

매크로 포커스 (7/17~24)

박정우 3276-6229
jw.park@truefriend.com

정희성 3276-6170
hs.jeong@truefriend.com

중앙은행의 두 얼굴

중앙은행이 주도하던 유동성 확장의 시대가 저물어가고 있다. 비록 옐런 의장은 점진적인 금리인상을 강조하고 있지만 어디까지나 '립서비스'일 뿐이다. 이미 전 세계 중앙은행은 뉴노멀 시대 유동성 축소를 위해 서서히 몸을 풀고 있다. 이러한 유동성 축소가 가져 올 파장은 가늠하기 힘들다. 과거 일본과 같은 정책 실패를 답습할지 아니면 가장 성공적인 통화정책으로 기록될지 알 수 없다.

다만 확실한 것은 현재 중앙은행들이 내뱉는 '점진적'이라는 단어에 숨어있는 조건이 변화할지 모른다는 사실이다. 즉 물가가 올라가는 순간 중앙은행은 야누스처럼 변하기 마련이다.

70년대 스태그플레이션을 겪으며 중앙은행가들의 심장에 깊이 새겨진 교훈은 '인플레이션은 언제 어디서나 화폐적 현상'이라는 밀튼 프리드먼의 성찰이다. 이 말인즉슨 경기가 회복되고 이제 시중에 돈이 돌기 시작하면 물가 상승은 현실로 다가온다는 뜻이다. 따라서 상반기를 지나는 시점에서 경기회복을 이야기한다는 것은 곧 물가 상승이라는 거대한 흐름이 다가오고 있다는 것을 의미한다.

아직은 경기회복의 초기이기 때문에 중앙은행들이 여유를 부리고 있고 그에 대해 채권시장이 안도하고 있지만 경기가 물가를 자극하는 임계점을 넘는 순간 여유는 사라지게 된다. 매섭게 돌변하는 중앙은행의 금리 채찍은 매우 아플 것으로 보인다.

Weekly Review: 미국 6월 NFIB 중소기업 낙관지수 103.6로 올해 들어 최저치 기록

6월 NFIB 중소기업낙관지수가 지난달 시장 예상치를 하회하는 103.6(예상치 104.4, 이전치 104.5)을 기록하며 지난 해 12월 이후 가장 낮은 수치를 기록했다. 트럼프 대통령 당선 이후 새 정부 경제 정책에 대한 기대감으로 치솟았던 중소기업 낙관지수가 조정기를 거치고 있는 것으로 판단한다. 하지만 12개월 평균으로 보았을 때, 6월 중소기업 낙관지수는 100.9로 2006년 4월 이후 최고 수준을 기록했다. 이는 현재 미국 경기가 정책기대감 소멸로 인한 단기 모멘텀의 소강상태이나 장기적으로는 확장세에 있음을 보여준다.

세부항목별로 살펴보면 경기전망 항목이 전월비 큰 폭으로 하락했다. 미국 내수 경기를 부정적으로 전망하는 중소기업이 늘어나면서 사업확장 전망 항목도 동반 하락한 것으로 보인다. 가격인상 계획 항목 또한 전월비 하락했으며 임금인상 계획 항목은 전월과 동일한 수치를 기록했다.

이에 따라 가격-임금인상 계획 스프레드가 축소돼 기업 수익 마진이 악화될 것으로 전망하는 중소기업의 수가 늘어났을 것으로 판단한다. 수익 마진이 줄어들면 생산을 줄이기 때문에 매출 또한 감소하는 추세를 보인다. 실제 대부분의 중소기업들이 매출 감소를 예상한다고 답변해 기대매출 항목이 전월비 큰 폭으로 하락했다.

하지만 자본지출 계획 항목이 전월 대비 증가한 수치를 기록한 것이 긍정적인 부분으로 해석된다. 향후 미국 경기 회복이 장기적으로 유효하다고 판단해 투자를 늘리겠다고 응답한 중소기업의 수가 늘어났기 때문이다.

<표 1> NFIB 중소기업 낙관지수 세부항목

(단위:pt)

	2017년 6월	2017년 5월	2017년 4월	전월 비 변화
NFIB 중소기업 낙관지수	103.6	104.5	104.5	-0.9
사업 확장 전망	21.0	23.0	24.0	-2.0
경기 전망	33.0	39.0	38.0	-6.0
실제 매출 변화	-10.0	-10.0	-9.0	0.0
기대 매출	17.0	22.0	20.0	-5.0
가격인상 계획	19.0	21.0	18.0	-2.0
임금인상 계획	18.0	18.0	18.0	0.0
고용 계획	15.0	18.0	16.0	-3.0
재고축적 계획	4.0	1.0	3.0	+3.0
자본지출 계획	30.0	28.0	27.0	+2.0
가격-임금 인상 계획	1.0	3.0	0.0	-2.0
기대 신용 상황	-3.0	-4.0	-4.0	+1.0

자료: CEIC, 한국투자증권

Global Economic Data Preview (7/17~24)

이번 주는 2분기 중국 GDP 성장률이 발표된다. 시장 기대치에 부합하는 수준이 나올 것으로 보인다. 최근 공급 쪽 요인으로 부진했던 미국 주택착공건수도 발표된다. 아직 주택 공급이 활발하게 일어나지 않고 있다는 점에서 최근 수요 증가를 못 따라가는 공급쪽 흐름이 여전히 관찰될 것으로 보인다.

<표 2> 주간 주요 경제지표

날짜	이벤트	예상치	이전치
7/17	미국 7월 뉴욕 제조업지수	15.0	19.8
7/17	중국 2Q GDP YoY	6.8%	6.9%
7/17	중국 6월 광공업생산 YoY	6.5%	6.5%
7/17	중국 소매판매 YoY	10.6%	10.7%
7/18	미국 6월 수출입 물가지수 전년비	n/a	1.4%/2.1%
7/18	미국 7월 NAHB 주택시장지수	67	67
7/18	유럽 소비자물가지수 YoY	n/a	1.4%
7/18	유럽 ZEW 서베이 예상 확정치	n/a	37.7
7/19	한국 6월 생산자물가지수 YoY	n/a	3.5%
7/19	미국 6월 주택착공건수 천 건	1,160	1,092
7/19	미국 6월 건축허가 천 건	1,210	1,168
7/19-20	일본 BOJ 금융정책위원회		
7/20	미국 7월 필라델피아 연준 경기전망	20.0	27.6
7/20	유럽 ECB 통화정책회의		

자료: Bloomberg

2분기 중국 GDP(7/17), 생산부분 호조로 경기 연착륙 지속

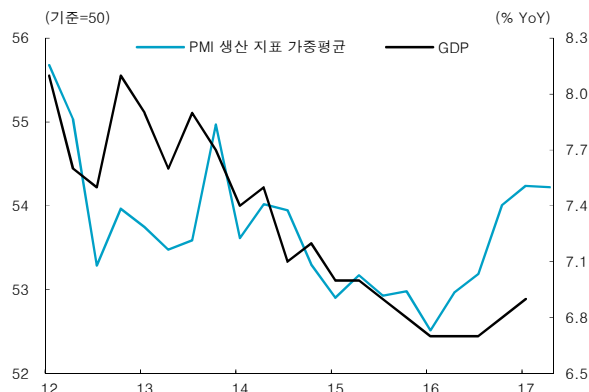
2분기 중국 GDP는 정부 목표치 6.5% YoY를 상회하는 6.8% YoY를 기록할 것으로 전망한다(1분기 6.9% YoY, 시장 예상치 6.8% YoY). 생산부분의 안정적인 성장세가 유지되는 가운데 선진국 경기회복으로 수출 반등이 다소 부진한 내수를 뒷받침 한 것으로 판단되기 때문이다. 다만 인민은행의 금융 긴축기조가 2분기 다소 강하게 나타났고 산업 구조조정과 부동산 제한정책에 따른 투자와 내수 소비 부진으로 1분기 대비 성장률은 소폭 둔화될 전망이다.

중국의 분기 GDP 통계는 생산법을 통해 산출되기 때문에 산업생산은 여전히 중국 GDP를 가늠하는데 있어 중요한 참고지표이다. 특히 중국경제의 근간이 되는 제조업 생산은 중국 GDP와 방향성을 같이한다. 이러한 점에서 제조업 PMI의 세부항목인 생산지수는 중국 GDP를 대변하는 중요한 Proxy 지표이다. 2분기 평균 PMI 생산지표는 53.9로 1분기 대비 0.2p 상승하며 제조업 생산 수요가 개선되고 있음을 보여주고 있다.

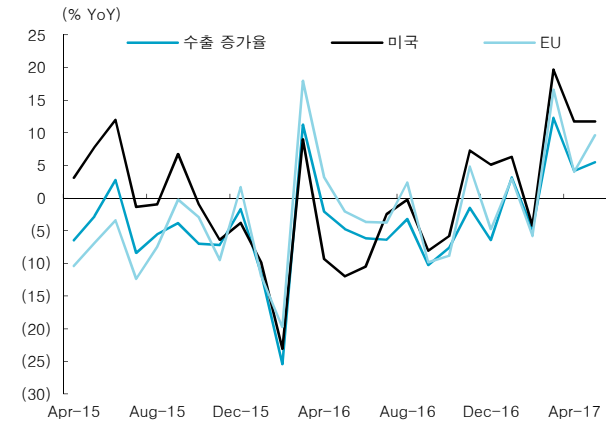
한편 2015년 이후 서비스 생산의 GDP 내 비중이 꾸준히 50%를 상회하면서 제조업과 함께 서비스 부분의 중요성 역시 높아지고 있다. 이를 반영한 제조업과 서비스업의 가중평균 PMI는 1분기 대비 2.4p 상승한 53.2를 기록하며 제조업과 서비스업 부분의 회복세가 유지되고 있는 것으로 판단된다[그림1].

1분기 유가를 비롯한 원자재 가격 상승에 따른 신흥국 경기 회복세가 돋보였던 시기라면 2분기는 유로존의 추세를 상회하는 경기회복이 전체 글로벌 경기를 주도했다. 이에 따라 유로존을 비롯한 선진국 경기회복으로 중국의 EU향 수출은 3월부터 빠르게 반등하기 시작했다. 2분기 위안화 통화 방향 역시 중국 수출 경쟁력에 우호적으로 작용하면서 1분기에 이어 2분기에도 수출 호조가 이어졌다. 따라서 2분기 다소 부진했던 내수 수요가 일정 부분 상쇄되며 2분기 양호한 경기흐름이 유지된 것으로 판단한다.

[그림 1] 중국 GDP 성장률과 PMI 가중평균 추이



[그림 2] 중국 전체 수출 증가율과 미국/유럽 향 수출 증가율 추이



참고: PMI 가중치는 제조업과 서비스업을 중국 GDP 내 2, 3차 산업 비중 결정
 자료: CEIC, 한국투자증권

자료: WIND, 한국투자증권

다만 정부의 강한 부동산 제한정책과 금융 긴축기조를 이어나가며 부동산투자를 비롯한 인프라 투자의 증가율 둔화가 이어지는 등 투자 부분의 반등이 제한적이다. 소비부분 역시 부동산 시장 둔화에 따른 주택관련 소비 하락과 자동차 판매 하락이 이어지며 1분기를 상회하는 성장률을 기록하기는 부족할 것으로 판단된다.

6월 미국 주택착공건수 (7/19), 견조한 수요 기반으로 반등 기대

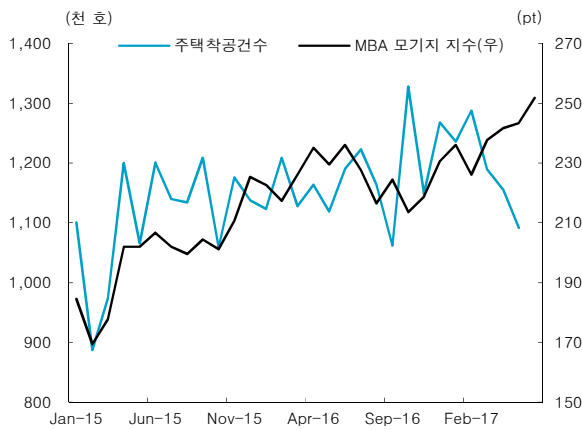
6월 미국 주택착공건수는 최근의 하락세에서 벗어나 소폭 반등에 성공한 115.0만호(전월 109.2만호, 시장 예상치 117.0만호)를 예상한다. 주택에 대한 견조한 수요와 연준의 통화정책 정상화에도 낮은 모기지 금리가 유지되고 있으며, 최근 주택 공급부족이 이어진 것에 따른 공급물량 확대가 기대되기 때문이다. 다만 6월 NAHB 주택시장지수가 소폭 하락하며 주택공급자 심리 회복이 더딘 수준으로 큰 폭의 반등은 제한적일 전망이다.

먼저 3월과 4월 다소 부진했던 신규주택판매가 5월들어 반등에 성공하며 수요부분의 불확실성이 일정부분 해소된 것으로 판단된다. 특히 수요를 반영하는 모기지 신청지수 상승과 달리 공급물량을 반영하는 주택착공건수의 부진은 공급부족으로 이어지며 주택가격 상승을 이끈 요인으로 꼽히고 있다[그림3]. 연준의 통화정책 정상화에 따른 불확실성 역시 공급확대를 억제하는 요인이 되어왔다. 그러나 연준의 통화정책 정상화 기조가 가팔라지고 있음에도 최근 모기지 금리 하락세가 이어지며 주택 수요의 견조한 흐름이 지속되고 있다.

완전고용에 근접한 미국의 고용환경 역시 수요를 자극하고 있어 주택 공급 확대 가능성이 높아지고 있는 상황이다. 특히 높은 주택 수요를 보이는 25~44세 연령대의 신규고용이 6월 큰 폭 반등에 성공했다. 미국 가계의 가처분소득 대비 가계 부채비율도 금융위기 전 132.9% 수준에서 최근 103.8%까지 하락하며 가계 디레버리징이 마무리된 것을 확인할 수 있다. 가계 모지기 대출 확대 여력이 확보되면서 견조한 수요를 기반으로 주택착공건수의 반등이 기대된다.

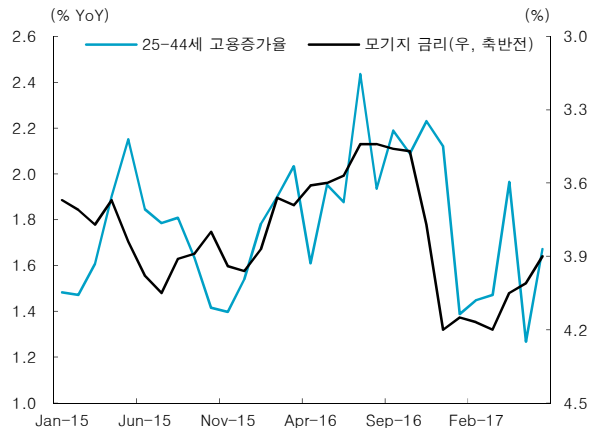
한편 주택 공급자 심리를 반영한 NAHB 주택시장지수가 6월 들어 전월비 2pt 하락한 67pt를 기록했다. 지수를 구성하는 세부항목인 판매현황, 향후 6개월간 예상판매 및 잠재 주택구매자 지수 모두 전월비 하락하며 다소 둔화된 주택 시장을 반영하고 있다. 따라서 주택에 대한 높은 수요에도 공급자 심리 개선이 다소 더딘 상황이기 때문에 주택착공건수는 전월비 소폭 반등한 수준에 머물 전망이다.

[그림 3] 미국 주택착공건수와 MBA 모지기 신청지수 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 25-44세 고용증가율과 모지기 금리 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.