



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

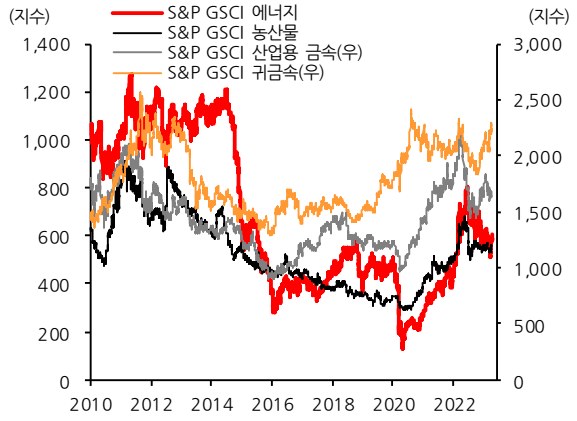
4. 주요 원자재 가격

[그림106] 주요 원자재 지수



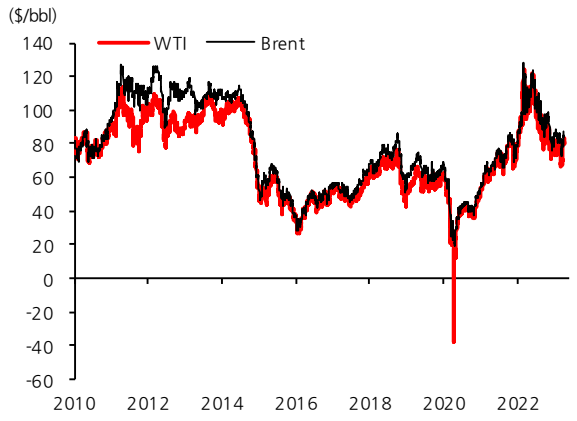
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] S&P GSCI 세부지수



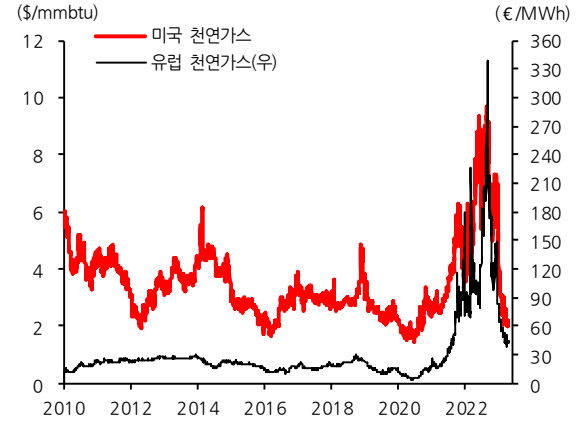
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 국제유가(WTI, Brent)



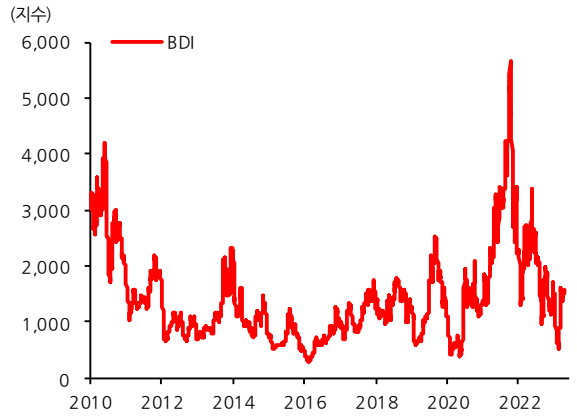
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 천연가스(미국, 유럽)



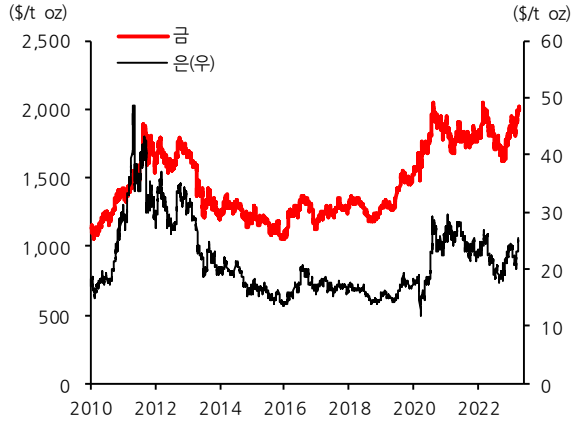
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] Baltic Dry Index



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

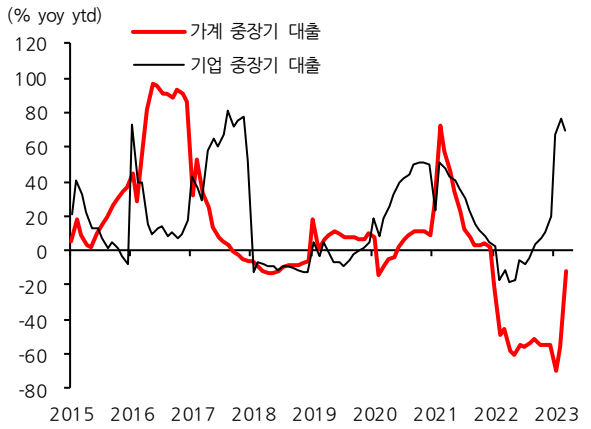
[그림111] 금/은 가격



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

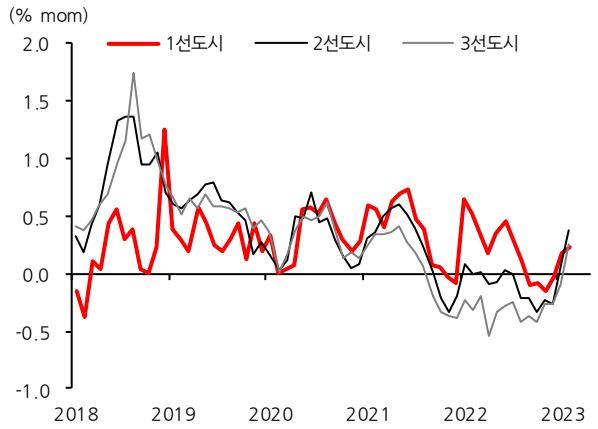
5. 중국 경제활동

[그림112] 가계 및 기업 중장기 대출



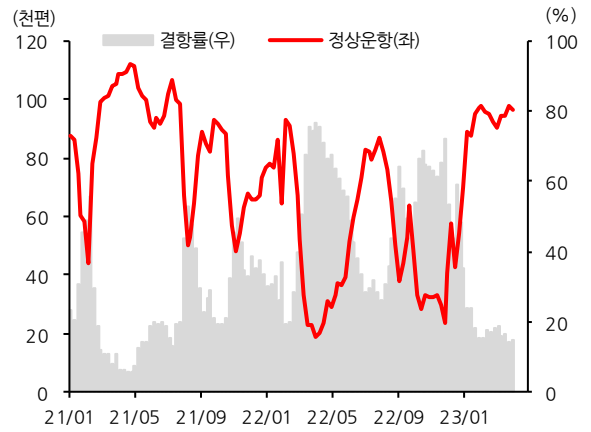
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 신규주택 가격



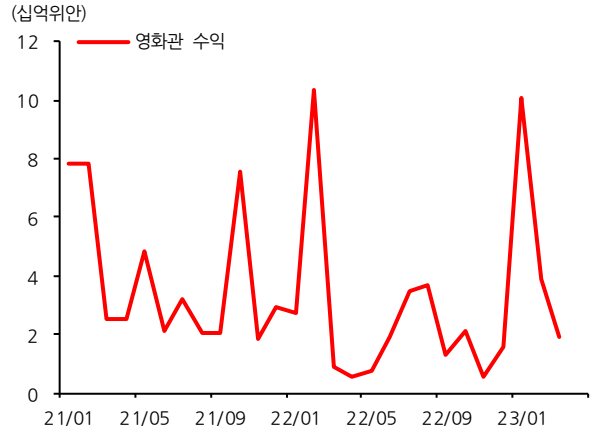
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 항공편 운항 및 결항률



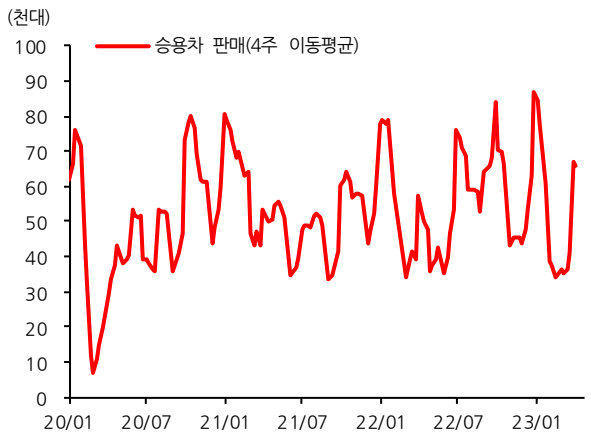
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 박스오피스 수익



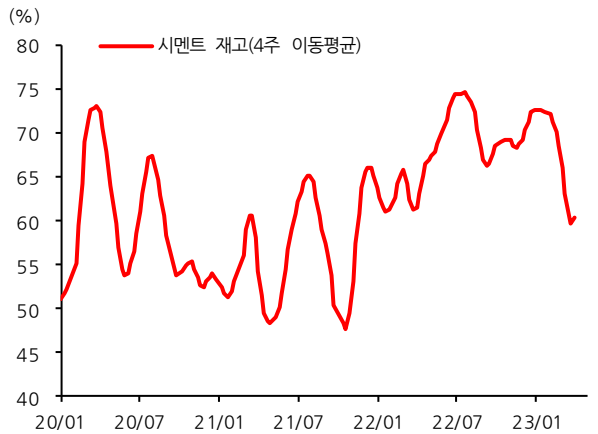
자료: State Administration of Radio and Television, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 일일 승용차 판매



자료: China Passenger Car Association, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 시멘트 저장용량 대비 재고



자료: Digital Cement, China Cement Association, 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, redisseminated 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].