LEADING

Leading Economic Paper 18.05.23

18년 하반기 경제 및 금융시장 전망

"경기사이클 논쟁과 통화정책 차별화"

리딩투자증권 Economist 박 상 현

02) 2009 7355

shpark@leading.co.kr

2 Summary

7 Chapter1. 거세지는 글로벌 경기의 late-cycle 논쟁

26 Chapter2. 미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크

1. 유가 리스크 : 독인가 약인가 ?
2. 무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)
3. 통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까
4. 달러화 리스크 : 달러화 강세 고착화되나

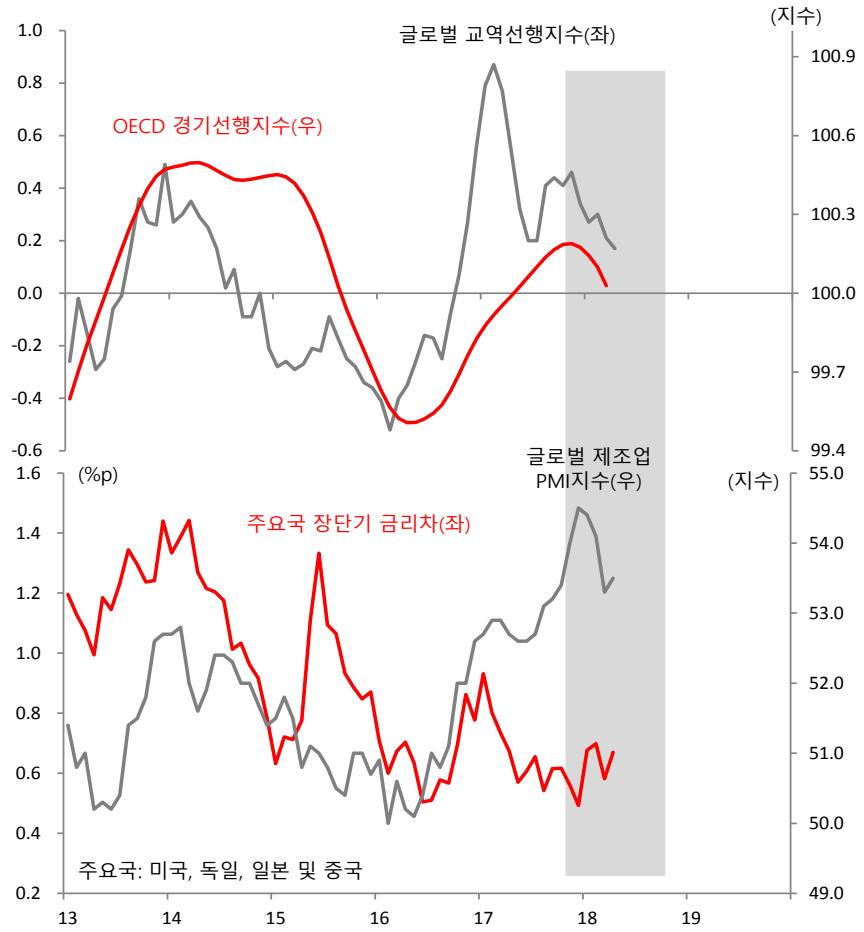
51 Chapter3. 국내 경제 : 경기둔화 일시적일까

59 Chapter4. 금융시장 전망

글로벌 경기, late-cycle 진입보다 확장국면 연장선

- 미 연준의 금리인상 사이클 지속으로 글로벌 경기의 장기 확장세가 마무리는 되는 소위 글로벌 경기사이클의 late-cycle(경기확장 국면 막바지 국면) 논란이 가열되고 있음. 특히 하반기 글로벌 경기사이클이 둔화되지 않을까 우려가 높아지고 있음
- 결론적으로 당사는 글로벌 경기가 아직 late-cycle에 진입하지 않았다는 판단임. 현재는 확장국면상에서 일시적 조정으로 하반기에도 경기 확장세가 지속될 것으로 전망함
- 글로벌 경기 확장국면이 하반기에도 지속될 것으로 예상하는 이유는 주요국 경기의 선행지표라 할 수 있는 건설경기가 양호하고 4차 산업혁명을 중심으로 한 투자사이클 호조 지속과 이에 따른 글로벌 교역 사이클의 정상화를 들 수 있음
- 우려가 되고 있는 이머징 경기 역시 미국 등 선진국 경기 확장에 따른 낙수효과(Spill over)와 함께 유가 등 원자재 가격 상승세에 힘입어 하반기에도 회복세를 이어갈 것으로 전망함

<요약 그림1> 글로벌 경기사이클의 둔화 압력이 가시화되면서 late-cycle 논란이 확산되고 있음

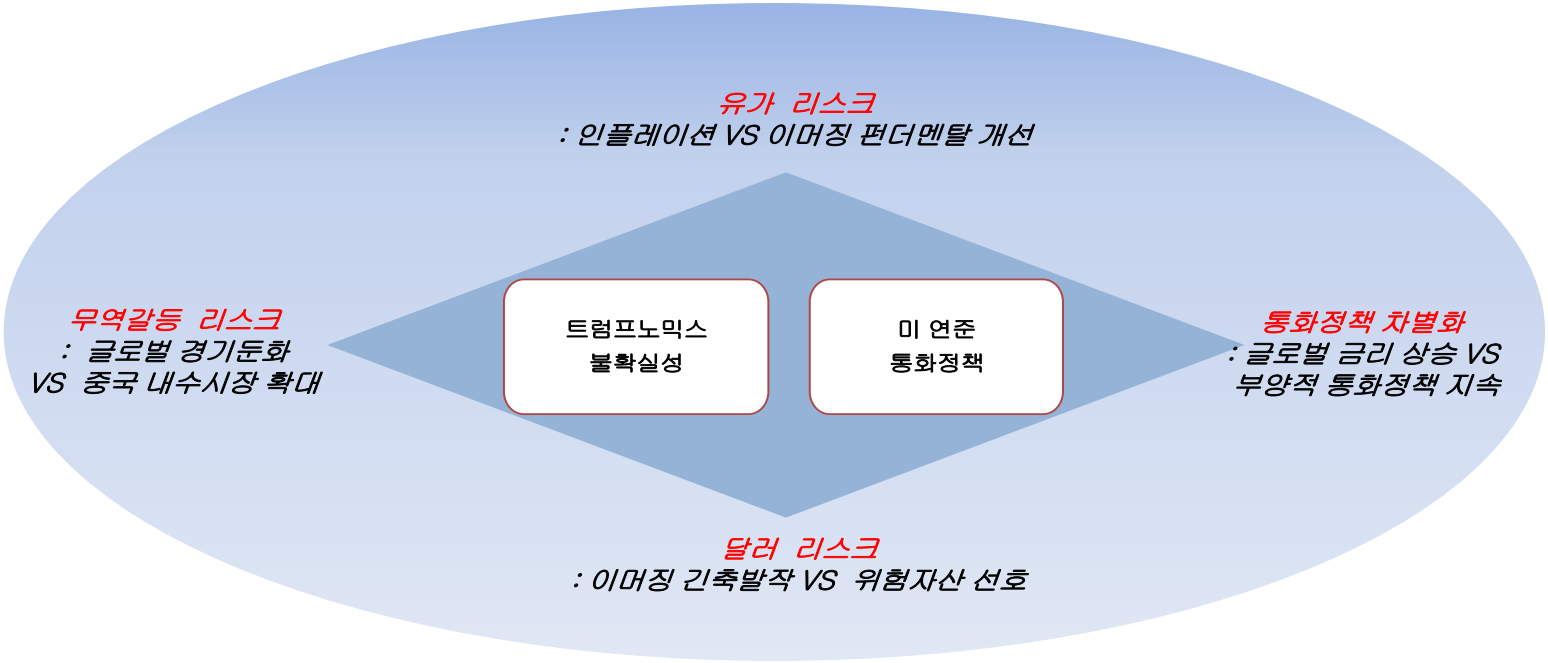


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

통화정책 차별화와 트럼프노믹스발 불확실성 리스크 영향은 ?

- 미 연준의 금리인상에 따른 미국과 Non-US간 통화정책 차별화 현상 확대와 트럼프노믹스 관련 불확실성이 하반기 글로벌 경기와 금융시장의 주요 리스크임. 구체적으로 이란발 유가 리스크, 무역갈등 리스크, 미국 금리 상승세 및 이에 따른 달러화 강세로 인한 이머징 불안(= 글로벌 자금의 탈위험자산) 현상임
- 통화정책 차별화 현상과 트럼프노믹스 불확실성 조합이 자칫 하반기 글로벌 경기와 금융시장에 커다란 위험으로 작용할 공산을 배제할 수 없지만 역으로 무역갈등 해소와 유가 상승이 글로벌 경기에 우호적으로 작용할 가능성도 높음. 또한 통화정책 차별화에 따른 이머징 금융불안은 일부 취약국의 문제로 제한될 수 있음. 이와 관련하여 중요한 변수가 달러이지만 하반기 달러화는 추세적 강세 기조가 이어지기 보다는 박스권내 등락 혹은 약세 전환할 것으로 예상됨

<요약 그림2> 하반기 글로벌 경기와 금융시장을 위협하는 리스크

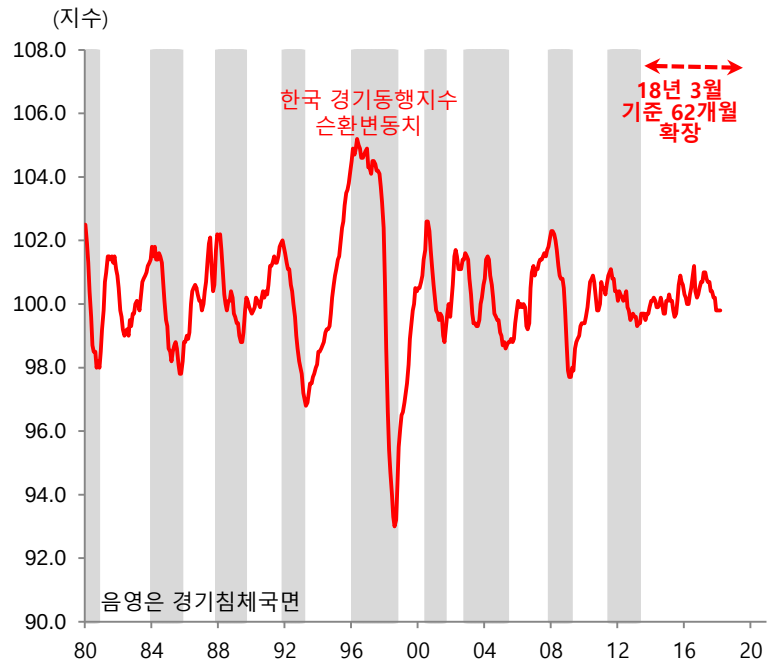


자료: 리딩투자증권 리서치

국내도 경기사이클 논쟁이 가열되고 있지만 완만한 확장기조가 유지될 전망

- 국내 각종 경제지표들이 동반 급락하는 절벽 현상이 가시화되면서 국내도 경기사이클 논쟁이 격화되고 있음
- 특히 국내 경기사이클이 62개월간 사상 최장의 확장국면을 지속하면서 경기사이클이 둔화내지 침체국면에 진입할 수 있다는 우려가 높아지고 있음
- 그러나 경제지표의 절벽 현상은 일시적 현상이라고 판단하며 하반기에도 완만한 확장 사이클 유지를 예상함. 18년 국내 GDP 성장률은 3.1%를 전망함
- 수출경기 호조 지속, 조정사이클을 보이고 있는 IT 업황 사이클의 개선, 사드 규제 완화에 따른 중국 효과 및 추경 등이 하반기 국내 경기사이클을 지지할 것으로 예상함. 여기에 북미 정상회담 결과에 따라서는 지정학적 리스크 완화 프리미엄도 하반기 국내 경기에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망함
- 한은 통화정책과 관련하여 한미 정책금리 역전 폭 확대로 하반기 한차례의 정책금리 인상을 전망함. 정책금리 인상 시기는 3분기보다는 4분기초로 예상함

<요약 금리3> 국내 경기사이클 논란이 확산되고 있지만 하반기에도 완만한 확장국면이 지속될 것으로 예상함

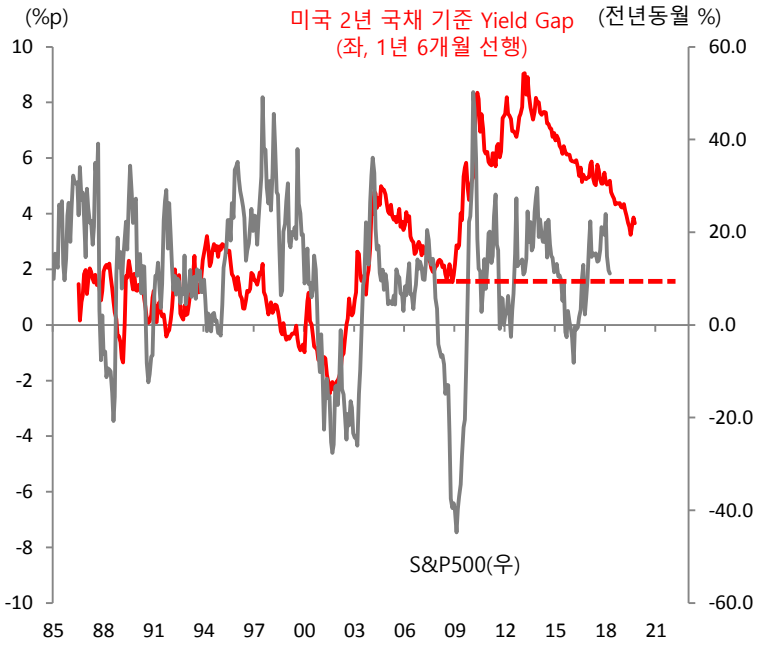


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

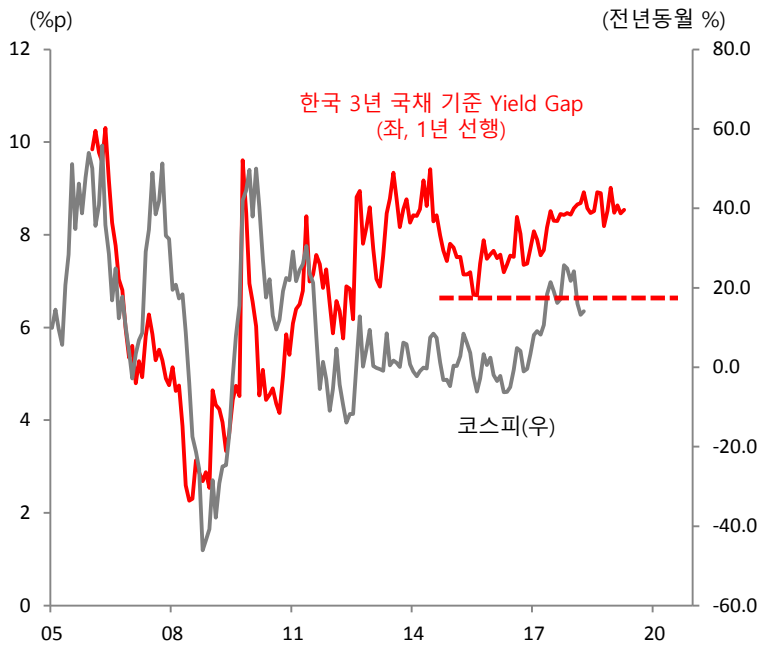
금리 상승에도 불구하고 주가는 상승흐름을 유지할 것으로 전망함

- 미국 정책금리 인상 및 점진적 물가압력 확대 그리고 ECB 양적완화 종료 등으로 금리 상승세가 하반기에도 이어질 것으로 전망함. 다만, 물가상승세가 과거와 달리 점진적이고 미국 명목 성장률도 4%내외 수준을 유지할 공산이 높아 연말 미국 10년물 국채금리 수준은 3.2~3.3% 수준으로 예상함
- 주가의 경우 일부 과열 우려에도 불구하고 yield gap이 과거 평균치를 상회하고 있고 경기 역시 견조하다는 측면에서 하반기에는 완만한 상승기조를 예상함. 국내의 경우 북한 지정학적 리스크 해소 여부가 하반기 주가 흐름에 중요한 변수로 작용할 것임
- 하반기 달러화의 제한적 약세기조를 예상하고 있어 원/달러 환율도 상승보다 하락쪽에 무게 중심을 둘 것임. 하반기 원/달러 환율 밴드는 1,030~1,100원 수준으로 예상함

<요약 금리4> 미국 yield gap과 주가



<요약 그림5> 한국 yield gap과 주가



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

2 Summary

7 Chapter1. 거세지는 글로벌 경기의 late-cycle 논쟁

26 Chapter2. 미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크

1. 유가 리스크 : 독인가 약인가 ?
2. 무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)
3. 통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까
4. 달러화 리스크 : 달러화 강세 고착화되나

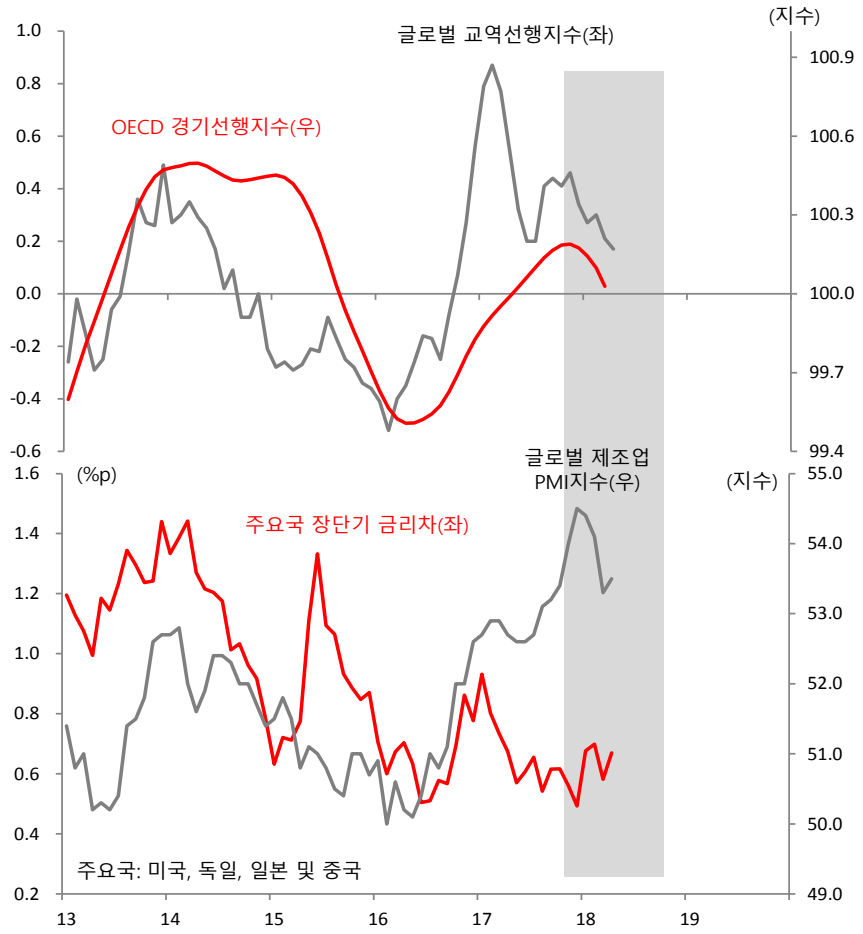
51 Chapter3. 국내 경제 : 경기둔화 일시적일까

59 Chapter4. 금융시장 전망

가열되는 경기 논쟁
: 글로벌 경기, late-cycle 진입 우려 확대

- 하반기 글로벌 경기가 late-cycle(경기확장 국면의 막바지 국면) 진입할 것이라는 주장이 힘을 얻어가면서 경기사이클이 논쟁이 확산되고 있는 중임
- OECD 경기선행지수, 글로벌 교역 선행지수 및 장단기 금리 스프레드 그리고 미국을 제외한 주요국 제조업 경기 둔화 시그널이 Late-cycle 진입 가능성을 높여주고 있음
- 미 연준의 금리인상 사이클 지속에 따른 시중금리 상승. ECB의 양적완화 중단 가능성 등으로 인한 자산가격 조정 리스크도 경기둔화 리스크를 높여주는 정책요인임

<그림1> 글로벌 경기사이클의 둔화 압력이 가시화되면서 late-cycle 논란이 확산되고 있음



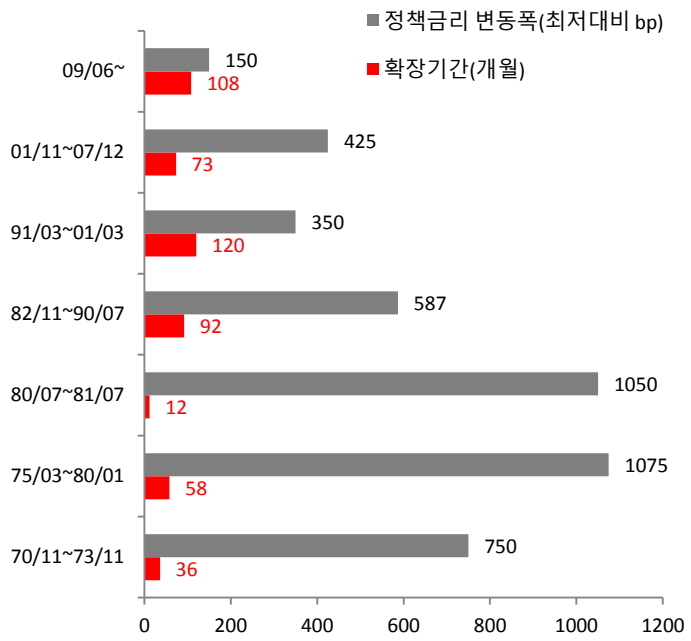
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미국 경기사이클, 하반기 late-cycle 진입 가능성은 낮아

– 미국 경기확장국면이 18년 5월 기준으로 108개월 지속되면서 역사상 2번째로 긴 확장국면이 이어지고 있음. 참고로 역대 최장 경기확장국면은 91년 3월~01년 3월까지의 120개월임

– 장기 경기 확장국면 지속과 미 연준의 금리인상 사이클에도 불구하고 하반기 미국 경기가 late-cycle 에 진입할 가능성은 낮다는 판단임. 무엇보다 미국 경기선행지수는 하반기 미국 경기 확장세가 지속될 것임을 시사하고 있음

<그림2> 미 연준의 정책금리 인상폭과 경기확장 기간



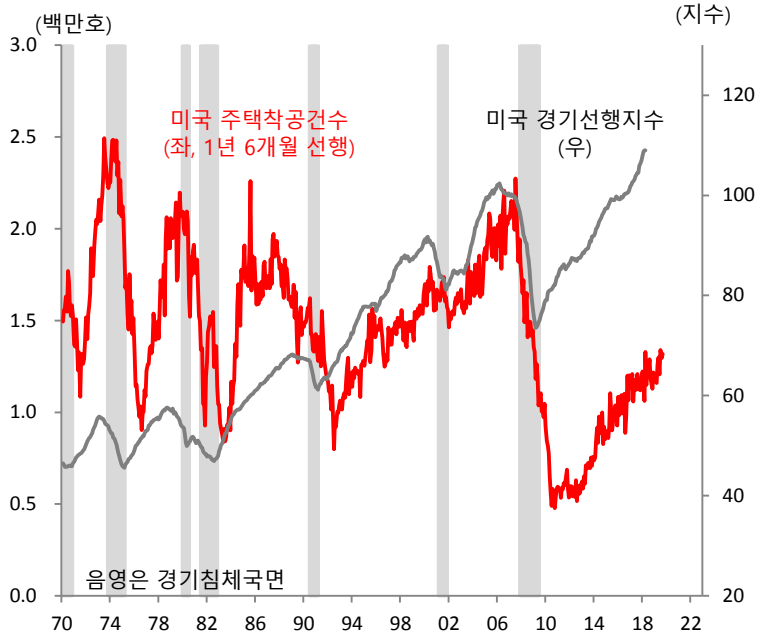
<그림3> 미국 경기선행지수는 하반기 미국 경기사이클의 확장국면이 지속될 것임을 예고

자료: Bloomberg, NBER, 리딩투자증권 리서치

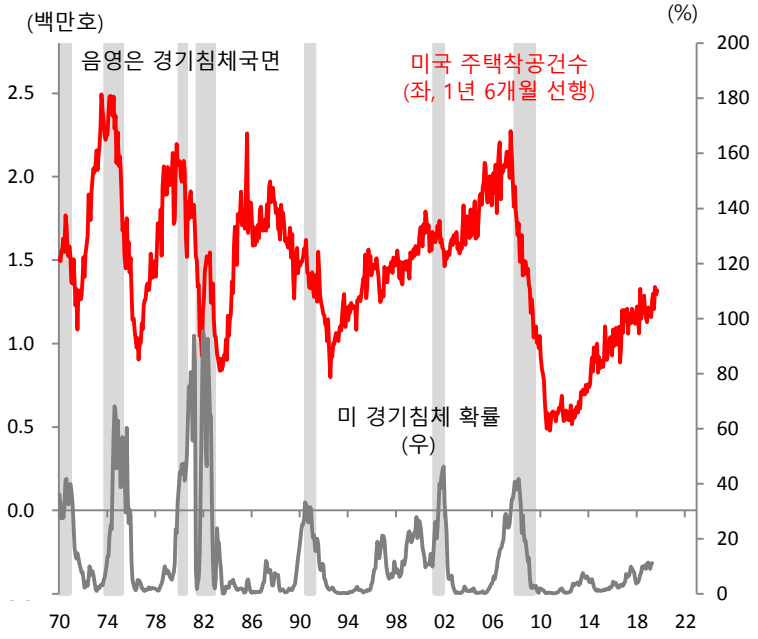
미 경기의 late-cycle 진입 가능성을 낮게 보는 이유 : 주택경기

- 미국 경기사이클의 선행지표 역할을 하는 주택경기는 19년까지 경기확장국면이 이어질 수 있음을 시사해주고 있음. 미국 경기 선행지수를 약 1년 6개월 선행하는 주택착공건수 증가세가 지속되고 있음
- 미국 경기침체 확률 역시 최근 소폭 상승했지만 이전 침체국면 진입 당시에 비해 낮은 수준을 유지하고 있음
- 물론 미 연준의 금리인상 지속에 따른 모기지금리 상승이 주택경기 둔화압력 작용하겠지만 하반기에 이를 우려할 국면은 아님

<그림4> 미국 주택경기 사이클 역시 미국 경기의 추가 확장 가능성을 뒷받침



<그림5> 주택경기 사이클과 미국 경기침체 확률은 높은 상관관계를 보여주고 있음

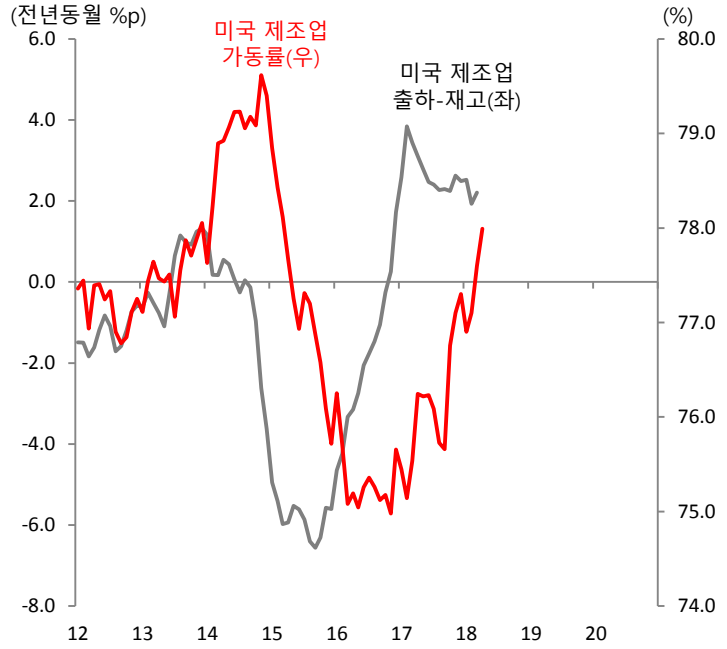


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

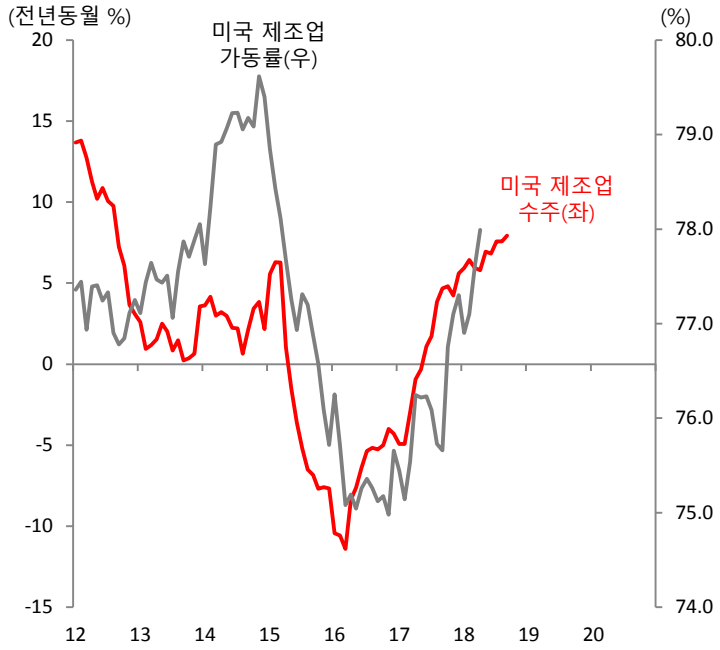
미 경기의 late-cycle 진입 가능성을 낮게 보는 이유 : 견조한 제조업 경기

- 미국 제조업 사이클이 둔화, 즉 출하-재고 사이클이 조정을 보이고 있지만 우려할 단계는 아님. 제조업 가동률 상승 추세가 지속되고 있는 가운데 제조업 경기의 선행지표인 제조업 수주증가율이 강한 상승을 보여주고 있기 때문임
- 4차 산업혁명 투자사이클의 지속 가능성과 더불어 2분기부터 가시화될 것으로 예상되는 감세효과는 미국 제조업 경기가 조정 이후 재차 상승할 가능성을 높여주고 있음

<그림6> 미국 제조업 사이클이 조정을 보이고 있지만 가동률 상승세를 감안할 때 일시적 조정에 그칠 것으로 예상



<그림7> 감세 효과 등으로 인한 미국 기업의 투자 호조가 미국 수주 및 가동률의 추가 상승으로 이어질 것임

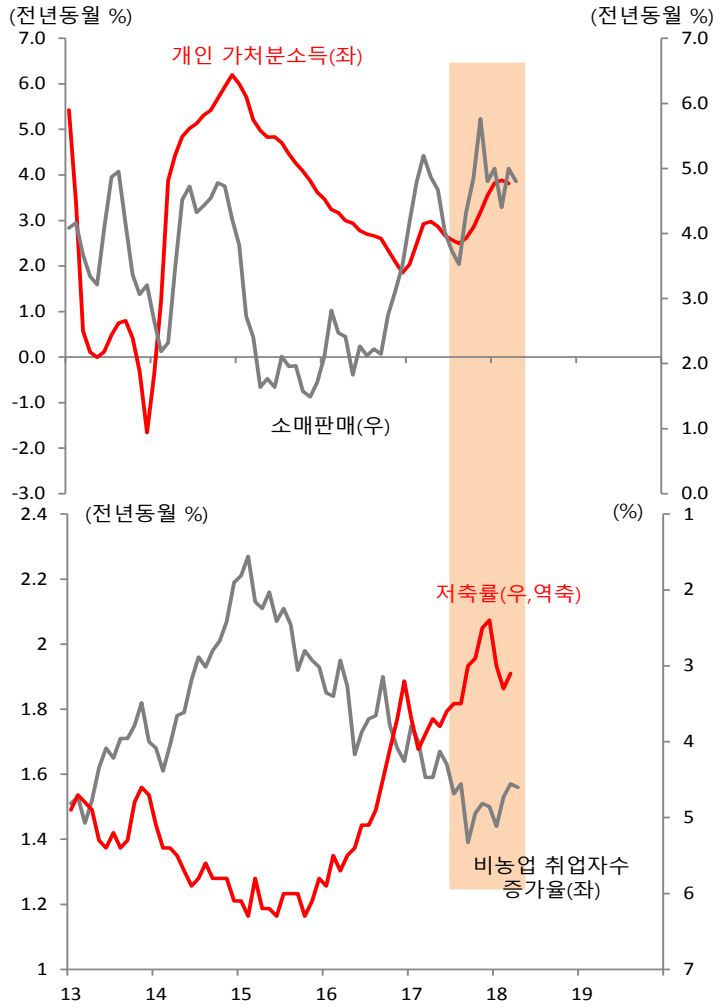


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미 경기의 late-cycle 진입 가능성을 낮게 보는 이유 : 추가 모멘텀이 예상되는 소비사이클

- 하반기 미국 소비사이클의 추가 모멘텀도 기대됨
- 고용시장의 강한 개선 추세가 이어지고 있고 감세 효과로 인한 가계의 가처분소득 확대가 소비사이클을 추가로 견인할 것임
- 미국 가계 저축률 하락도 미국 소비사이클의 양호한 흐름을 대변해주는 또 다른 시그널임
- 요약하면 하반기 미국 경기사이클이 급격히 둔화될 리스크는 낮다는 판단이며 최소한 하반기 미국 경기는 현재의 확장기조를 유지할 것으로 예상

<그림8> 미국 가계의 소비여건 양호

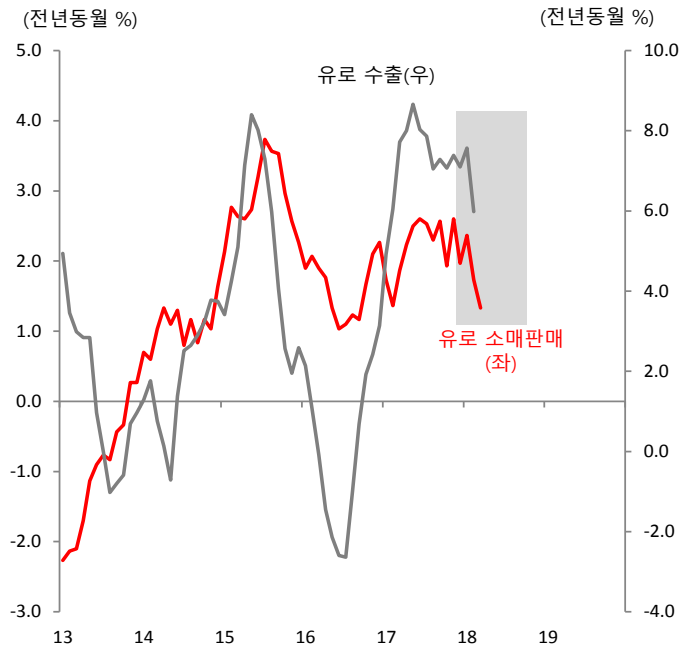


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

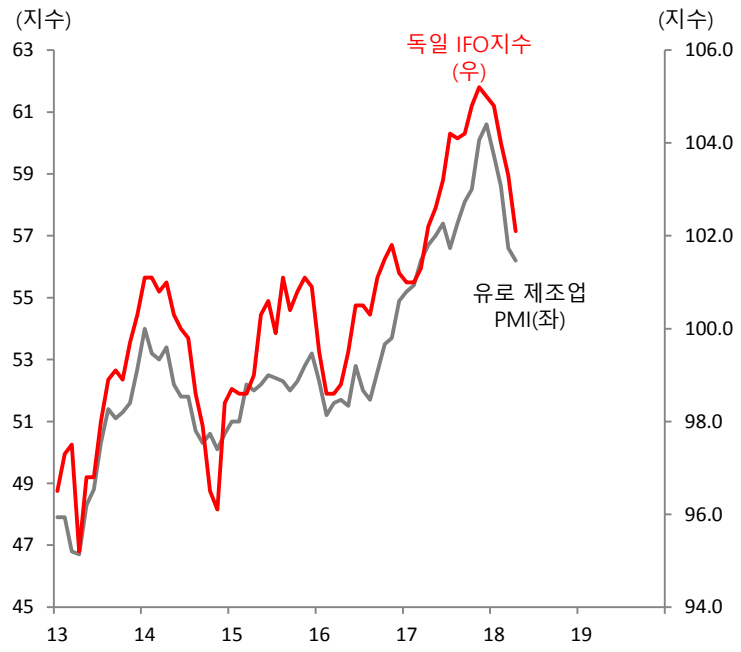
유로 경기에 대한 과도한 우려 경계

- 미국 경기보다 Non-US 경기. 특히 유로존 경기가 글로벌 경기의 late-cycle 진입 논란의 중심에 있음
- 지난해말을 기점으로 유로존 경기 모멘텀이 급격히 약화된 것은 사실이며 아직 지표상으로 유로존 경기가 반등하고 있음이 확인되지 않고 있음
- 그러나 당사는 유로존 경기가 추세적 둔화 국면보다는 일시적 조정, 소위 소프트패치(Soft patch) 국면에 진입한 것으로 판단함

<그림9> 지난해말부터 급격히 둔화된 유로존 수출과 소매판매



<그림10> 유로존 경제심리지수 역시 연초 들면서 급락하는 모습

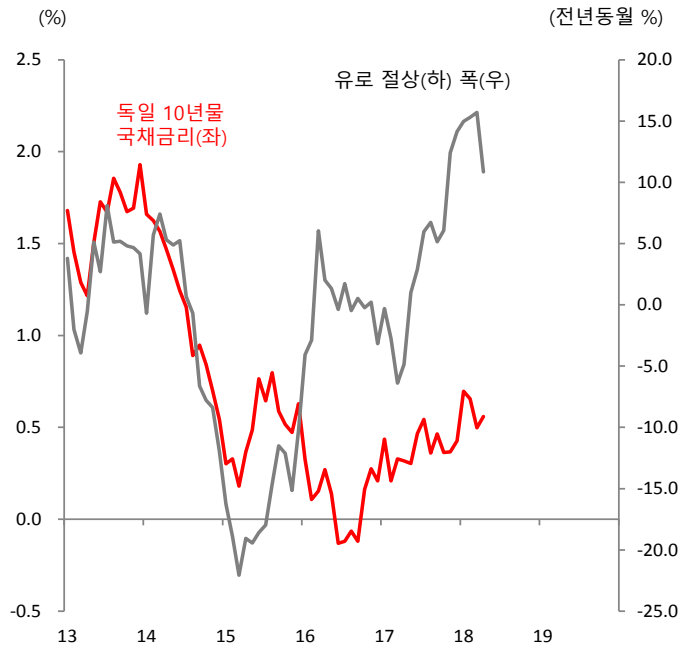


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

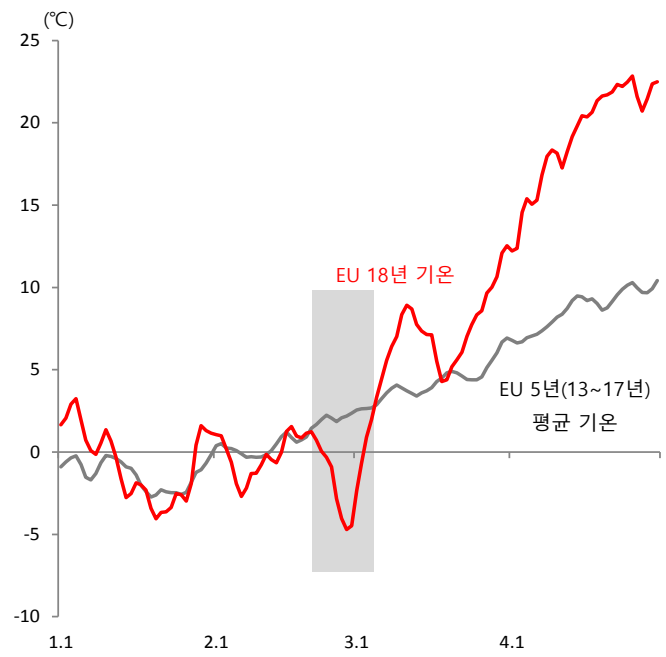
유로 경기, 추세적 하강보다 일시적 둔화이다

- 유로 경기사이클의 모멘텀 약화 요인은 지난해 하반기 유로화의 급격한 강세와 연초 이상 한파의 후유증으로 판단됨
- 유로화 강세가 제조업 및 수출 경기 둔화 압력으로 작용했고 이상 한파는 건설경기와 소비경기에 부정적 영향을 미치면서 유로 경기지표의 동시적 부진을 촉발함

<그림11> 유로화 강세와 금리상승이 유로존 경기에 부담을 줌



<그림12> EU 기온 추이 : 이상 한파 역시 유로존 경기가 연초 부진했던 원인중에 하나

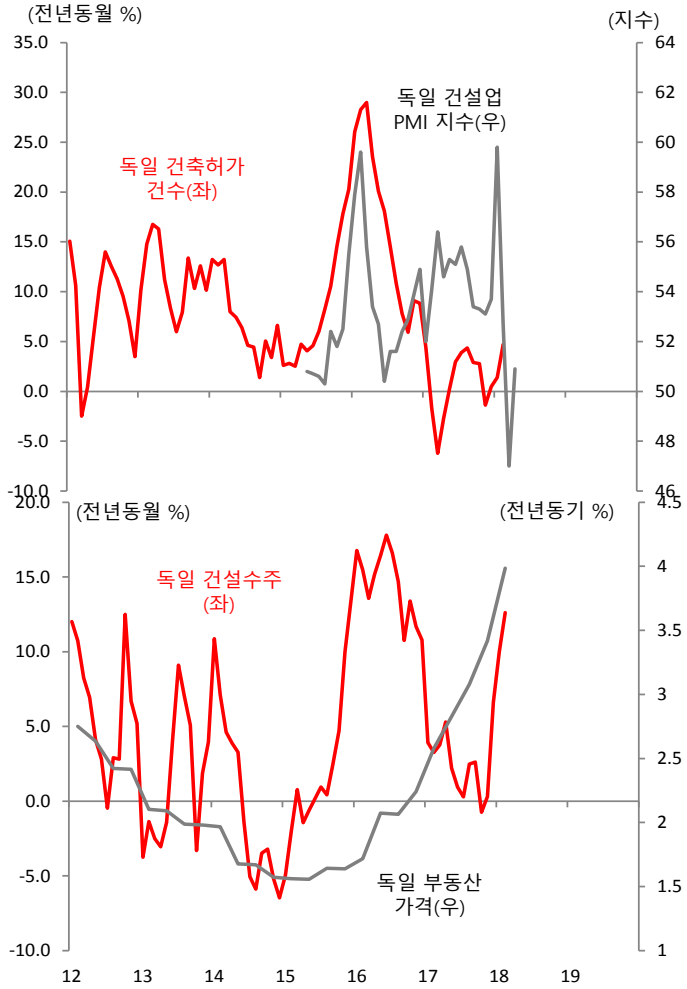


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

건설경기, 유로존 경기사이클의 건재함을 지지

- 유로존 경기 둔화가 일시적 현상임을 뒷받침해주고 있는 지표는 건설경기 지표임
- 이상 한파 영향으로 독일 등 유로존 건설경기가 주춤했지만 건설 경기 선행지표는 향후 건설경기의 반등을 예고하고 있음
- 견조한 건설경기 사이클은 유로 경기가 여전히 확장세를 유지하고 있음을 시사함

<그림13> 이상 한파로 건설경기가 일시적으로 부진했지만 아직 유로존 건설경기는 양호한 상황임

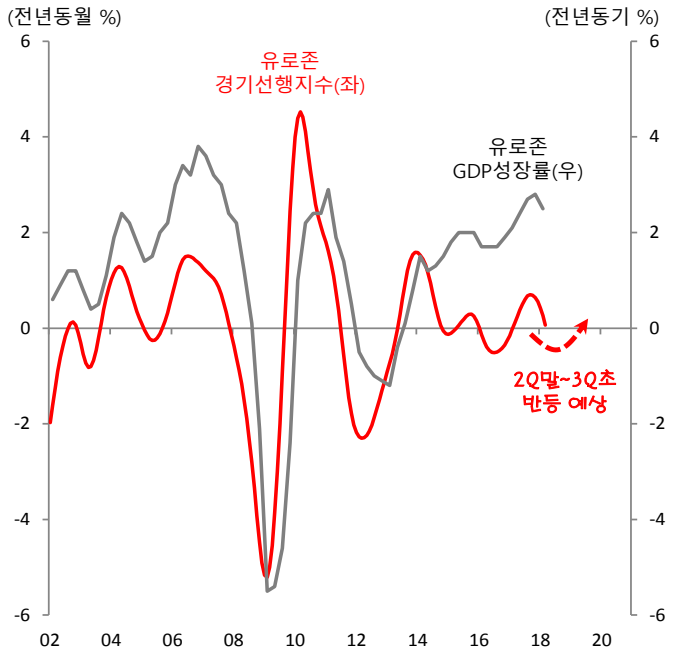


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

유로 경기, 2분기를 저점으로 완만한 반등을 예상(1)

- 유로 경기선행지수가 둔화되고 있지만 2분기를 저점으로 완만한 반등세가 나타날 것으로 기대
- 무엇보다 유로화 강세 부담이 완화되었고 이는 시차를 두고 유로 제조업과 수출경기의 모멘텀을 강화시키는 요인으로 작용할 공산이 높음

<그림14> 유로존 경기 둔화는 일시적 조정으로 판단됨



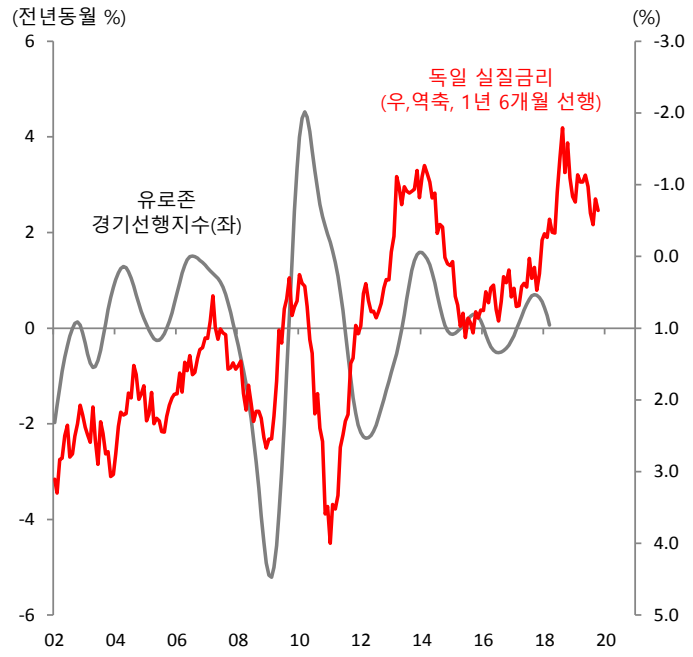
<그림15> 유로화 강세 흐름이 주춤해지면서 제조업 경기가 재차 반등할 가능성이 높음

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

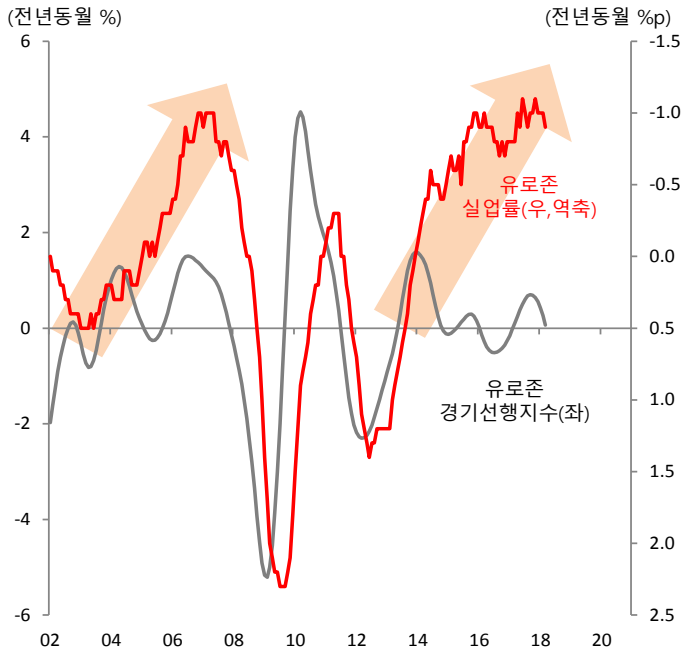
유로 경기, 2분기를 저점으로 완만한 반등을 예상(2)

- ECB의 양적완화 종료 우려가 잠재해 있지만 유로존내 실질금리(10년 국채금리-소비자물가 상승률)는 여전히 마이너스 실질금리 수준을 유지하면서 경기에 긍정적 영향을 주고 있음
- 특히 과거 경기의 변곡점에서는 고용시장의 급격한 위축이 있었지만 현재는 고용시장의 개선 추세가 지속되고 있음. 이전 경기 변곡점과는 다른 양상임

<그림16> 미 연준과 더불어 ECB의 긴축 전환이 예고되고 있지만 실질금리 수준은 여전히 우호적 수준



<그림17> 유로존 고용시장 개선 역시 유로존 경기사이클의 추가 둔화를 방어할 것임

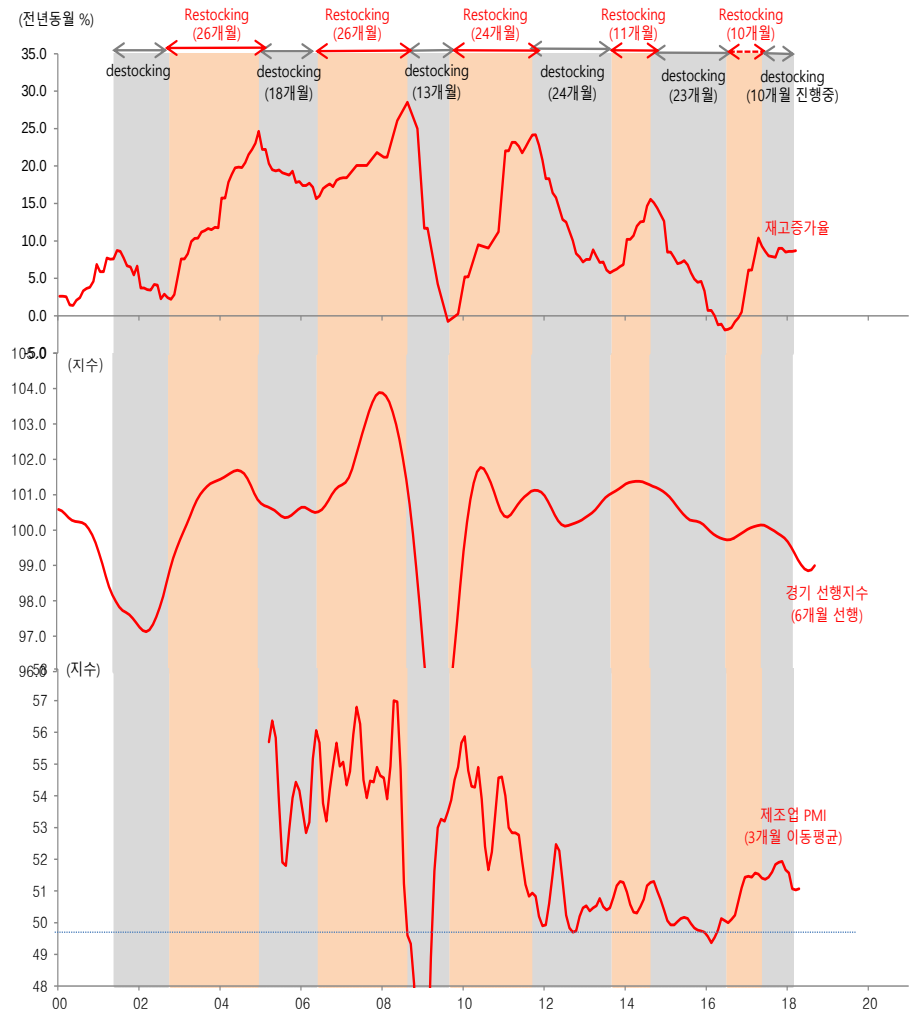


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

중국 경기, 상하방 리스크가 모두 낮다

- 중국 경기사이클은 무난한 흐름을 유지, 즉 경기둔화 리스크는 물론 경기 상승 모멘텀도 모두 뚜렷하지 않은 상황임
- 그나마 중국 경기사이클이 미약하지만 제조업 경기를 중심으로 미약한 반등 모멘텀이 나타나고 있음
- 중국 내부적으로 구조조정 지속에 따른 투자사이클의 둔화 흐름이 지속되고 있지만 글로벌 경기 호조에 힘입은 수출과 소비사이클의 호조가 중국 경기사이클를 지지중임
- 물론 미중 무역갈등 확산이라는 잠재적 리스크가 있지만 중국 정부가 추진중인 4차 산업혁명을 중심으로 한 신산업 육성 등에 힘입어 중국 경기는 현 사이클, 즉 완만한 회복 흐름을 유지할 공산이 높음

<그림18> 중국 경기의 상하방 리스크가 약화된 가운데 완만한 확장국면으로 진입할 것으로 예상

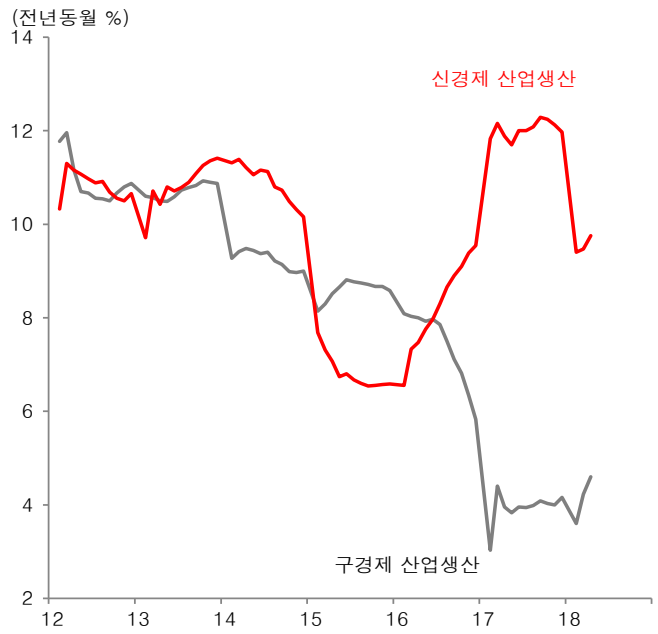


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

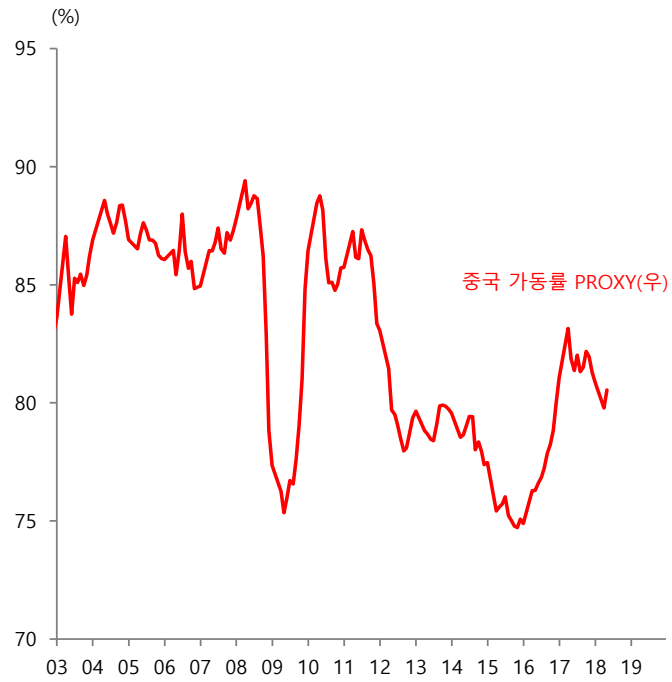
중국 경기에 지나친 우려 경계

- 수출경기와 더불어 신산업을 중심으로 한 제조업 경기가 당분간 중국 경기를 지지할 공산이 높음. 지난해 하반기들면서 생산 모멘텀이 둔화되던 신경제 부문의 산업생산 둔화 추세는 일단락됨
- 또한 중국 제조업 경기를 대변하는 생산자물가와 가동률 역시 반등하고 있음은 최소한 제조업 등 중국 경기사이클의 급격한 둔화 가능성을 낮추어 주고 있음
- 또한 국제 유가 등 원자재 가격 상승은 하반기 중국내 구경제 생산활동에 긍정적 영향을 미칠 전망임

<그림19> 신경제관련 산업생산 증가율이 둔화되었지만 우려할 흐름은 아니며 구경제 업종의 생산증가율은 반등 중



<그림20> 중국 제조업 가동률 역시 반등 시그널이 감지되기 시작함

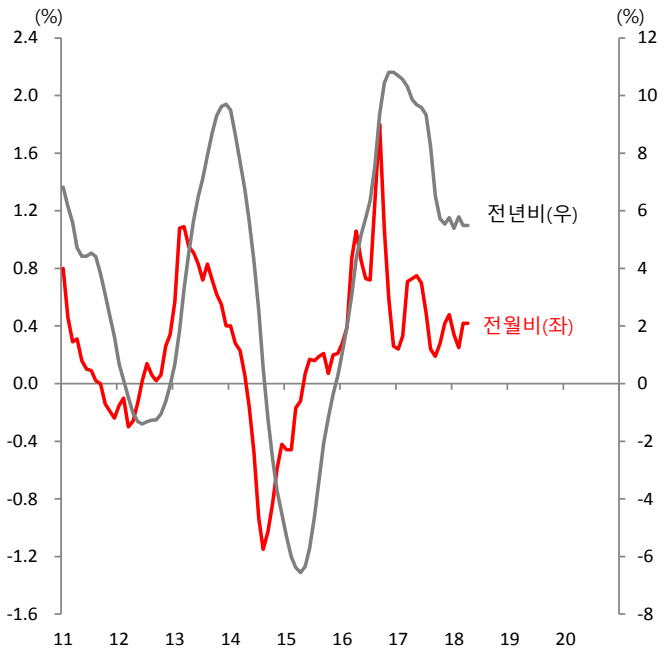


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

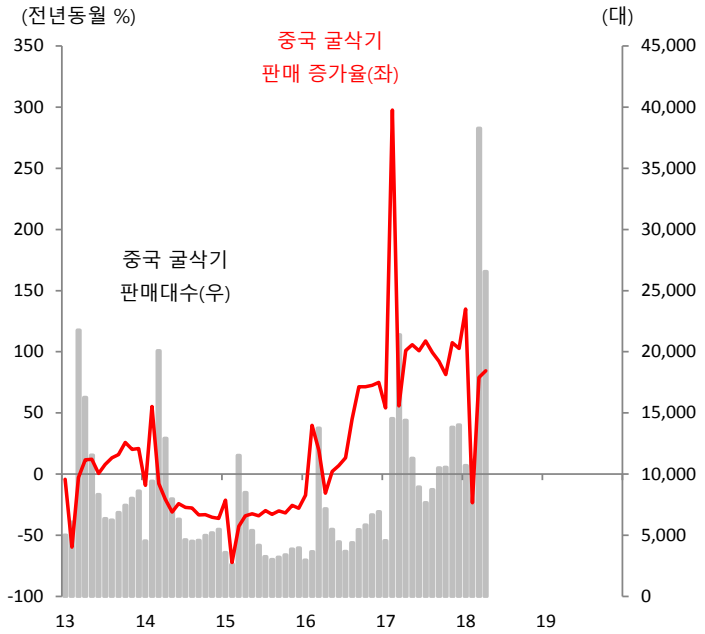
부동산 시장의 연착륙도 중국 경기의 완만한 성장을 지지

- 중국 정부의 디레버리징 정책으로 경착륙 우려가 높았던 부동산시장이 다행히 연착륙하는 모습을 보여주고 있어 경기에 미치는 부정적 영향 역시 약화됨. 최근에는 주택착공 면적 등 주택경기 선행지수가 반등하고 있고 주택투자 증가율 역시 상승세를 보여주고 있음
- 특히 금년들어 굴삭기 판매가 예상외로 호조를 보이고 있음도 건설경기가 예상보다 양호함을 시사함

<그림21> 중국 70대 대도시 주택가격 : 우려와 달리 주택가격이 연착륙하는 추세임



<그림22> 중국내 굴삭기 판매 호조는 양호한 건설경기 흐름을 반영

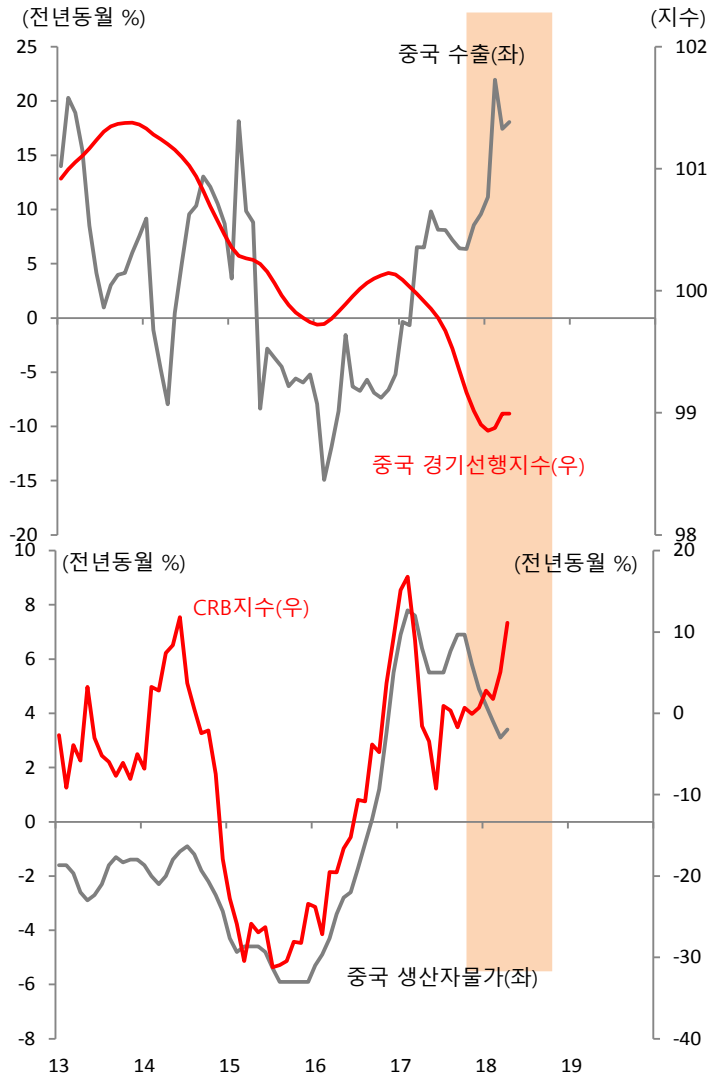


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

하반기 중국 경기, 추가 조정보다 반등 기대

- 중국 경기를 강하게 이끌 모멘텀이 부재하지만 일부 지표에서 희망의 시그널이 감지되고 있음
- 우선 OECD 중국 경기선행지수의 반등세와 수출 경기 호조가 가시화되고 있음. 수출경기의 호조는 시차를 두고 중국 제조업 및 투자에 우호적인 영향을 미칠 것임
- 원자재 가격과 생산자물가 역시 그 동안 부진했던 자본재 업황 사이클이 반등할 수 있는 긍정적 모멘텀임
- 미중 무역갈등과 미국 금리인상 사이클이 중국 경기의 불확실성 리스크로 잠재하고 있지만 하반기 중국 경기의 반등 가능성 역시 점점 높아지고 있음. 따라서 하반기 중국 경기 역시 최소한 현재 기조를 유지하거나 반등 흐름을 기대함

<그림23> 하반기 중국 경기의 반등을 예고하는 지표들

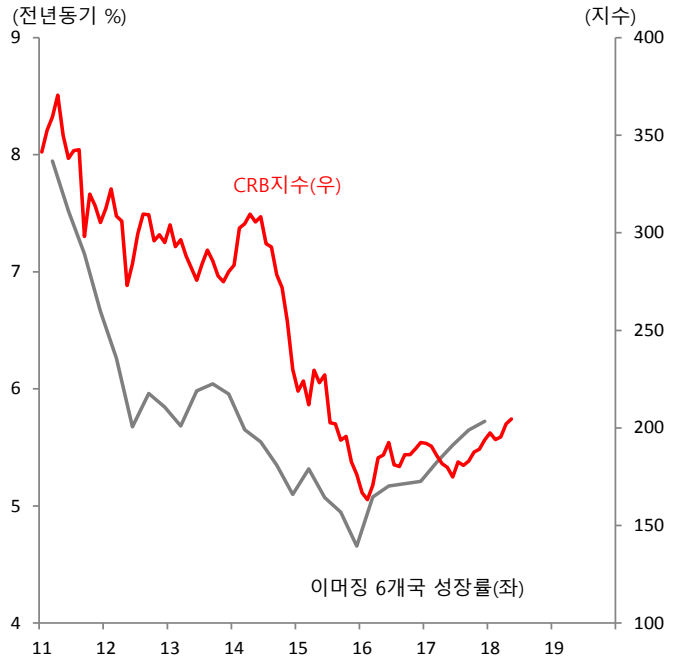


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

이머징 경기, 긴축발작 리스크가 커지고 있지만...

- 미국 금리 상승과 달러 강세 여파로 인한 일부 이머징 금융시장의 불안, 즉 긴축발작 리스크 고조가 이머징 경기를 하반기 급격한 하강국면에 진입시키지 않을까 하는 우려가 증폭되고 있음
- 그러나 당사는 이머징 금융시장의 긴축발작 리스크는 제한적일 것으로 예상됨. 미국 선진국 경기 확장에 따른 낙수효과(Spill over) 효과와 유가 등 원자재 가격 상승으로 이머징 경제의 펀더멘탈도 양호한 흐름을 보일 것으로 예상함

<그림24> 원자재 가격 상승은 이머징 경기에 긍정적 모멘텀 역할을 할 것임



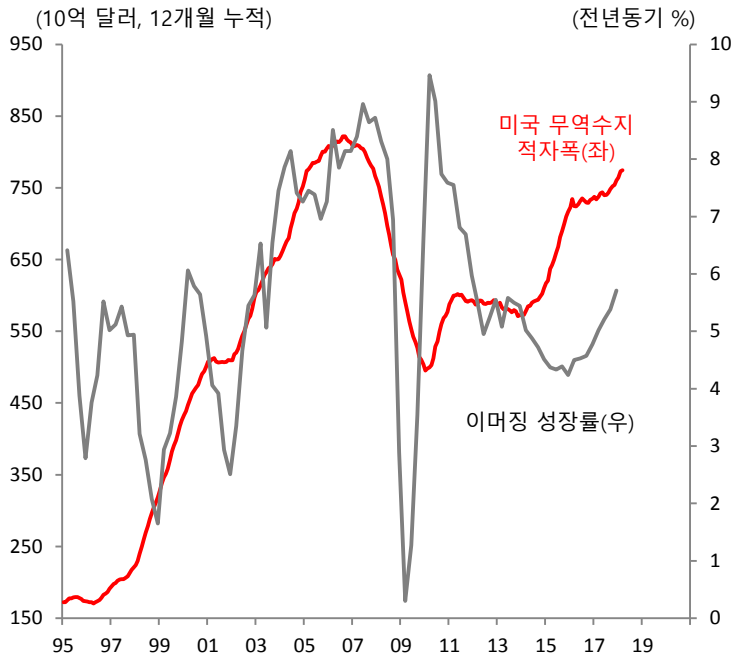
<그림25> 유가와 이머징 제조업 PMI지수

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미국 무역수지 적자폭 확대를 주목해라(1)

- 하반기 이머징 경기와 관련하여 주목하는 지표는 미국 무역수지 적자폭임. 과거 추세를 보더라도 미국 무역수지 적자 폭과 이머징 성장률은 높은 상관관계를 보여왔음
- 미국 경기호조에 따른 무역수지 적자폭 확대는 이머징 경제에 우호적 영향을 줌. 소위 낙수효과가 강해질수록 이머징 경제성장률도 덩달아 높아지는 관계를 보여왔음
- 최근 미국 경제호조로 무역수지 적자 폭이 재차 확대되는 추세임. 더욱이 향후 미국 소비 개선과 원자재 가격 상승 등을 감안하며 미국 무역수지 적자폭이 더욱 확대될 공산이 높음. 즉 이머징 경제 사이클에 낙수효과가 지속될 것임을 시사하는 것임

<그림26> 미국 무역수지 적자폭 확대 흐름 역시 이머징 경기 개선 가능성을 시사하는 지표임



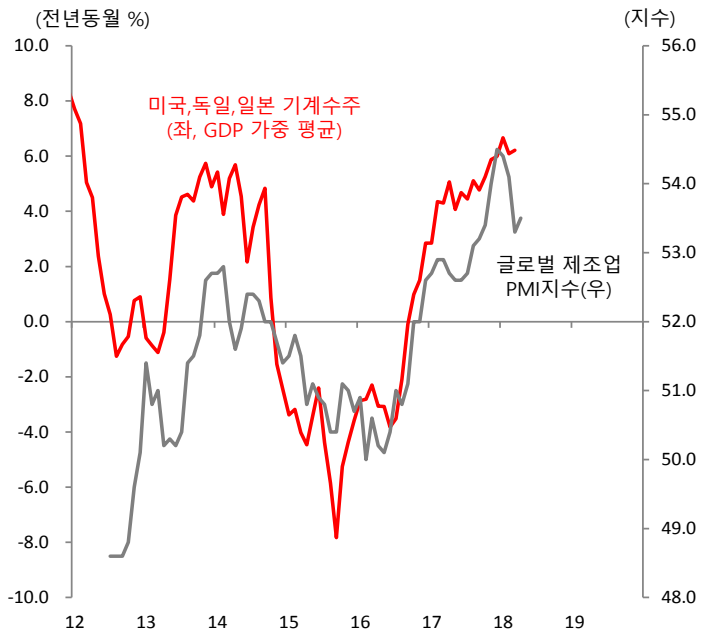
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

글로벌 투자사이클도 이머징 경기에 우호적

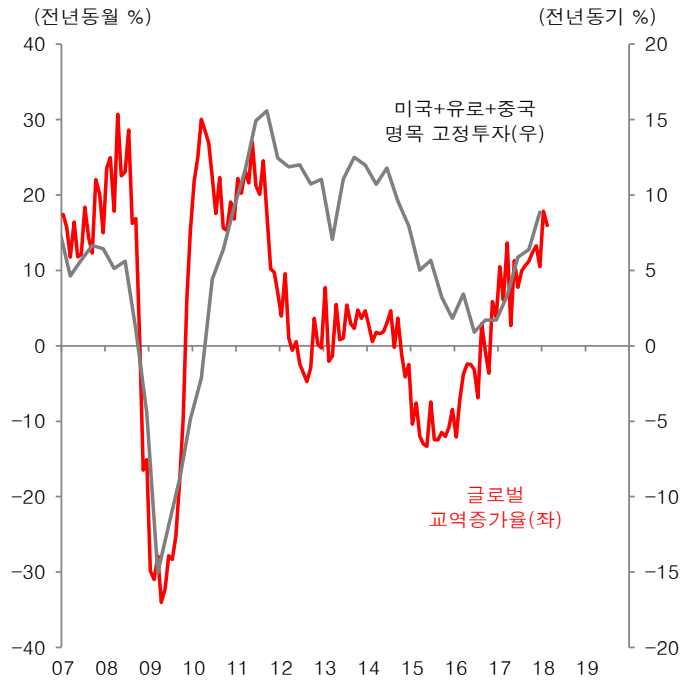
– 주요국 투자사이클이 상승 기조를 유지하고 있음도 이머징 경제 입장에서 낙수효과가 확대될 수 있는 요인임

– 특히 미국의 경우 감세 효과 등으로 기업 고정투자가 더욱 확대될 수 있고 중국 역시 무역갈등 해소시 신산업을 중심으로 한 투자를 확대될 공산이 높음. 글로벌 투자사이클이 하반기에도 상승 흐름을 이어갈 것으로 예상함

<그림27> 글로벌 기계수주 호조는 투자사이클이 양호함을 시사



<그림28> 글로벌 투자사이클 개선 흐름에 힘입어 교역 사이클도 견조한 추세를 유지할 것으로 기대



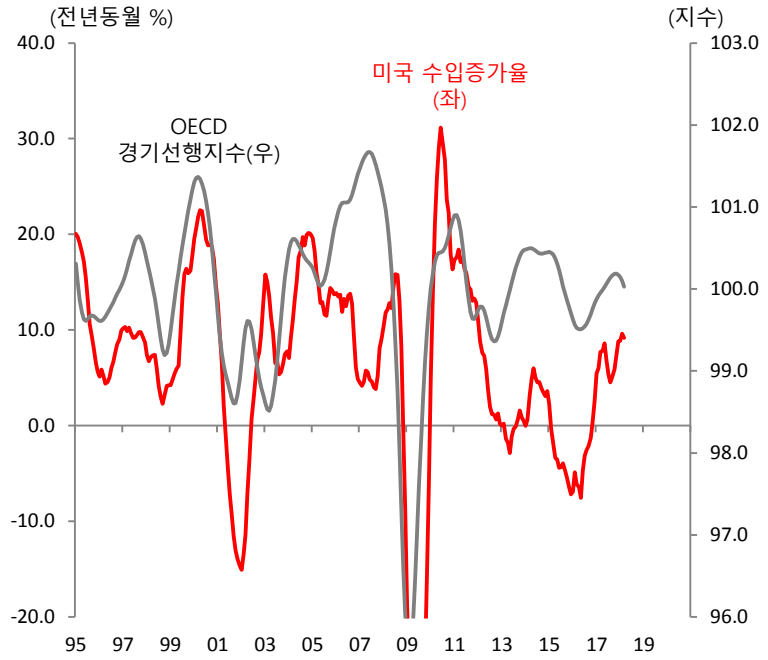
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

소결론 : 하반기에도 글로벌 경기의 확장 국면 지속

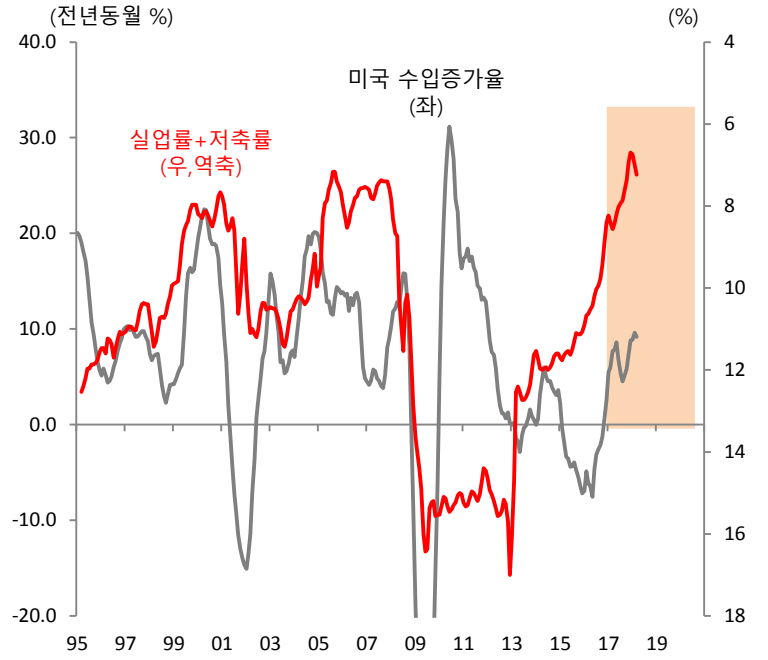
- 일부 불확실성 리스크에도 불구하고 미국 등 주요국과 이머징 경기 사이클을 감안할 때 하반기 경기는 late-cycle 관점보다는 확장국면 연장선으로 판단함. 이와 관련하여 OECD 경기선행지수 상승세가 주춤하고 있지만 이를 글로벌 경기의 본격적 둔화 신호로 생각하지 않음

- OECD 경기선행지수와 높은 상관관계를 보여주고 있는 미국 수입증가율의 경우 하반기에도 견조한 흐름을 유지할 가능성이 높음. OECD 경기선행지수의 둔화폭이 제한, 즉 글로벌 경기가 본격적 국면에 진입할 가능성이 낮음을 시사함

<그림29> 미국 수입증가율의 상승도 하반기 글로벌 경기 흐름이 양호할 수 있음을 시사



<그림30> 하반기 미국 수입증가율의 추가 개선이 기대됨



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

2 Summary

7 Chapter1. 거세지는 글로벌 경기의 late-cycle 논쟁

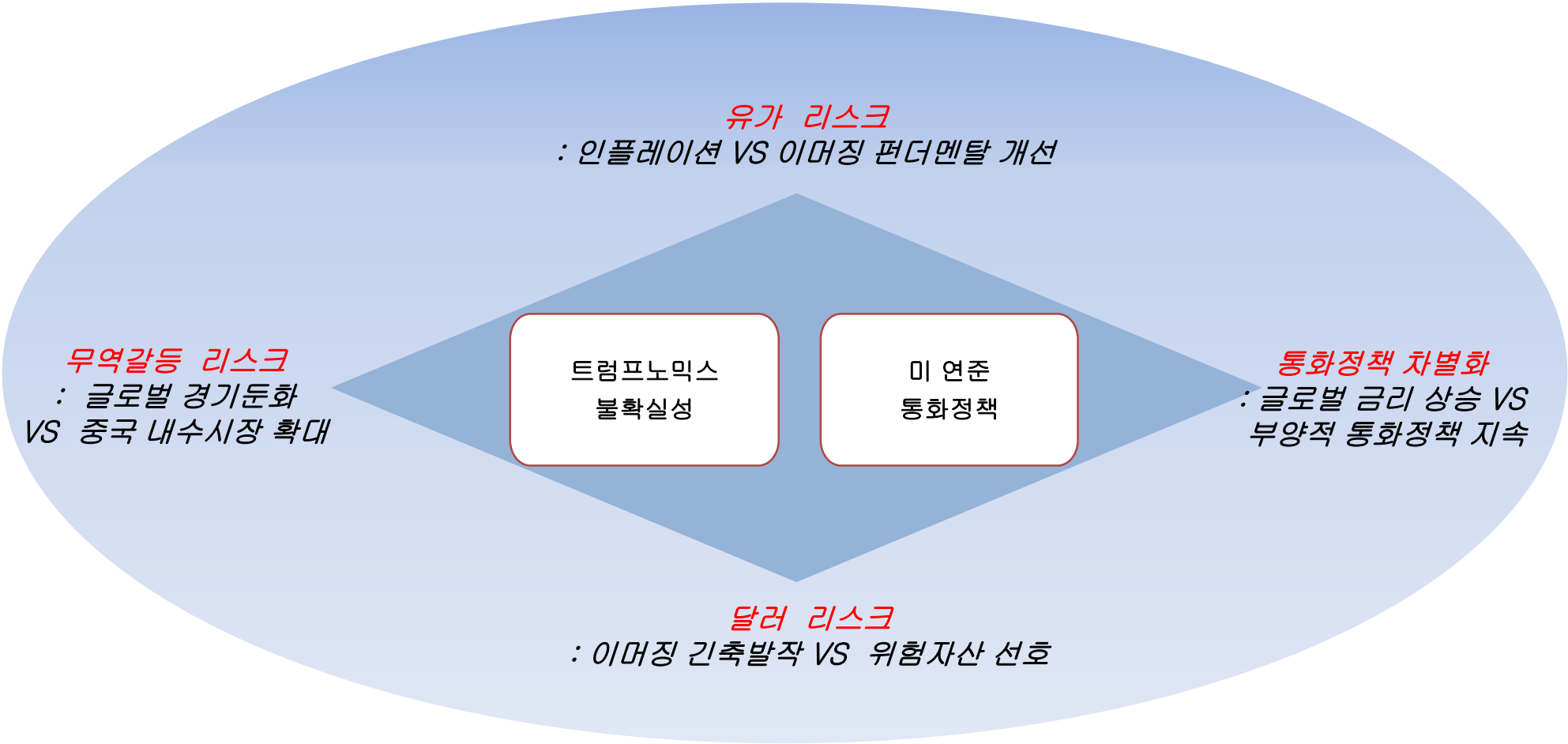
26 Chapter2. 미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크

1. 유가 리스크 : 독인가 약인가 ?
2. 무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)
3. 통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까
4. 달러화 리스크 : 달러화 강세 고착화되나

51 Chapter3. 국내 경제 : 경기둔화 일시적일까

59 Chapter4. 금융시장 전망

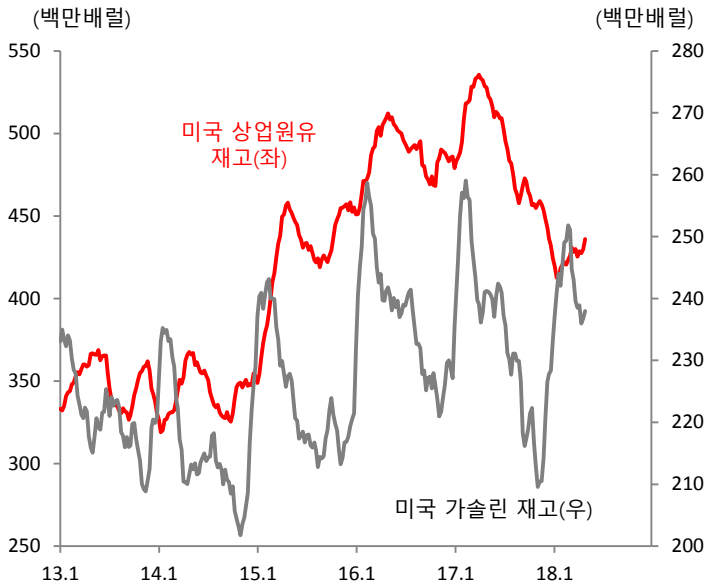
미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크



유가가 들썩거리고 있다

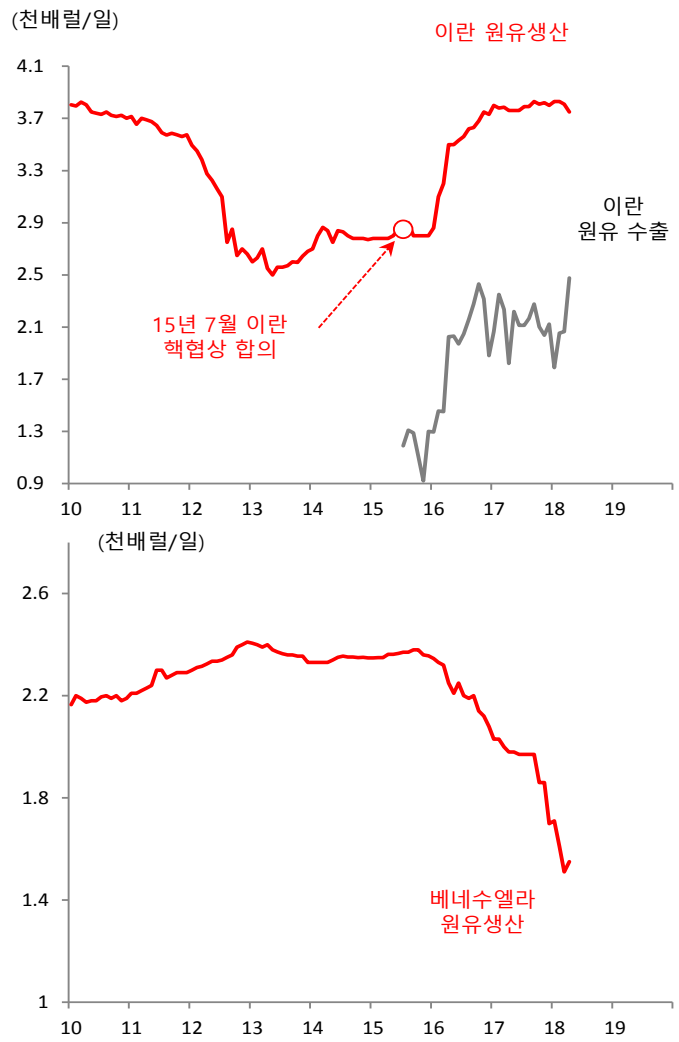
- 국제유가 상승은 글로벌 경기에 우려와 기대를 동시 에 던져주고 있음. 일부에서는 19년 유가가 100달러/배럴을 상회할 수 있다는 전망을 제시중임
- 국제 유가 상승 배경 : 1) 이란발 중동 수급 및 지정학적 리스크, 2) 사우디 중심의 원유 감산 정책, 3) 글로벌 경기회복세, 4) 미국내 선진국내 원유재고 부담 완화 등임

<그림31> 미국내 원유재고 부담이 크게 해소된 상황임



자료: Bloomberg, EIA, 리딩투자증권 리서치

<그림32> 이란과 베네수엘라발 원유 공급 차질이 우려되고 있음

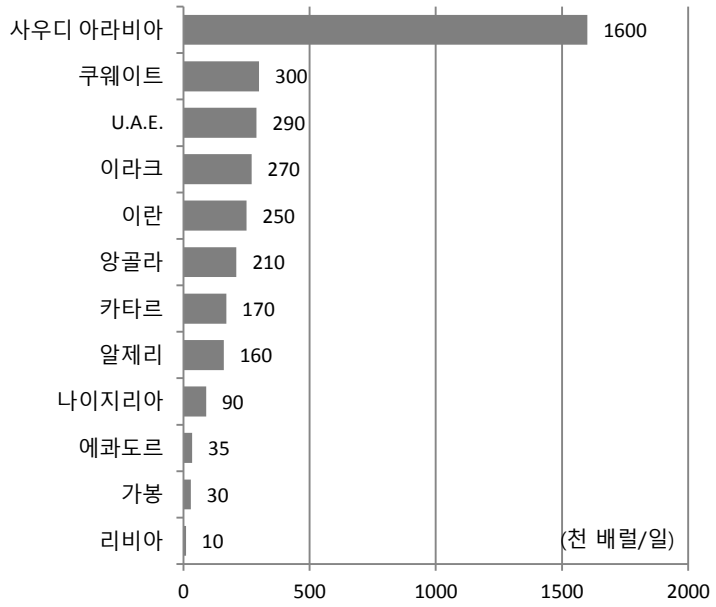


자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

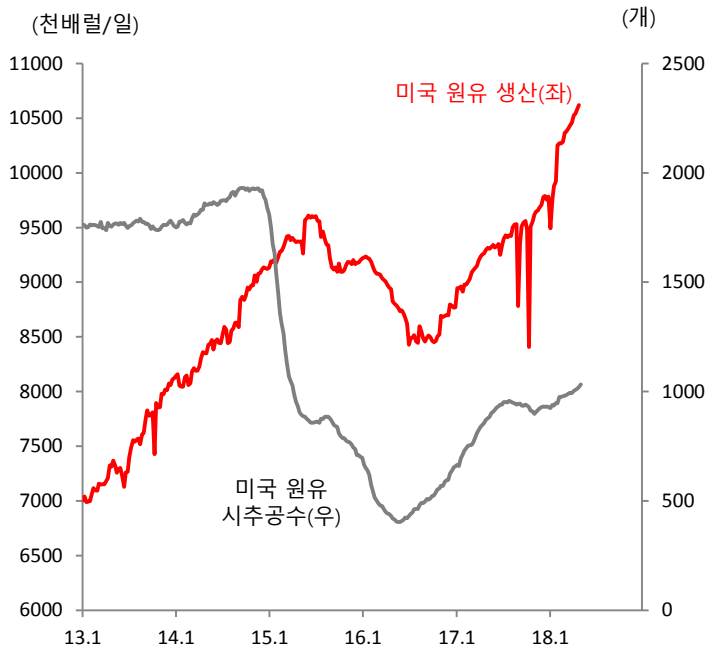
유가 급등을 제한하는 변수

- 이란발 지정학적 리스크 확산, 즉 중동내 군사적 충돌이 현실화되거나 달러화가 급격한 약세로 전환될 경우 유가가 100달러/배럴을 상회할 리스크가 있지만 당사는 유가가 하반기 평균적으로 60~80달러/배럴 수준에서 유지될 것으로 전망함
- 이란발 리스크에도 불구하고 사우디아라비아가 원유공급 혹은 유가 조절 능력을 보유하고 있고 미국내 셰일오일 생산이 재차 증가하고 있음도 유가 급등을 제어하는 역할을 할 것임

<그림33> OPEC 국가별 유휴 생산능력 현황(18년 4월 기준)



<그림34> 미국내 셰일 원유 생산도 빠르게 증가하고 있는 중

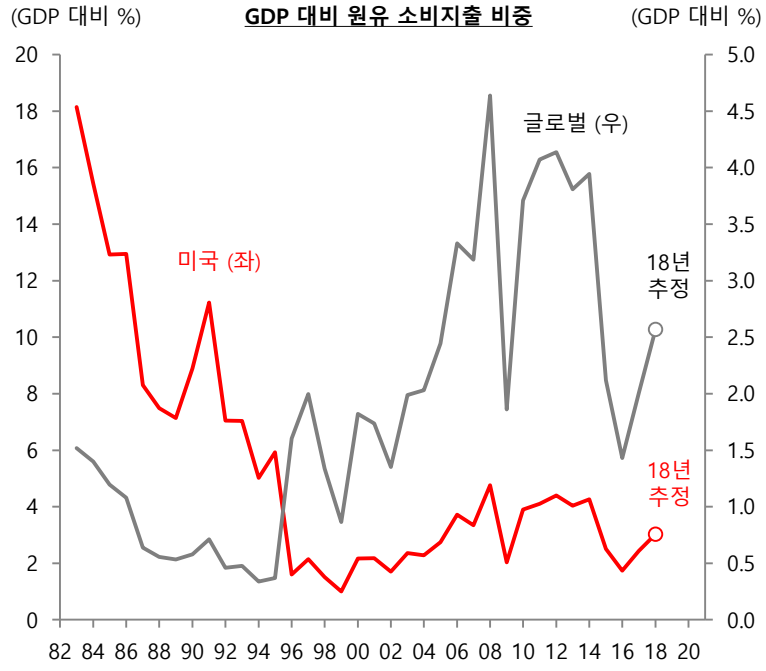


자료: Bloomberg, EIA, 리딩투자증권 리서치

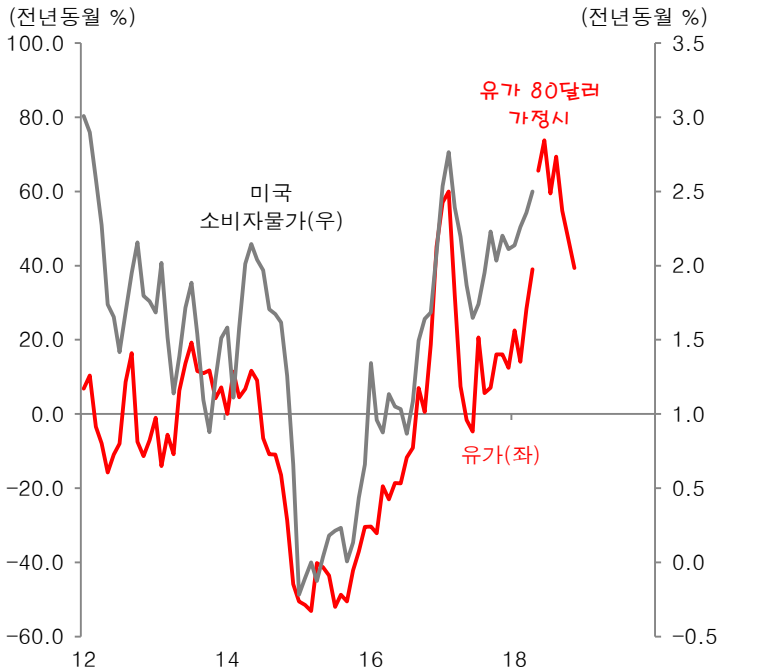
유가 상승, 글로벌 경기에 독인가 ?

- 유가 급등, 예를 들어 유가가 100달러/배럴 수준까지 육박할 경우 우려되는 것은 인플레이션 압력 확대와 소비위축임. 특히 유가 급등으로 인플레이션 압력이 확대될 경우 미 연준의 긴축행보가 빨라지면서 자칫 스태그플레이션 리스크를 부각시킬 수 있음
- 그 가능성은 낮다는 판단임. 일단 유가가 80달러/배럴 수준까지 상승하더라도 유가가 물가에 미치는 영향은 제한적 수준에 그칠 것으로 예상됨. 특히 과거에 비해 글로벌 경제의 원유에 대한 의존도가 상대적으로 낮아져 유가 상승이 물가와 소비에 미치는 영향은 제한적이라고 판단함

<그림35> 미국과 글로벌 원유 소비지출 규모가 이전에 비해 낮아짐



<그림36> 유가가 물가에 미치는 영향은 2분기를 기점으로 약화될 것으로 예상

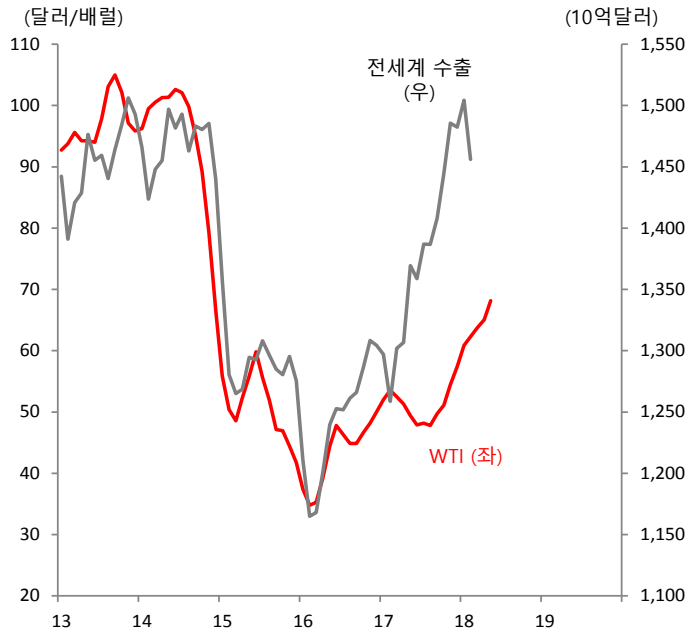


자료: Bloomberg, EIA, IMF, 리딩투자증권 리서치

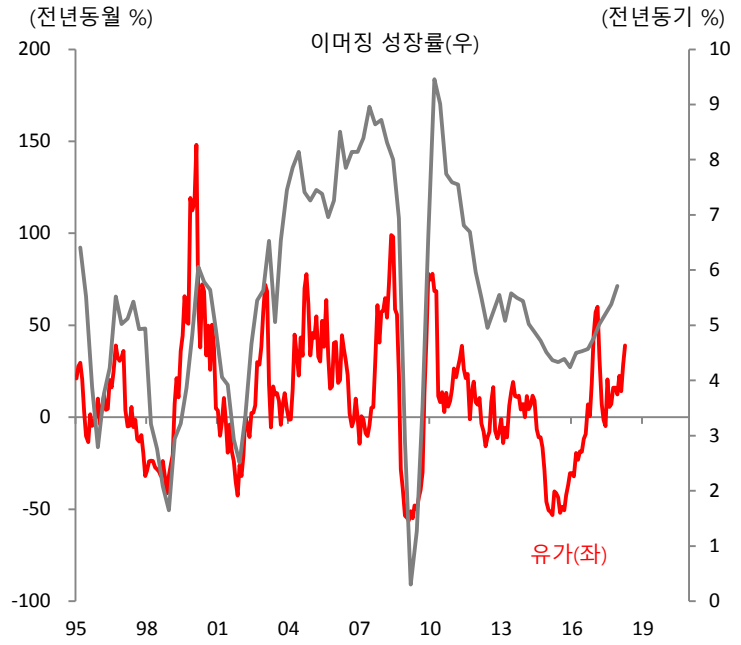
유가 상승, 글로벌 경기에 당분간 약이 될 수 있다(1)

- 유가가 100달러/배럴 수준을 의미있게 상회하지 않는다면 유가 상승이 글로벌 경기에 오히려 긍정적 영향을 미칠 수 있음
- 우선 이머징 경제는 물론 주요국 물가가 낮은 수준을 유지하고 있어 유가 상승이 물가 리스크와 이에 따른 긴축리스크를 자극할 가능성은 상대적으로 낮음
- 오히려 유가 등 원자재 가격 상승은 수출 단가 상승을 통해 글로벌 교역 확대와 이머징 경제 펀더멘탈의 개선으로 이어질 수 있음

<그림37> 유가와 전세계 수출 추이



<그림38> 유가와 이머징 성장률



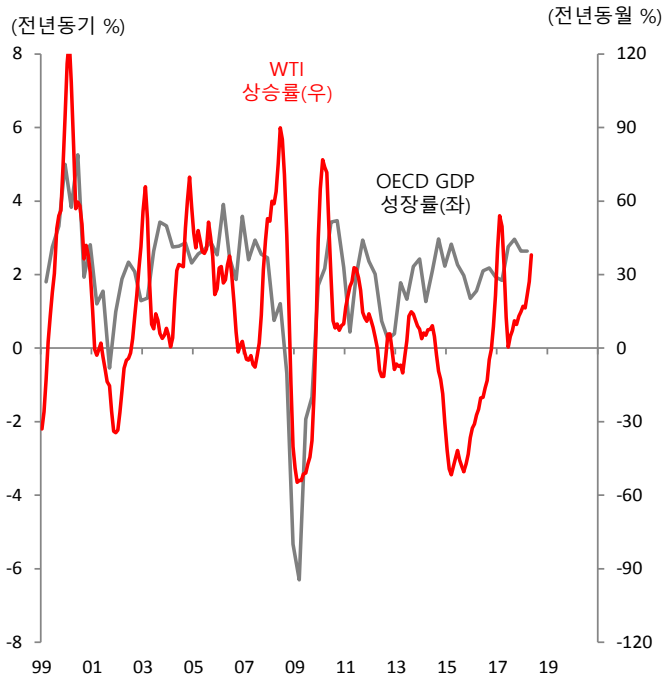
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

유가 상승, 글로벌 경기에 당분간 약이 될 수 있다(2)

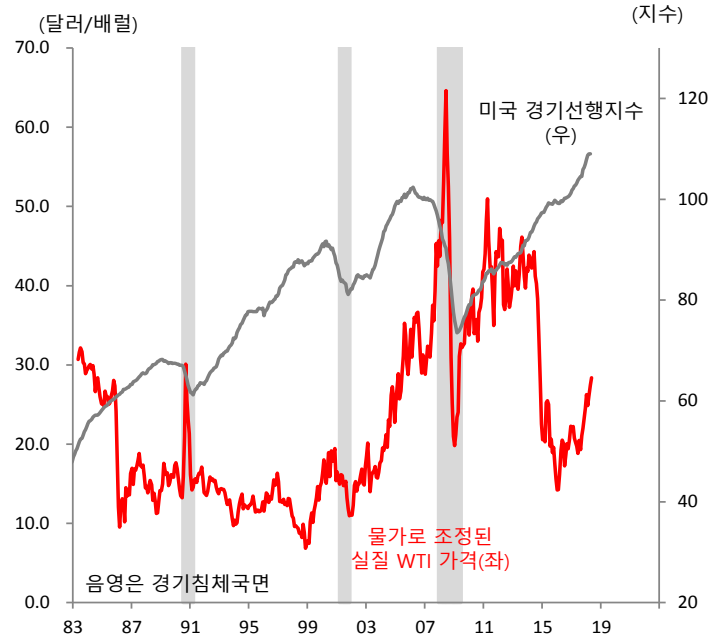
– 과거 사례를 보더라도 유가 상승과 경기사이클은 동행하는 모습을 보여왔음

– 주목할 것은 물가를 감안한 실질 유가 수준으로 이전 사례를 보면 실질유가가 30달러/배럴 수준을 상회하기 시작하면 글로벌 경기의 둔화 혹은 침체 압력으로 작용함. 그러나 실질유가 기준으로 30달러/배럴를 크게 상회하지 않는다면 유가 상승은 글로벌 경기에 우호적 영향을 미쳐왔음

<그림39> 유가 상승국면에서 OECD GDP 성장률도 양호한 추세를 유지



<그림40> 실질 유가기준을 감안할 때 현 유가 수준은 미국 경기에 큰 부담을 주지 않을 전망임

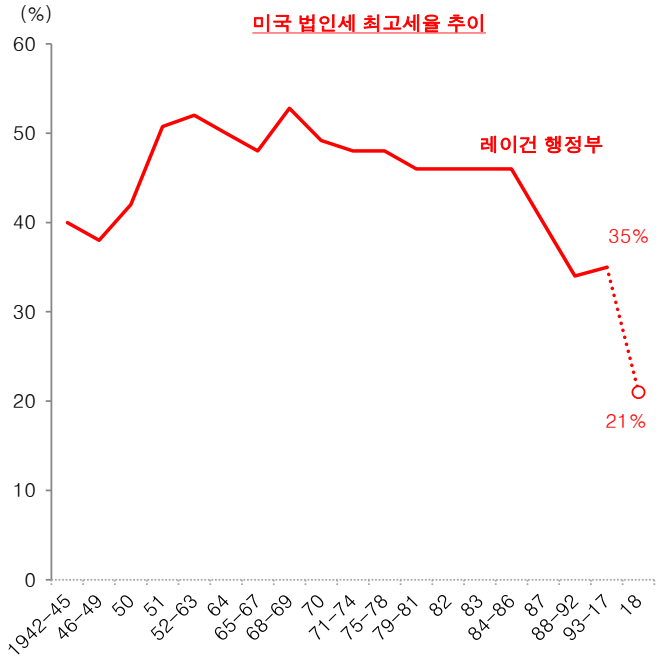


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

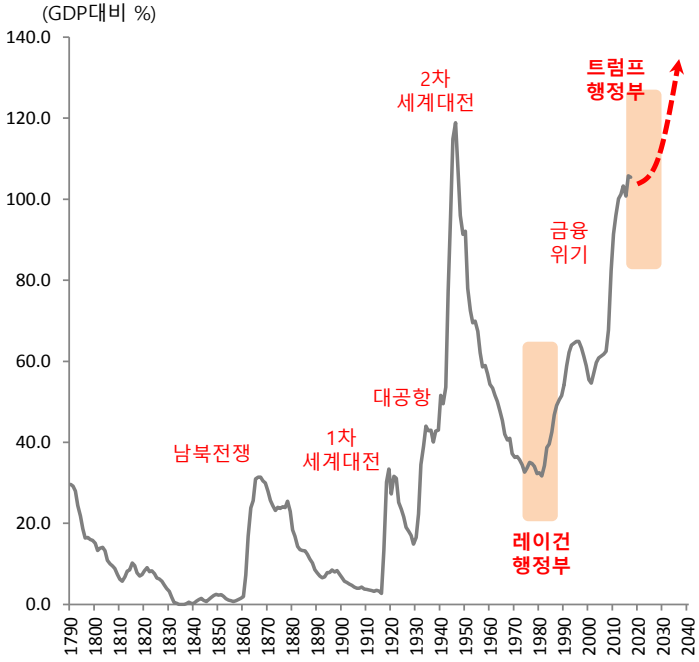
Again 레이건노믹스

- 레이건노믹스의 주요 정책 : 1) 감세 , 2) 정부 지출의 축소, 3) 정부 규제의 축소, 4) 인플레이션을 줄이기 위한 화폐 공급량의 조절(=안정적 통화정책) 등임. 트럼프노믹스 역시 감세를 중심으로 한 재정정책이 주된 정책임
- 레이건노믹스와 트럼프노믹스의 공통적 특징은 재정부담임
- 다만, 대내외 경제 상황은 다소 차이가 있었음. 레이건노믹스 추진 당시에는 1~2차 오일쇼크로 글로벌 경제가 스태그플레이션에서 벗어나는 국면으로 금리가 인하되던 국면임. 반면에 트럼프노믹스는 뉴노멀에서 벗어나 금리가 인상되는 국면임

<그림41> 미국 최고 법인세율 추이



<그림42> 트럼프노믹스 정책으로 미국 연방부채가 또 다시 급증할 전망



자료: Tax Policy Center, CBO, 하이투자증권 리서치센터

무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)

LEADING

Again 신보수주의(=네오콘)

- 신보수주의는 드와이트 D. 아이젠하워나 헨리 키신저, 콜린 파월 등의 인사들로 대표되던 미국의 전통 보수주의자들과는 달리, 1980년대부터 새롭게 대두된 보수주의 흐름임, 신보수주의(Neoconservatism) 혹은 신보수주의자(Neo-conservative)들을 줄여서 네오콘(neocon)이라고 함
- 신보수주의 성향은 미국적 가치를 최선으로 간주하며 무력 사용을 불사해서라도 전 세계에 이를 확산시켜야 한다는 공격적 태도로 요약할 수 있음. 즉 보수주의는 미국 내부의 전통적 질서・가치의 보전에 최우선을 두면서 외교적으로는 타문화에 대한 개입을 자제하지만 신보수주의는 자신들의 주장하는 최고의 가치와 질서를 지키기 위하여 적극적으로 모든 문제에 개입함

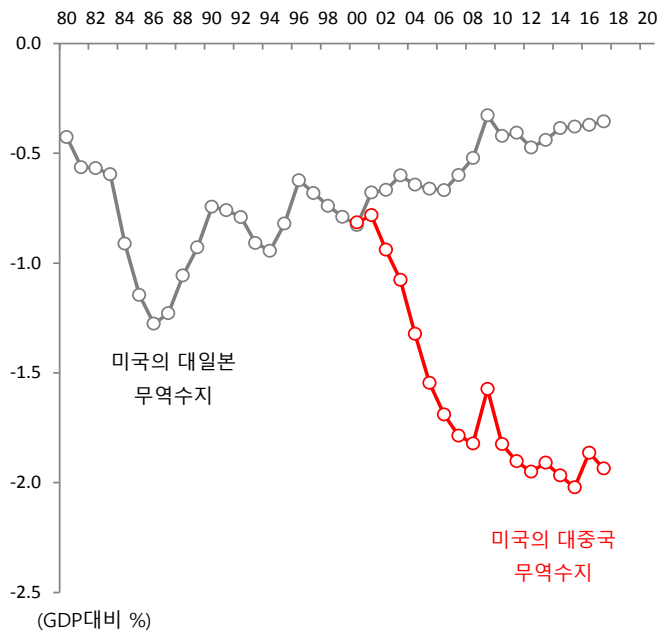
Again 보호무역주의

- 레이건 대통령이 집권하면서 세계 2위 경제대국인 일본을 타깃 삼아 통상마찰이 확대되는 등 미국내 보호무역주의 강화됨
- 일본은 미국측의 통상압력에 굴복하여 1981년 자동차 수입제한 합의를 시작으로 전자, 철강, 기계제품 등의 분야에서 순차적으로 무역제한에 합의함. 이후 1985년에는 플라자 합의를 통해 대폭적인 엔화 절상에 나섬
- 1988년 미국은 슈퍼 301조를 제정하며 통상갈등을 더욱 부추김
- 다만, 미-일 통상갈등 당시에는 일본이 미국측의 요구를 적극 수용했지만 이번 미-중 통상갈등에서 중국측의 일본과 같은 태도를 보일지는 미지수

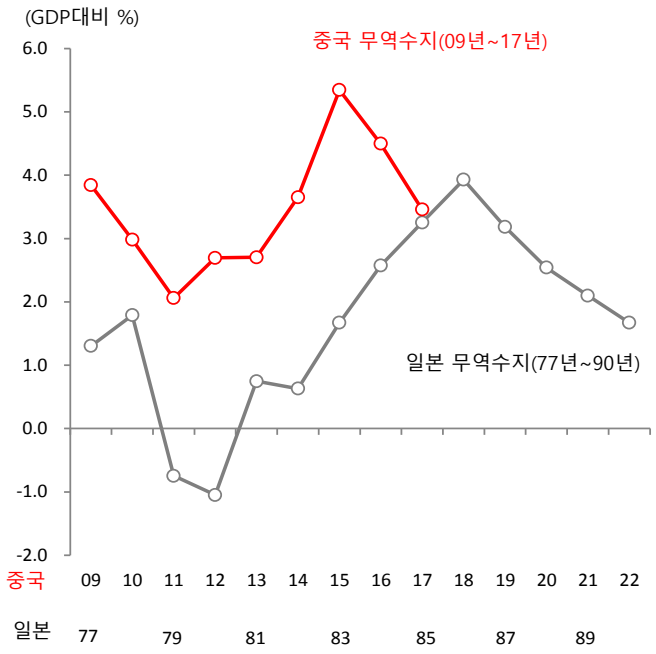
제2의 플라자 합의 가능성(1)

- 미국-중국간 무역전쟁 리스크로 1920년대말 대공황 사태가 재연될 수 있다는 일부 극단적인 우려가 제기되고 있지만 그 가능성은 낮아 보이며 오히려 1985년 플라자 합의 사태의 재연 가능성을 배제하지 않음. 즉, 미중간 무역갈등 해소를 위한 대타협 가능성이 있음
- 갈등의 중심에 있는 미국의 대중 무역수지 적자 규모 역시 85년 미국의 대일 무역수지 적자규모에 거의 2배에 가까운 수준을 기록 중임

<그림43> 80년대 중반 미국의 대일 무역수지 적자 규모를 크게 상회하는 미국의 대중 무역수지 적자 규모



<그림44> 중국과 일본의 무역수지 추이



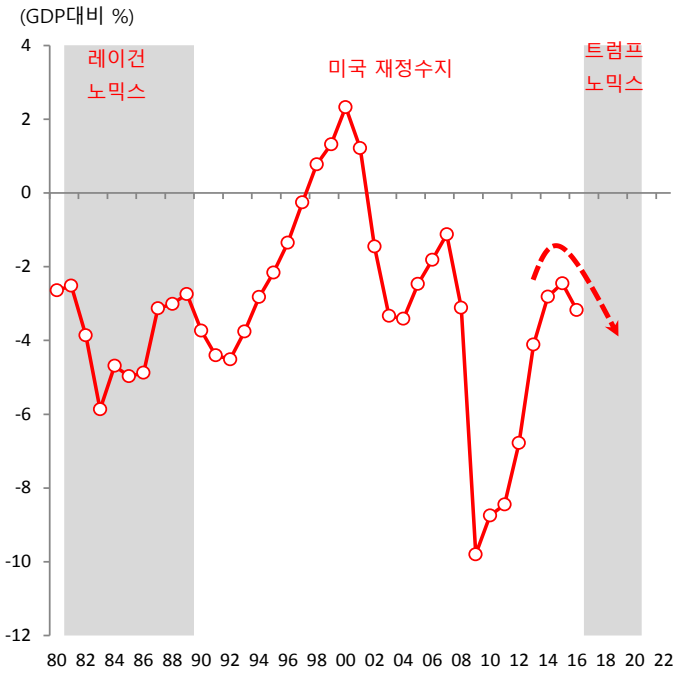
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

제2의 플라자 합의 가능성(2)

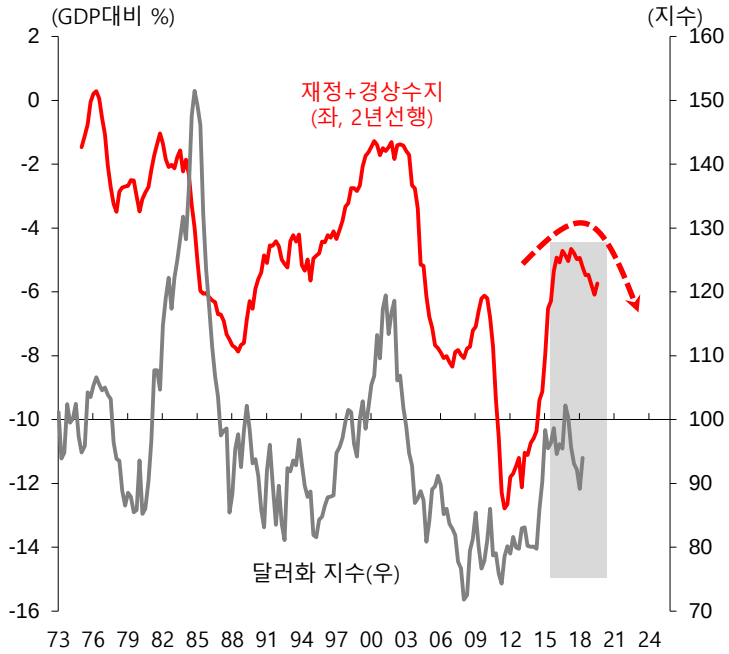
– 미국의 경제정책도 유사한 측면이 많음. 80년대초 미국은 감세 등 재정정책을 동원한 경기부양책, 소위 레이건노믹스를 추진하면서 재정수지 적자폭이 확대됨. 트럼프 행정부 역시 대규모 감세를 골자로 한 트럼프노믹스를 본격적으로 추진함으로써 향후 재정수지 적자 확대가 불가피함

– 외교적으로도 레이건 행정부와 트럼프 행정부가 강한 미국을 주창하면서 레이건 대통령 시절에는 미국-구소련간 대립이 격화되었고 트럼프 행정부 역시 중국과의 외교적 힘 대결을 벌이고 있음. 즉 대내 정책 부작용을 무마하기 위해 강경한 대외정책을 추진할 수 있음

<그림45> 레이건노믹스를 답습하는 트럼프노믹스 정책. 재정적자 확대로 이어질 전망



<그림46> 재정 및 경상수지 적자, 즉 쌍둥이 적자 문제가 달러화 흐름에 큰 영향을 미칠 전망임

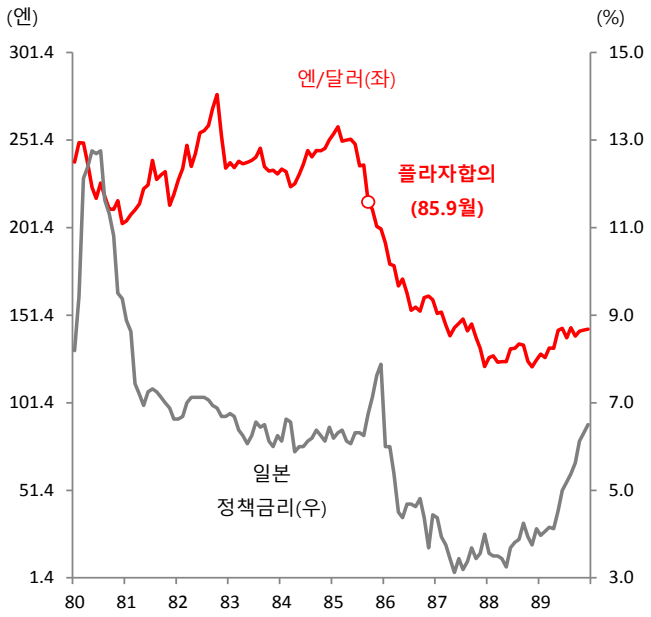


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

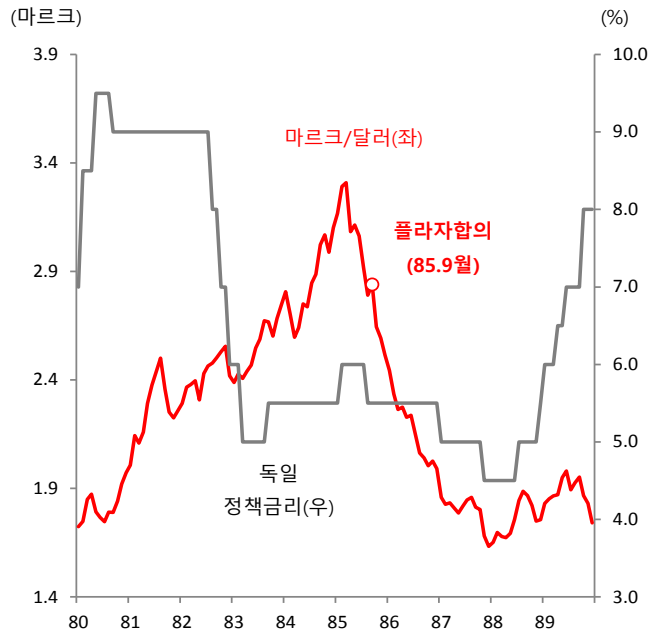
제2의 플라자 합의 가능성(3) : 미-중 무역전쟁, 정면 충돌보다는 협상

- 협상 메시지를 이미 보낸 시진핑 국가 주석. 시진핑 국가주석은 중국 시장 접근을 확대하기 위한 "일련의 랜드마크 조치들(a number of landmark measures)"를 취할 것임을 밝힘. 일련의 랜드마크 조치들에는 수입시장 및 금융시장 개방 확대 및 지적재산권 보호 강화 등으로 이는 미국측이 요구한 중요 쟁점 사항들임
- 미-중 협상 과정에 중국측은 수입시장 개방 확대와 위안화 절상폭 확대 카드를 제시할 수 있음
- 18~19일 개최된 2차 미중 무역협상 결과, 양측은 무역갈등 완화를 골자로 한 공동성명을 발표하면서 미중 무역갈등이 봉합되는 모습임

<그림47> 플라자 합의 당시 엔화 추이



<그림48> 플라자 합의 당시 독일 마르크화 추이



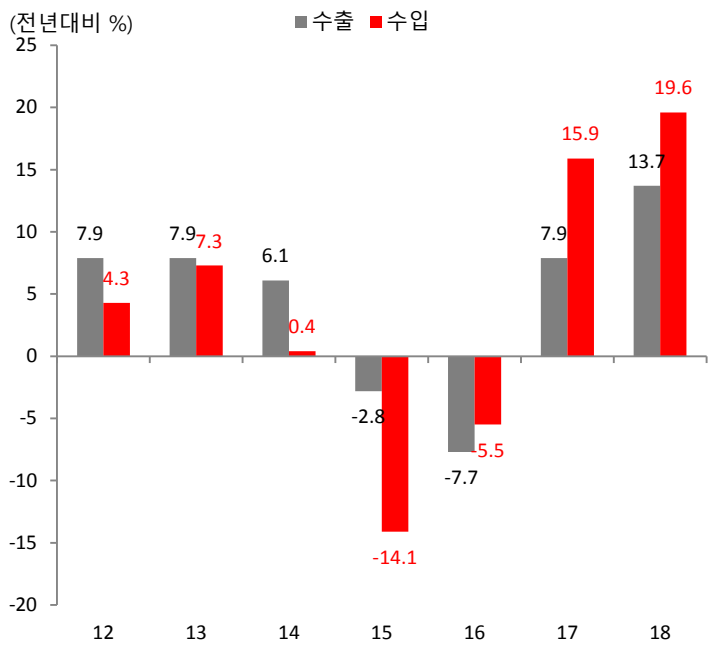
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

중국 수입시장을 주목해보자

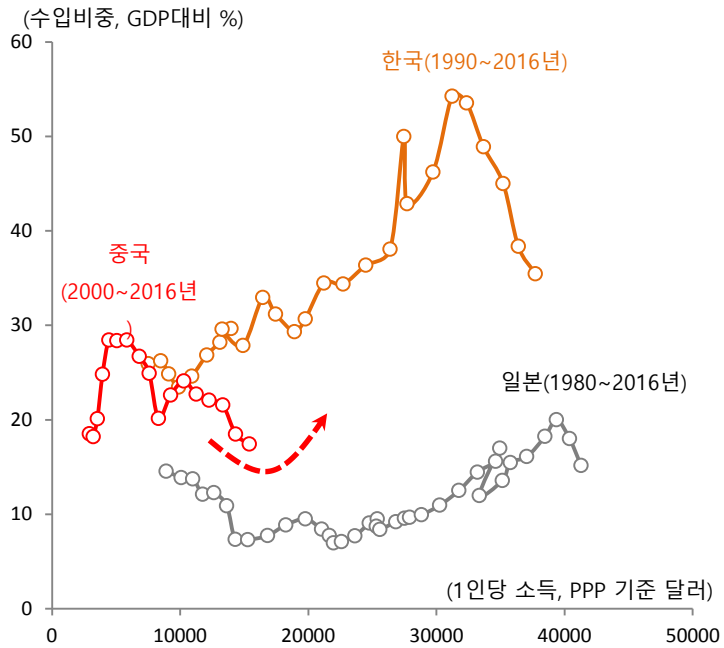
– 미중 무역갈등과 관련한 협상이 어떤 결과를 보일지를 주목할 필요가 있음. 최악의 경우 미중간 무역전쟁 본격화로 하반기 글로벌 경제 둔화압력으로 작용할 수 있지만 성공적으로 협상이 마무리될 경우 오히려 글로벌 경제에 우호적 영향을 미칠 수도 있음

– 무엇보다 중국 수입시장 개방 확대시 글로벌 수요에도 긍정적 영향을 미칠 공산이 높임. 특히 중국 소득 수준과 산업구조 변화를 감안할 때 중국 수입시장 규모가 크게 확대될 시점에 이름. 금년 들어 중국 수입증가율이 큰 폭으로 증가하고 있음을 주목

<그림49> 중국 수입증가율이 다시 높아지고 있음



<그림50> 소득 수준을 감안할때 중국 수입 비중이 다시 높아질 공산이 높음

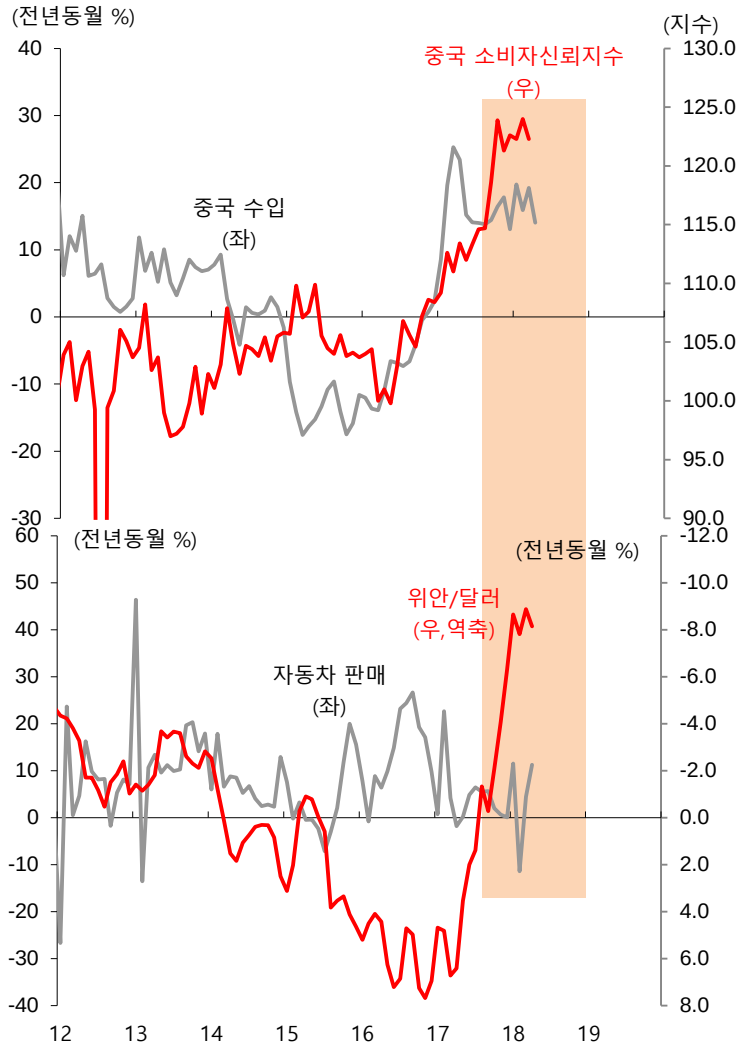


자료: Bloomberg, IMF, World Bank, 리딩투자증권 리서치

내수 확대 시그널은 이미 가시화되고 있다

- 수입증가율 확대에서 보듯 중국내 내수, 특히 민간소비가 확대될 시그널이 이미 감지되고 있음
- 중국 정부 역시 '내수 진작' 정책을 강화하려는 움직임을 보이고 있음
- 구조조정 정책을 지속하고 있는 중국 입장에서 안정적 성장기조를 유지하기 위해서도 내수시장 확대가 절실히 요구되고 있는 상황임
- 미중 무역갈등이 협상을 통해 해소된다면 중국 정부의 정책 의지와 맞물려 내수시장이 과거 80년 중후반 일본 경제와 유사한 흐름을 보일 가능성도 있음

<그림51> 하반기 중국 소비 기대감을 높여주는 지표들



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

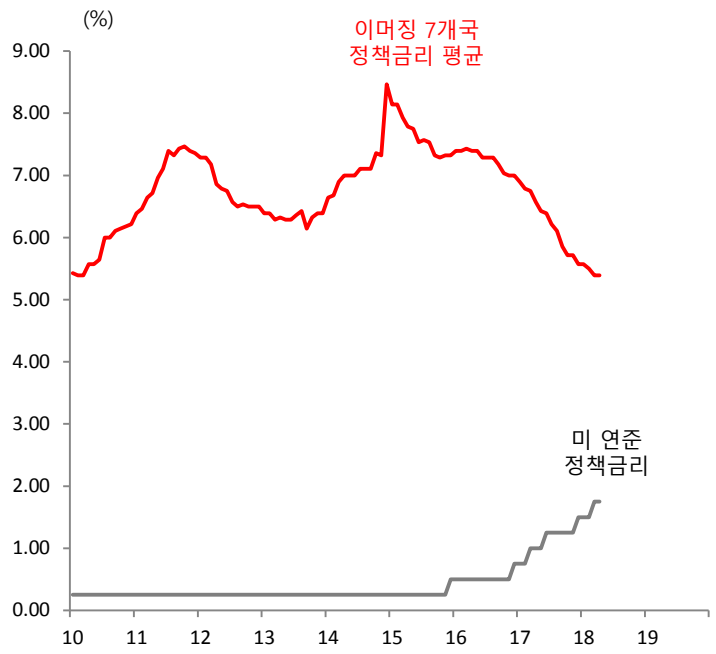
통화정책 차별화로 이머징 긴축발작 리스크 증폭

– 미국과 이머징간 통화정책 차별화, 즉 정책금리 격차 축소로 이머징 금융불안 리스크, 소위 긴축발작 리스크가 확대되고 있음

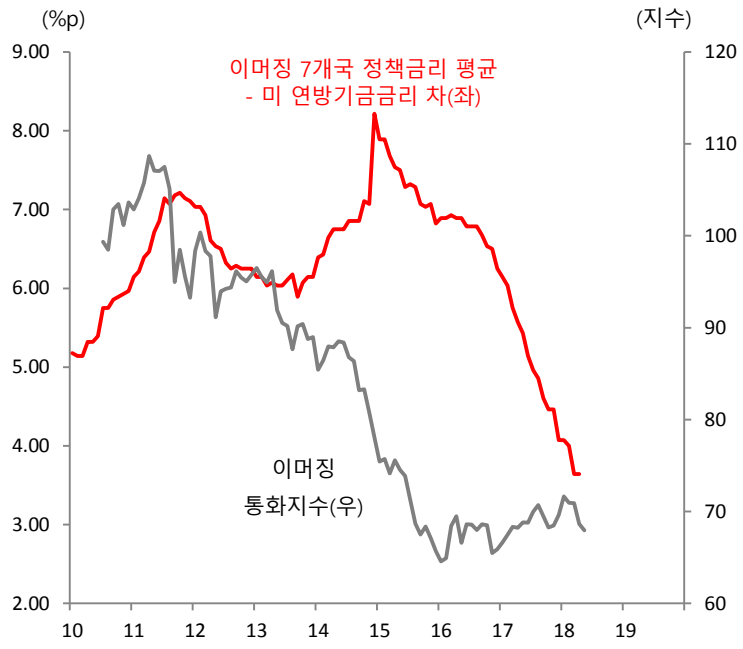
– 특히 미국과 이머징간 금리격차 축소와 함께 달러화 강세 현상은 이머징 시장에서 글로벌 자금의 이탈 압력을 가중시키는 변수 역할을 하고 있음. 이미 펀더멘탈이 취약한 아르헨티나, 터키 등 일부 이머징 금융시장 불안이 현실화되고 있음

– 미 연준의 추가 금리인상 사이클이 예고되고 있음을 감안할 때 이머징 금융시장 불안 현상이 하반기중 빈발할 여지가 높음

<그림52> 미국과 이머징간 정책금리 차이가 큰 폭으로 축소 중



<그림53> 통화정책 차별화가 이머징 통화 불안으로 이어지고 있음



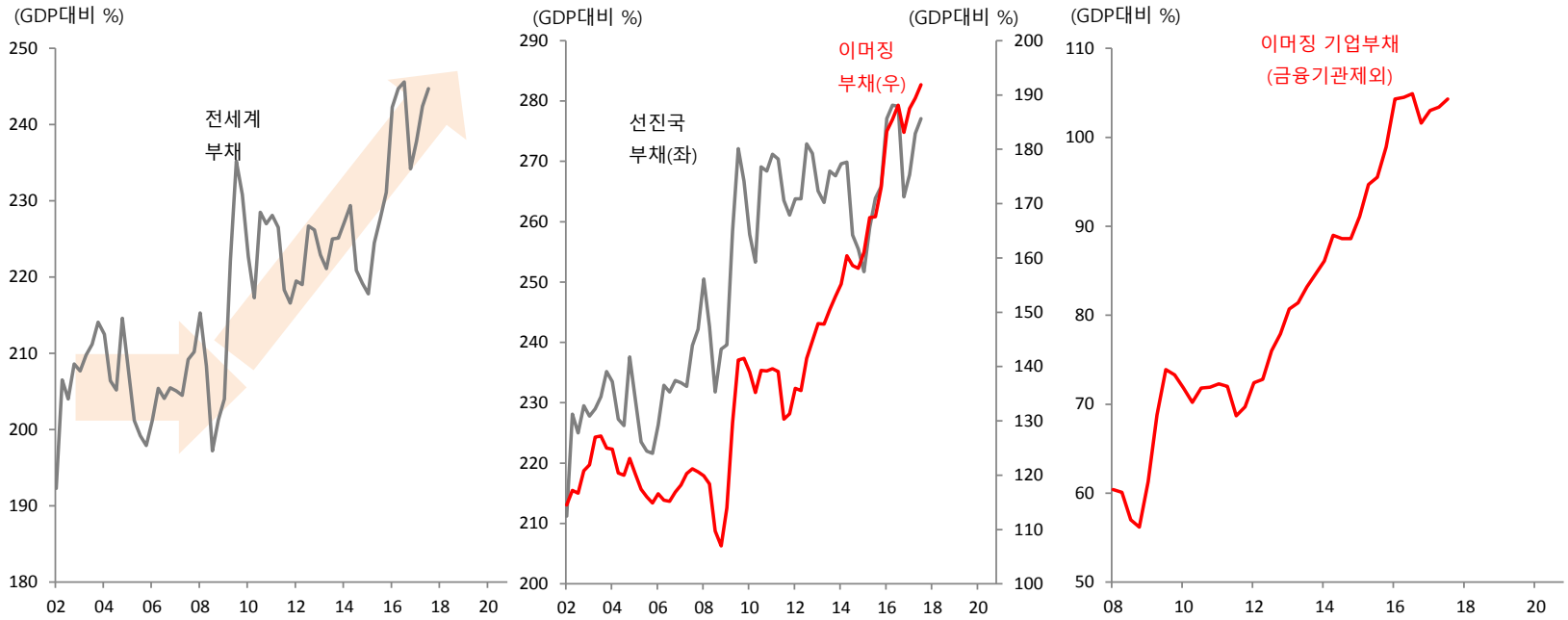
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

달러화 강세는 이머징 부채 리스크를 자극

– 선진국 부채 증가 속도도 문제지만 이머징국가의 부채 증가 속도는 우려를 자아낼 만큼 심각한 수준임. 2017년 9월말 기준 선진국 부채(금융기관을 제외한 정부, 기업 및 가계의 총부채) 규모는 121.7조달러로 2007년 12월말대비 28%, 약 27조달러가 증가함. 이머징 국가 총부채 규모는 51.8조달러로 2007년 12월말대비 207%, 약 35조달러 증가. 부채 증가 규모와 속도면에서 이머징이 선진국을 압도하고 있음. 이머징 국가들의 부채 급증은 주로 기업 부채 증가에 비롯됨. 2007년 12월말 9조달러(GDP대비 60%)에 불과했던 이머징 기업부채는 2017년 9월말 28.1조달러(GDP대비 104.3%)로 10년동안 19조 달러 급증함

– 미국 금리인상도 부담이지만 달러화 가치가 상승하면 이머징 국가들의 부채 상환 부담, 즉 부채리스크는 증폭될 수 밖에 없음

<그림54> 글로벌 금융위기 이후 이머징 부채가 급증한 상황에서 달러화 강세가 이머징 부채 리스크를 자극할 수 있음

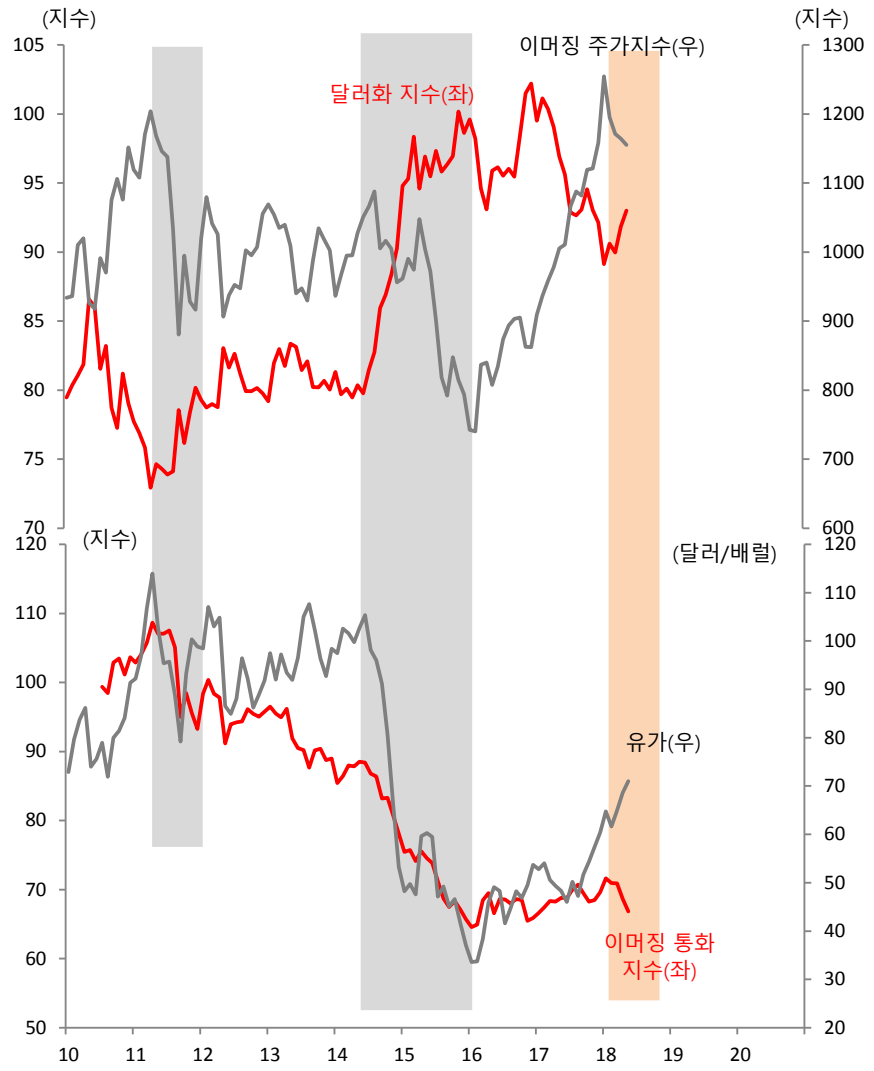


자료: BIS, 리딩투자증권 리서치

이머징 시장 '빅 숏(Big Short)' 은 아니다

- 통화정책 차별화로 펀더멘탈이 취약한 일부 이머징 국가의 금융시장은 불가피하지만 전체 이머징 금융시장 불안으로 확산되지 않을 것으로 예상함
- 2013년과 2016년초 상황과는 다름. 2013년이나 2016년초 이머징 금융불안 당시 유가 등 원자재 가격이 큰 폭의 하락세를 기록했던 것과 달리 현재는 원자재가격이 상승 추세임
- 중국 경기 상황도 다름. 2013년과 2016년초에는 중국 경기, 특히 2016년에는 중국 신용리스크가 부각되었지만 현재는 중국 금융불안이 재연될 가능성은 단기적으로 낮은 상황임
- 그리고 달러화가 추세적인 강세를 이어갈지도 미지수라는 점도 통화정책 차별화 리스크를 제한할 전망임

<그림55> 원자재 가격 상승이 이머징 금융불안의 방어막 역할



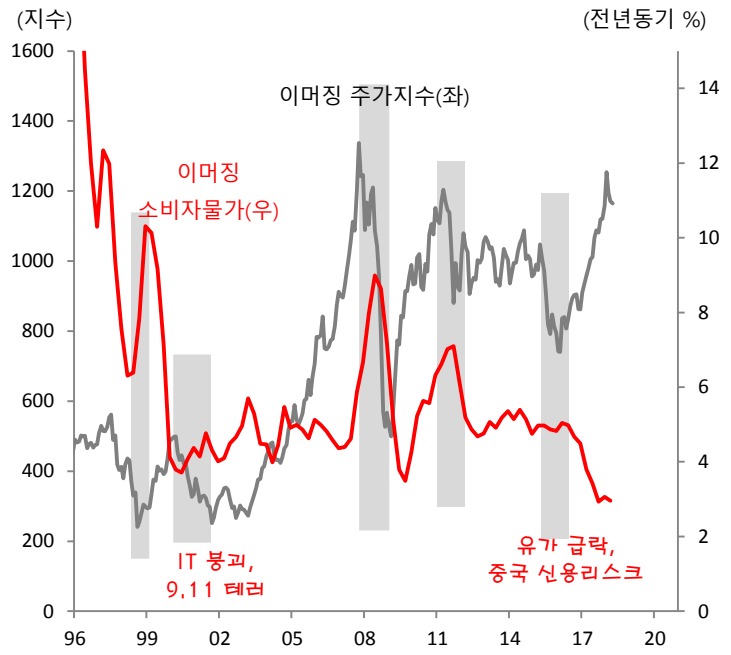
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

이머징 물가와 성장도 통화정책 차별화 리스크를 제한

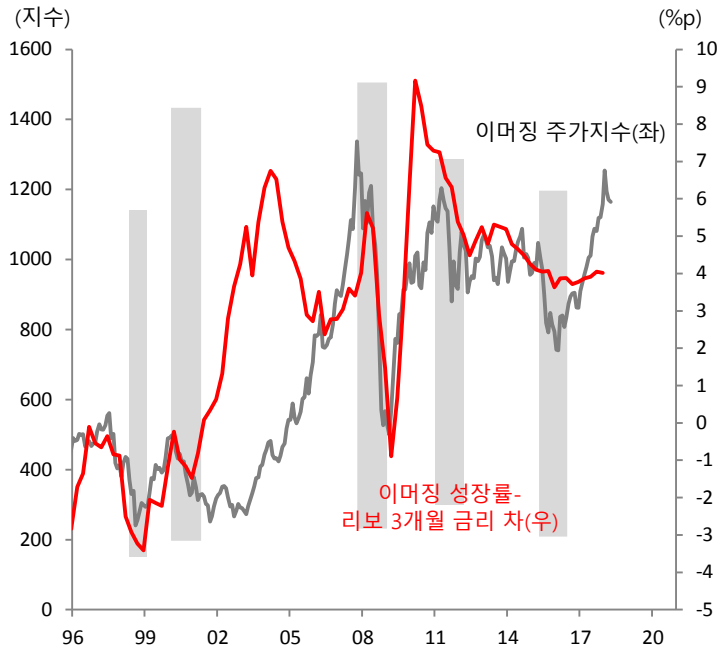
– 90년대 중반 이후 이머징 금융시장 불안이 확산되던 당시의 공통점은 이머징 시장내 물가 불안과 성장률 둔화가 동반되었다는 점임. 특히, 이머징 금융불안 당시 '이머징 성장률 – 리보금리간 차'가 급격히 하락하는 국면임. 즉 달러 차입금리 수준에 비해 성장률(=이익 증가율)이 상대적으로 미진해지면서 부채 상환에 대한 부담이 커졌던 시기였음

– 그러나 현재는 이머징 물가가 안정되고 있고 리보금리 상승에도 불구하고 성장률이 상대적으로 높은 수준을 유지하면서 '이머징 성장률 – 리보금리간 차'가 상승하는 국면임. 즉 이전 이머징 금융불안 당시와는 펀더멘탈 측면에서 차이를 보여주고 있음

<그림56> 이전 이머징 금융불안 당시와 달리 이머징 물가가 안정세를 유지하고 있음은 긍정적 현상



<그림57> 조달금리 상승폭에 비해 성장률 개선 폭이 큰 상황임



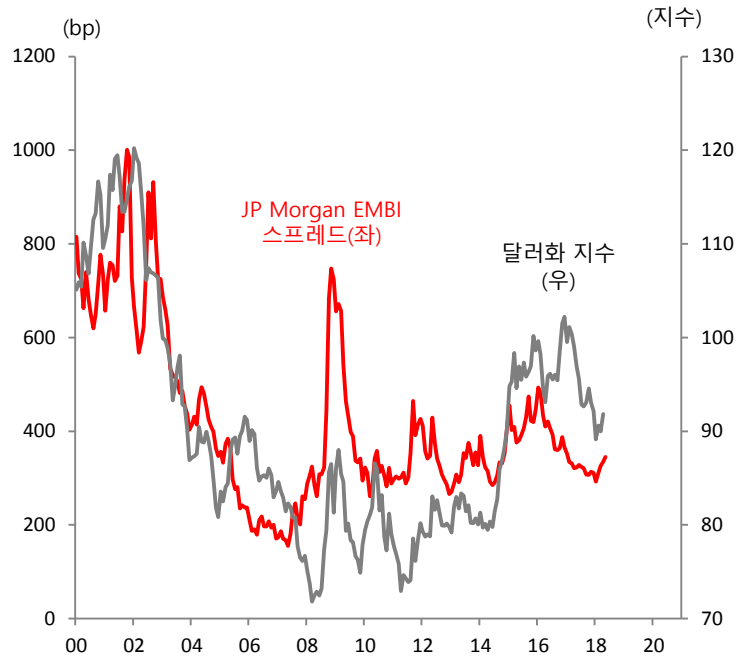
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

이머징 신용 스프레드도 낮은 수준

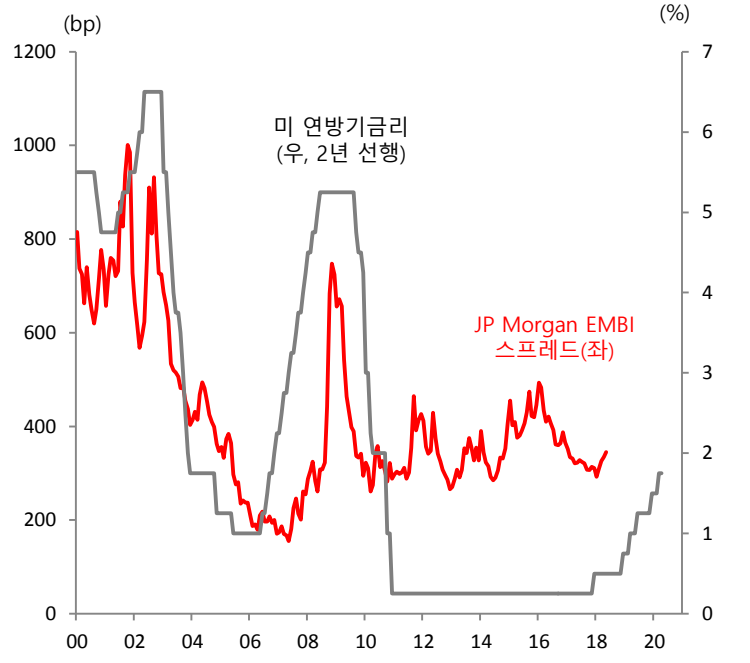
– 미 연준의 금리인상과 달러화 강세에도 불구하고 이머징 신용리스크는 상대적으로 낮은 수준을 유지중임

– 물론 신용위험이 후행한다는 측면에서 이머징 신용리스크가 점진적으로 상승하겠지만 하반기중 이머징 신용리스크가 큰 폭으로 상승할 가능성은 상대적으로 낮아 보임

<그림58> 현 달러 지수 수준은 이머징 금융불안을 확산시킬 수준은 아님



<그림59> 미 연준의 금리인상 사이클은 금년보다는 19년 후반부터 이머징 금융시장에 부정적 영향을 미칠 것임

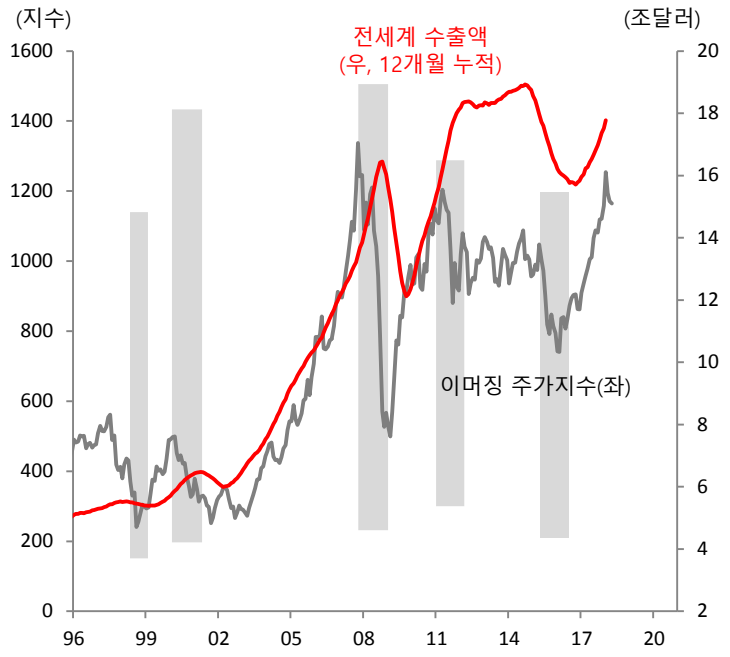


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

글로벌 교역과 유가는 이머징에 우호적인 변수

- 과거 이머징 금융시장 불안 당시 공통적으로 나타나는 현상은 글로벌 교역의 위축임. 글로벌 경기둔화로 교역 규모가 축소되고 이는 이머징 경제의 취약성을 노출시킴. 그러나 현 글로벌 교역 사이클은 완만한 회복국면이며 추가 확대가 예상되고 있음. 결국 이머징 경제에 우호적인 글로벌 교역환경도 통화정책 차별화 리스크가 제한적일 수 있음을 시사함
- 유가 흐름도 앞서 지적한 바와 이머징 금융시장 불안 혹은 신용위험을 희석시켜주는 역할을 하고 있음

<그림60> 이머징 주가와 전세계 수출액 : 이머징 주식시장의 가장 큰 위험은 글로벌 교역 위축임



<그림61> 유가 흐름은 아직 이머징 금융시장에 우호적 역할

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

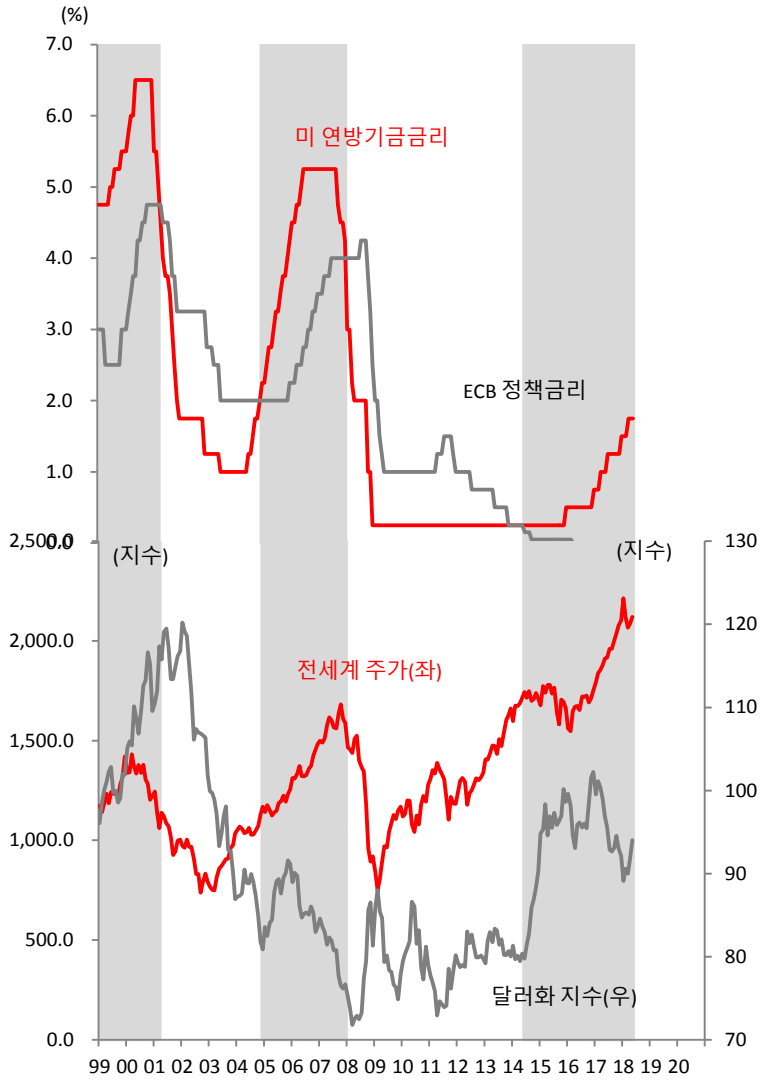
통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까

LEADING

미국과 Non-US간 통화정책 차별화가 꼭 위험한 것은 아니다. 문제는 경기사이클

- 미국과 Non-US간 정책 차별화, 구체적으로 미국 정책금리와 여타 주요국 정책금리간 역전 현상으로 인한 자금이동을 우려하는 목소리가 높음
- 다행스러운 것은 이전 금리역전 당시 주가는 양호한 흐름을 유지한 바 있음. 달러화 가치 역시 추세적으로 보면 약세를 보인 바 있음
- 결국 정책금리 역전이 금융시장에 리스크인 것은 분명하지만 경기사이클이 양호한다면 커다란 이슈로 작용하지 않을 수 있음을 시사함
- 오히려 금융시장이나 경기측면에서 가장 경계해야 할 리스크는 Non-US 국가들의 동시적 긴축기조 전환과 이에 따른 경기사이클 둔화 리스크임

<그림62> 미국과 Non-US간 통화정책 차별화 당시 주가와 달러화 추이

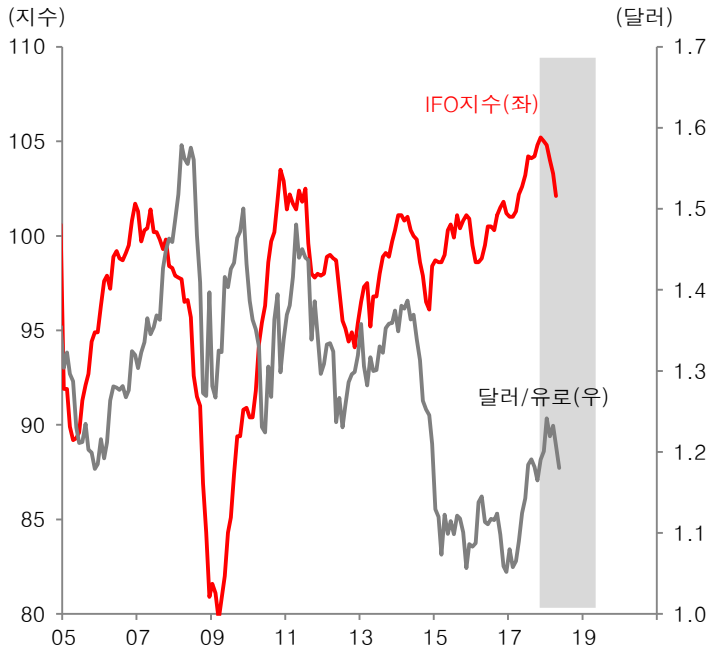


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

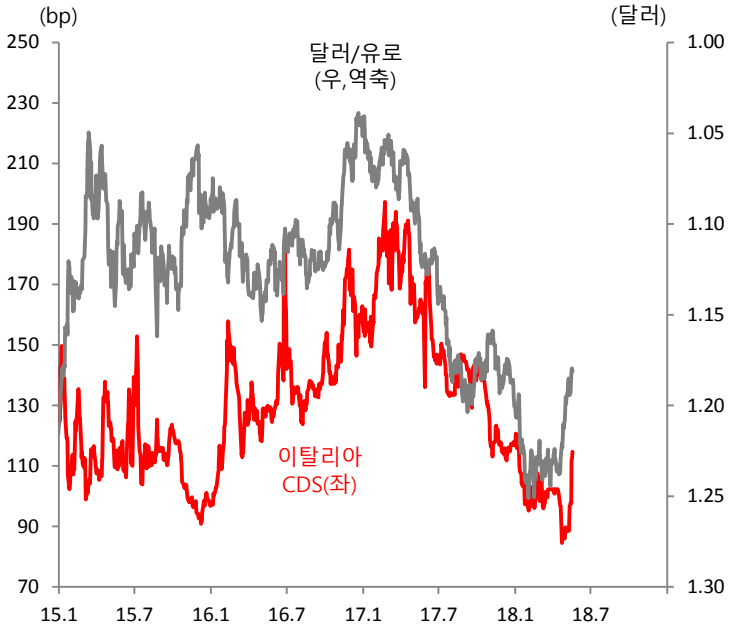
통화정책 차별화와 함께 유로화 약세가 달러화 강세의 주요 빌미를 제공

- 달러 강세 전환의 가장 큰 원인은 미국과 Non-US 간 통화정책 차별화 확대 우려지만 또 다른 요인으로 유로화 가치의 급락을 들 수 있음
- 유로 경기가 지난해말을 기점으로 예상외로 가파른 둔화세를 보였고 이탈리아 정치 불안 심리도 재차 확산되면서 유로가치가 예상외로 큰 폭의 하락세를 기록함

<그림63> 유로 경기 부진이 유로화 가치 급락으로 이어짐



<그림64> 이탈리아의 정치 불안 리스크도 유로화 약세 요인



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미 연준과 달리 지연되고 있는 ECB의 통화정책 정상화

– 미 연준의 경우 시장의 예상 혹은 예상보다 빠른 긴축행보를 이어가고 있지만 ECB의 통화정책 정상화 시점은 시장의 기대보다 지연되는 분위기임

– ECB의 통화정책 정상화 지연은 유로와 미국간 금리 스프레드 확대로 이어지면서 유로화의 가파른 약세, 역으로 달러화 가치의 급반등을 초래함

<그림65> 미-유로간 금리 격차, 통화정책 차별화는 유로화에 영향을 미치는 변수임. 하반기 ECB의 통화정책 전환 여부가 변수

<그림66> 통화정책 차별화로 미국-독일간 금리 스프레드가 300bp를 상회하고 있음

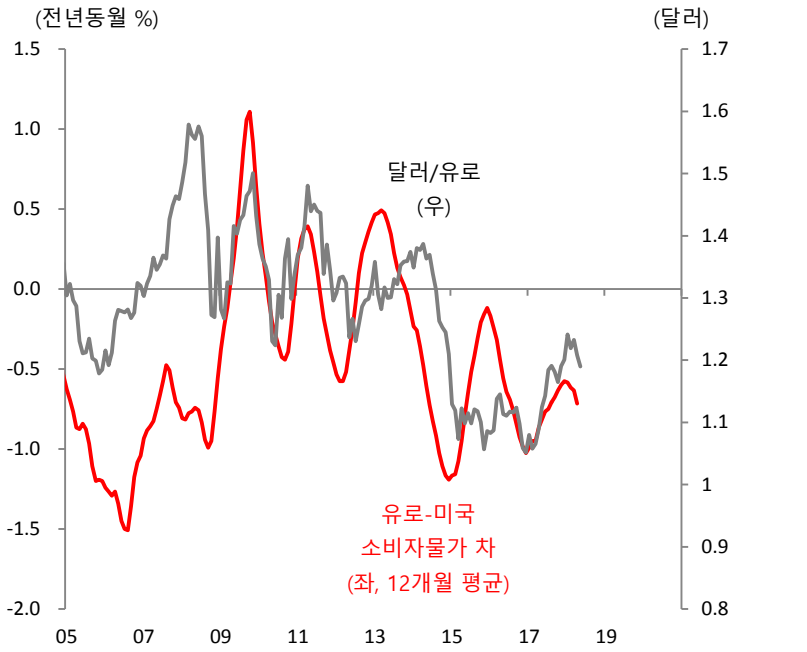
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

통화정책 차별화 현상 심화가 하반기에도 이어질지는 불확실

– 유로와 미국간 물가 기대감과 성장 모멘텀이 차이를 보이면서 통화정책 차별화 기대감 역시 확대되고 있음. 그러나 하반기중 유로존 물가압력이 점진적으로 높아지고 경제지표도 반등한다면 통화정책 차별화 기대감도 약화될 것으로 예상

– 하반기중 미 연준의 통화정책보다 ECB의 통화정책 변화 여부가 유로화 반등(=달러화 가치 하락)에 큰 영향을 미칠 전망임

<그림67> 성장률보다 물가 흐름의 차이가 미 연준과 ECB 간 통화정책 차별화를 심화시키고 있음



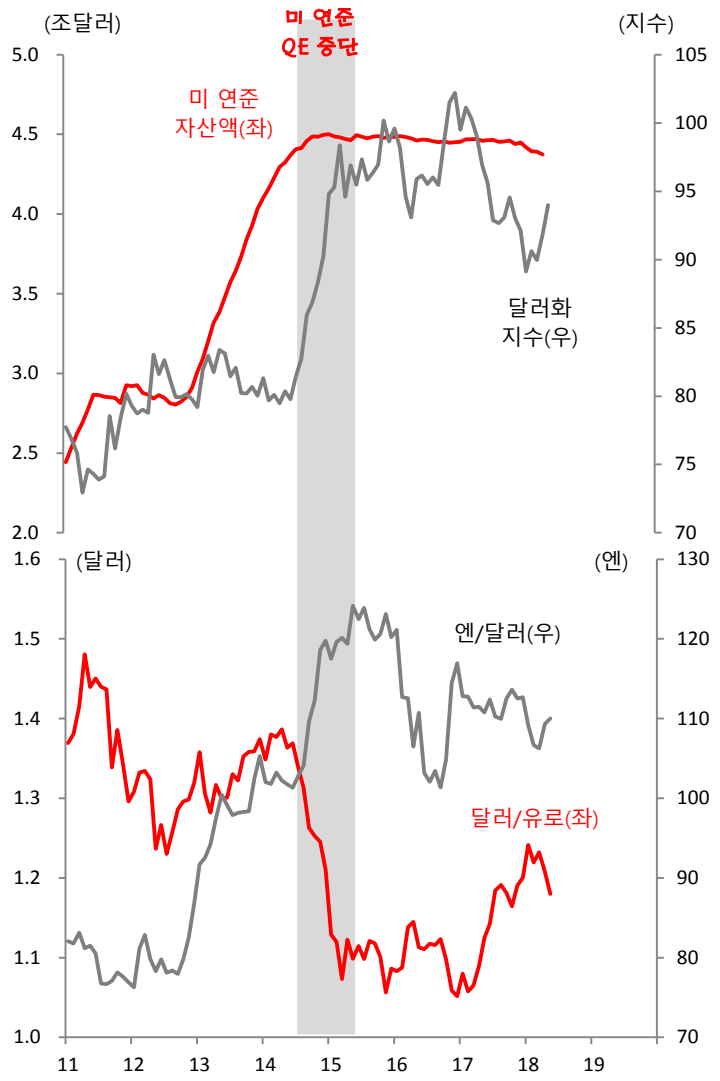
<그림68> 유로존 고용시장 개선 흐름은 통화정책 차별화에도 불구하고 유로화의 추가 하락을 억제하는 변수임

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

2014~15년 달러화 초강세 시기와는 다르다

- 2014~15년 달러화 가치가 급등했던 국면이 재연되지 않을 것으로 예상함
- 2014~15년 미 연준은 양적완화를 중단하고 금리인상에 나설 준비를 하는 등 통화정책이 긴축으로 선회하는 국면이었지만 반대로 ECB와 BOJ는 양적완화 규모를 확대했던 국면이었음. 즉 통화정책 차별화 현상이 본격화되면서 달러화 가치를 급반등시킴
- 그러나 현 상황은 통화정책 차별화가 지속되고 있지만 하반기 ECB의 통화정책 기조 전환이 예상되고 있음. 즉 통화정책 차별화보다는 통화정책 동조화가 기대된다는 점에서 2014~15년과 같은 달러화의 급반등은 재연되지 않을 것임

<그림69> 2014~15년과 같은 달러화 강세 국면이 나타날 가능성은 낮아 보임

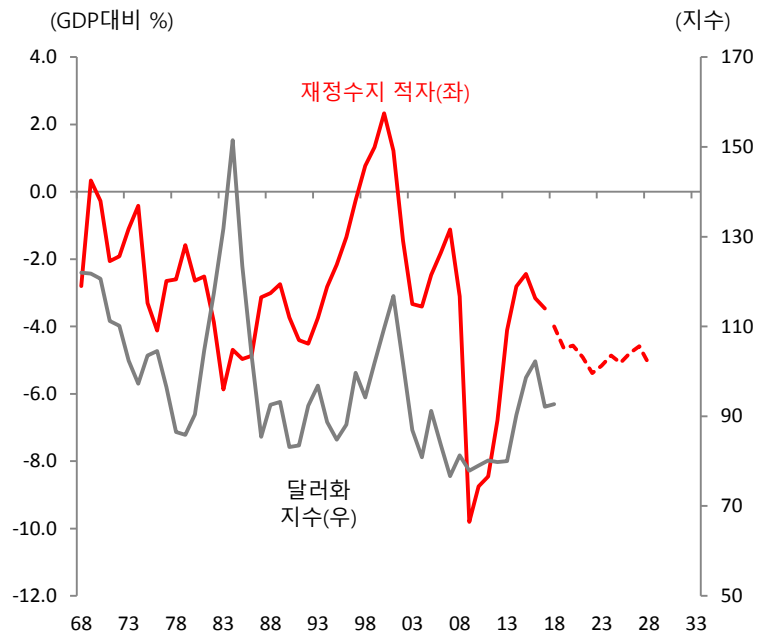


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

달러화도 펀더멘탈 측면에서 취약하다

- 미국 금리인상 사이클이 달러화를 지지하고 있지만 트럼프 노믹스 영향으로 미국 재정수지 적자 규모는 더욱 확대될 공산이 높음
- 미국 달러화의 펀더멘탈이 더욱 취약해질 수 있음은 달러화 강세 폭을 제한하거나 혹은 궁극적으로 약세 요인으로 작용할 가능성이 높음

<그림70> 중장기적으로 미국 재정수지 적자 확대는 달러화의 약세 요인



자료: Bloomberg, CBO, 리딩투자증권 리서치

2 Summary

7 Chapter1. 거세지는 글로벌 경기의 late-cycle 논쟁

26 Chapter2. 미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크

1. 유가 리스크 : 독인가 약인가 ?
2. 무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)
3. 통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까
4. 달러화 리스크 : 달러화 강세 고착화되나

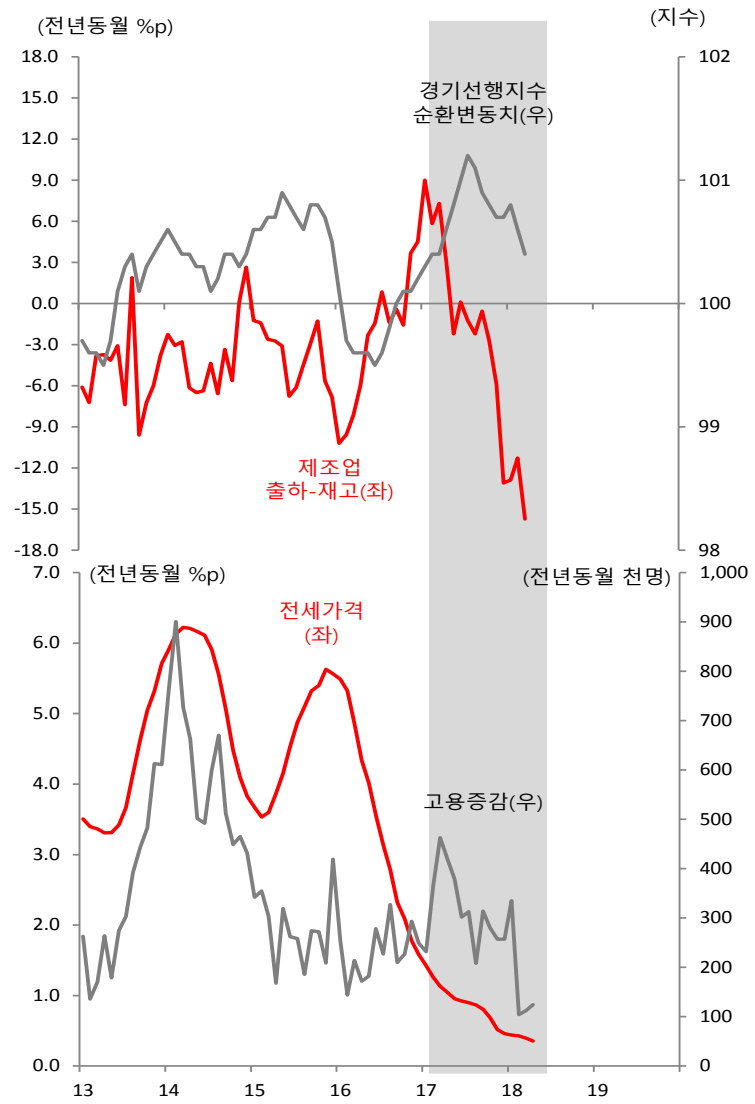
51 Chapter3. 국내 경제 : 경기둔화 일시적일까

59 Chapter4. 금융시장 전망

국내 경기, 절벽 리스크 부각 중

- 국내 각종 경제지표가 동반 급락하는 절벽 리스크가 부각되면서 경기사이클 논쟁이 가열되고 있음
- 국내 경기선행지수, 제조업 경기, 고용시장은 물론 주택경기가 동반 부진을 보이고 있음
- 관건은 현 절벽 현상이 일시적 현상인지 아니면 추세적 현상인지 여부임

<그림71> 경제지표의 절벽 현상으로 국내 경기관련 논란이 확산중

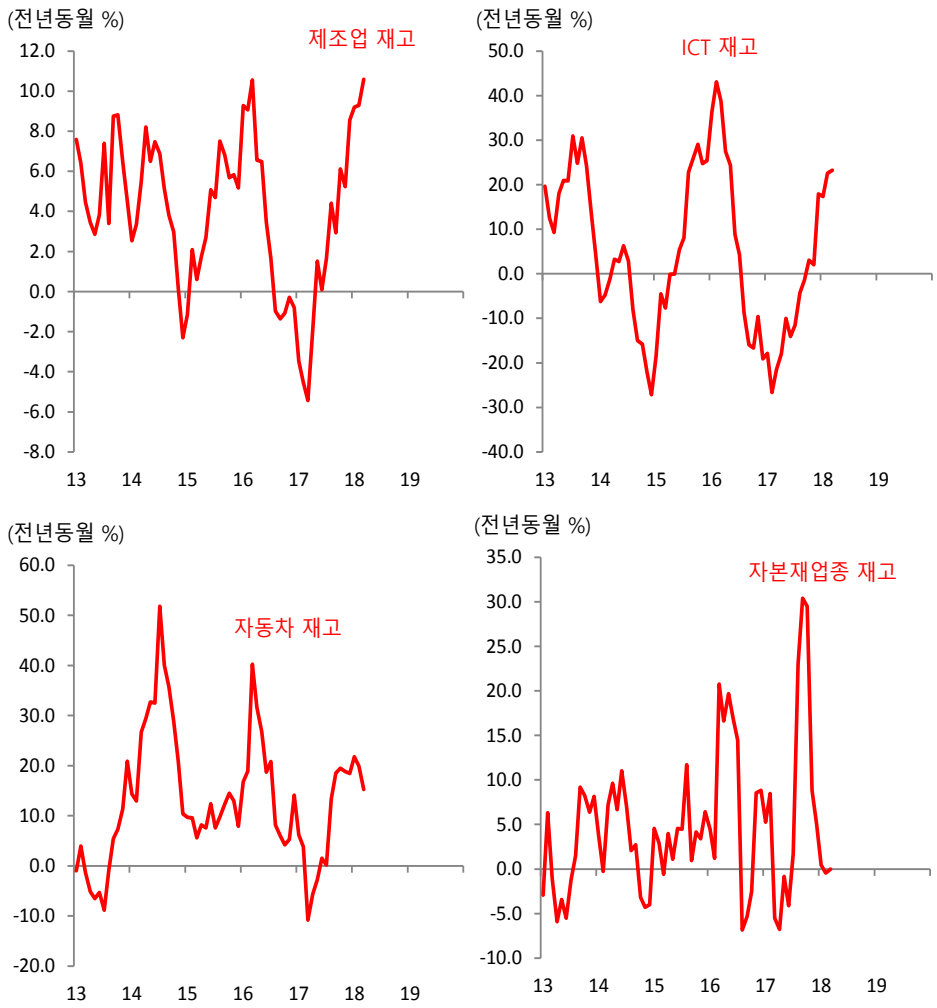


자료: Bloomberg, 통계청, 리딩투자증권 리서치

국내 제조업, 출하도 문제지만 재고부담이 더 큰 리스크

- 수출경기를 이끌던 반도체 등 IT 재고가 수요 부진의 영향으로 지난해 하반기들면서 큰 폭으로 증가함. 자동차 업종 역시 파업과 수요 부진으로 재고부담이 가중되고 있음
- 다행히 자본재 업종의 재고 수준은 상대적으로 높은 수준이 아님
- 결국 재고부담을 얼마나 빨리 해소할지가 제조업 경기 반등의 중요한 열쇠가 될 전망임

<그림72> 높아진 재고부담은 제조업 경기 개선을 어렵게 하는 요인

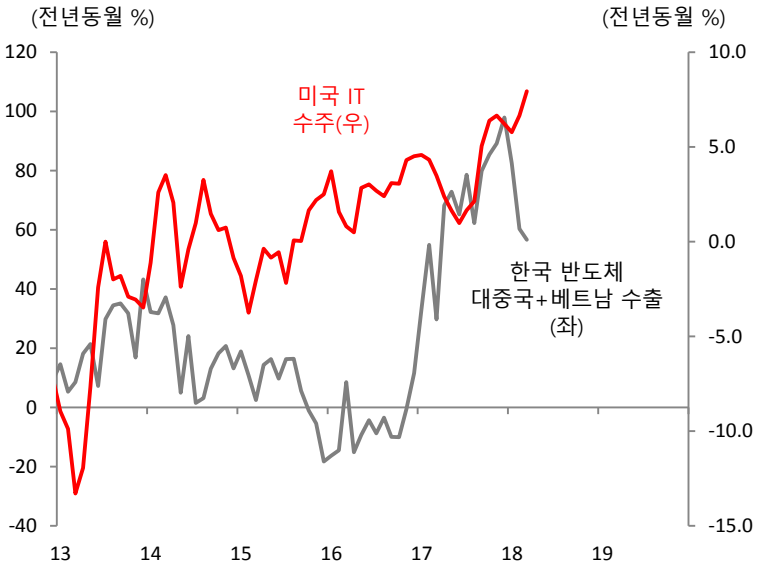


자료: Bloomberg, 통계청, 리딩투자증권 리서치

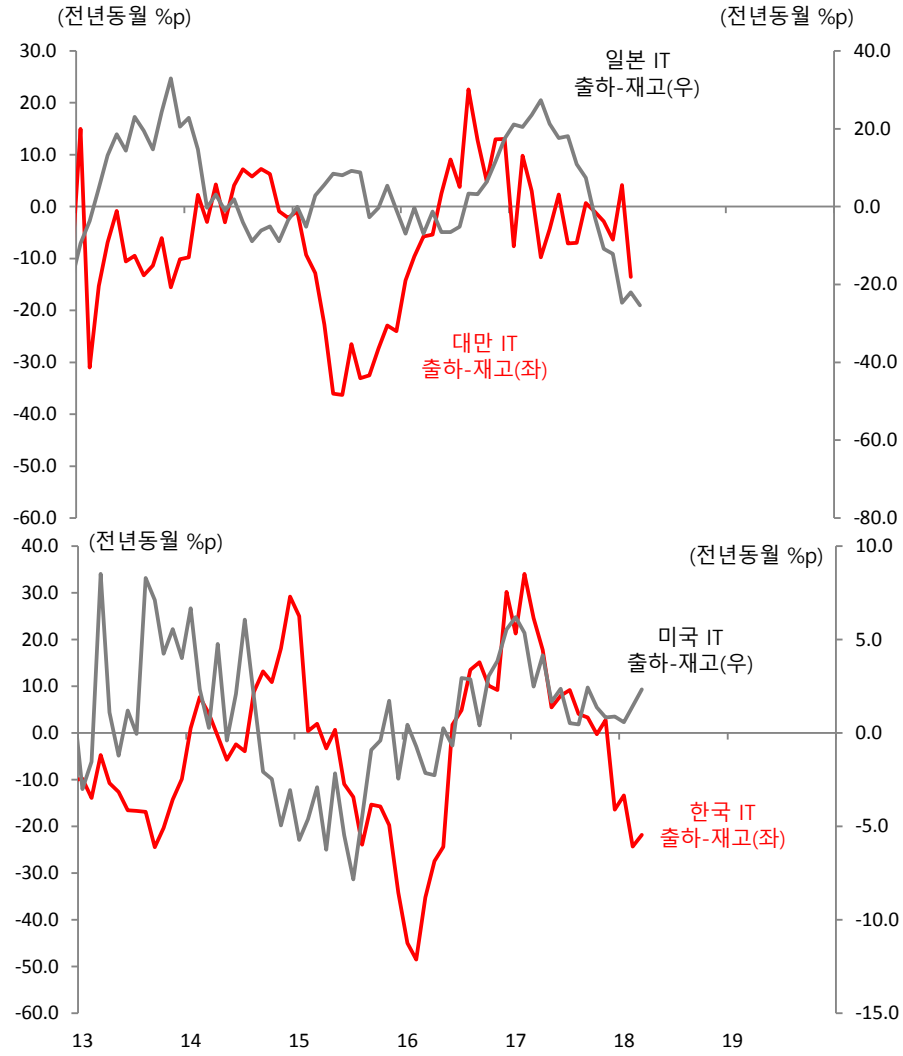
IT재고 부담은 점차 해소될 것으로 기대

- 글로벌 전체적으로 IT 업종이 동반 조정사이클에 진입한 상황이지만 다행히 미국 IT업황은 반등 시그널을 보여주고 있음. 특히 IT 수주, 즉 투자는 견조한 추세를 유지하고 있음
- 국내 반도체 수출 역시 기저효과 영향으로 증가율은 둔화되었지만 여전히 높은 수출증가율을 유지중
- IT재고의 경우 점진적으로 해소될 가능성이 있음

<그림73> 미국 IT 수주와 국내 반도체 수출 호조는 글로벌 IT 사이클이 여전히 견조함을 시사



<그림74> 글로벌 주요국의 IT 업종사이클이 동시에 조정국면에 진입했지만 다행히 미국 IT 업종은 조정 마무리 이후 개선중

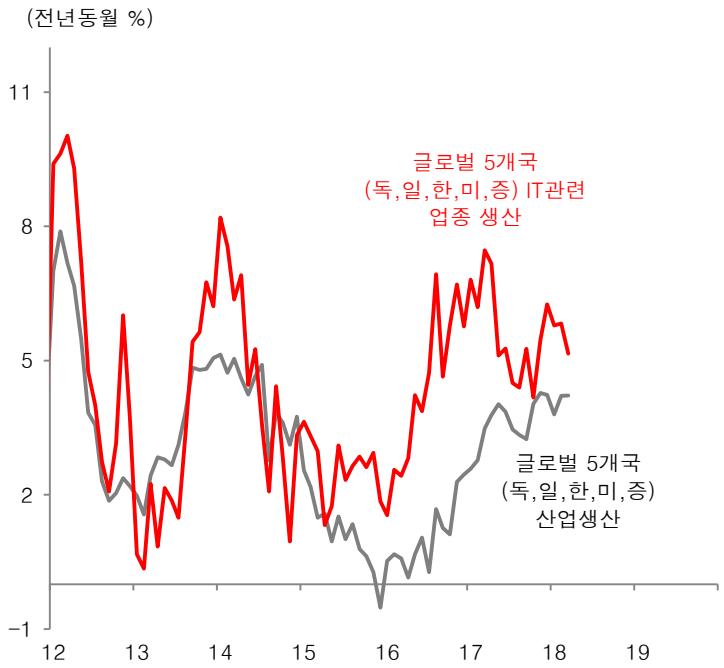


자료: Bloomberg, 통계청, 리딩투자증권 리서치

다행히 글로벌 제조업사이클은 양호

- 주요국 산업활동 추이를 보면 상승 흐름이 이어지고 있음. IT 업종의 모멘텀이 다소 둔화되었지만 우려할 수준은 아님
- 원자재 가격 상승 등으로 인한 자본재 업종의 모멘텀 강화 등으로 하반기 글로벌 제조업 사이클은 추가 상승세를 이어갈 것으로 예상함
- 글로벌 제조업 사이클이 양호하다는 점은 국내 제조업 사이클에 우호적 영향을 미칠 것임

<그림75> 글로벌 제조업 업황을 우려할 단계는 아님

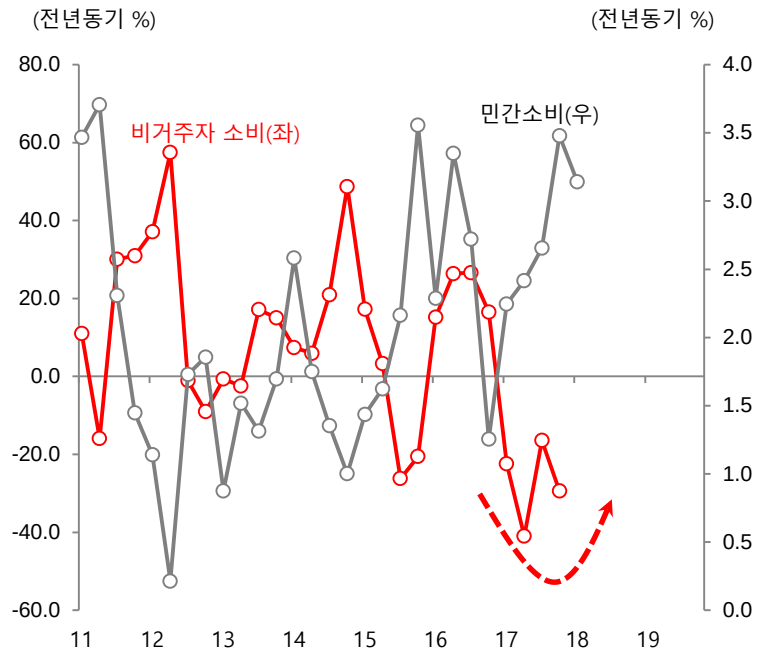


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

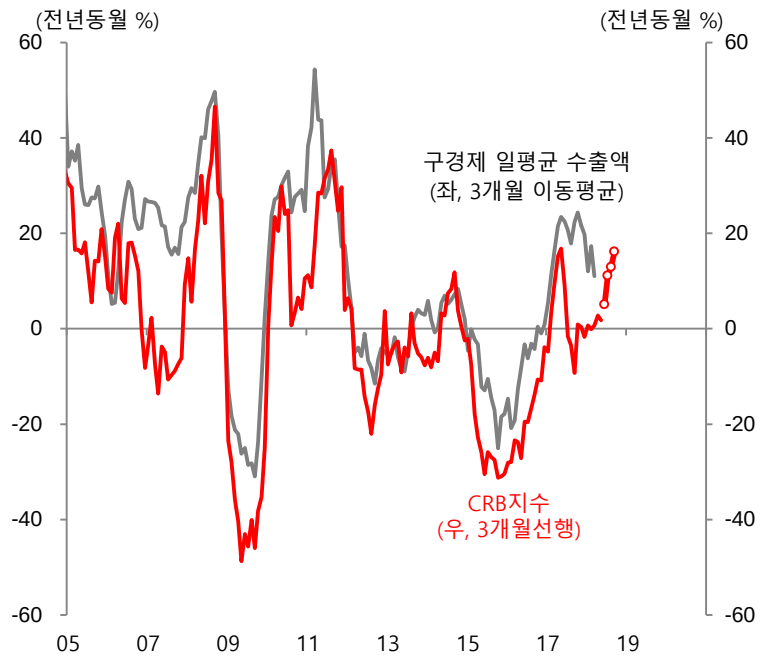
하반기 기대되는 모멘텀(1)

– 사드 리스크 완화가 내수 경기에 긍정적으로 모멘텀 영향을 줄 것이며 원자재 가격 상승에 따른 구경제 수출 모멘텀도 국내 경기 사이클에 기여할 것으로 전망됨. 추경 집행 역시 하반기 내수부문에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단됨

<그림76> 사드관련 규제 완화에 따른 하반기 중국 효과가 국내 내수 경기에 기여할 전망임



<그림77> 유가 등 원자재 가격 상승으로 국내 구경제 업종의 수출 개선이 기대됨

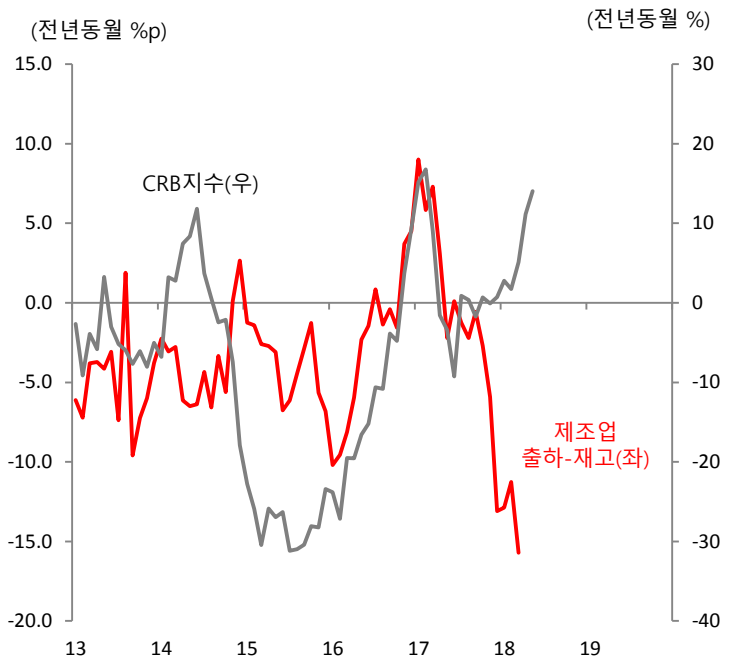


자료: Bloomberg, 한국은행, 무역협회, 리딩투자증권 리서치

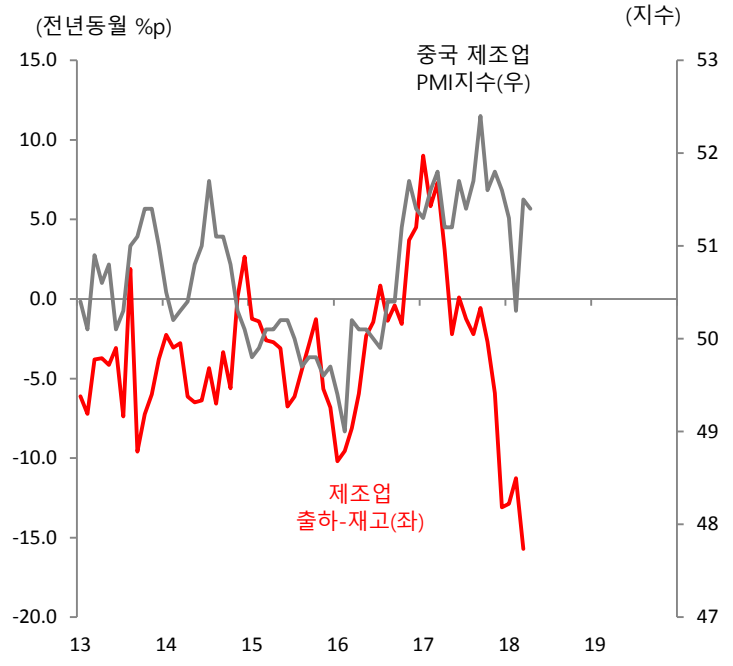
하반기 기대되는 모멘텀(2)

– 원자재 가격 상승에 대한 자본재 업종의 업황 개선 가능성과 국내 제조업 경기에 큰 영향을 미치는 중국 제조업 경기의 반등도 국내 제조업 출하-재고 사이클에 긍정적 역할을 할 것임. 즉 하반기중 국내 제조업 조정사이클이 마무리되면서 반등할 것으로 예상함

<그림78> 원자재 가격과 국내 제조업 경기가 엇박자를 보이고 있지만 점차 괴리감이 축소될 것으로 기대



<그림79> 중국 제조업 경기의 개선도 국내 제조업의 반등 가능성을 시사

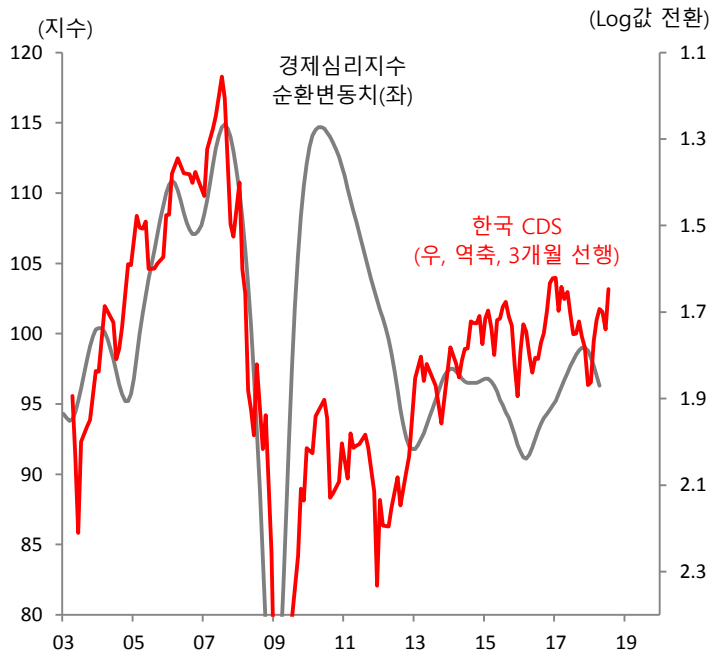


자료: Bloomberg, 통계청, 리딩투자증권 리서치

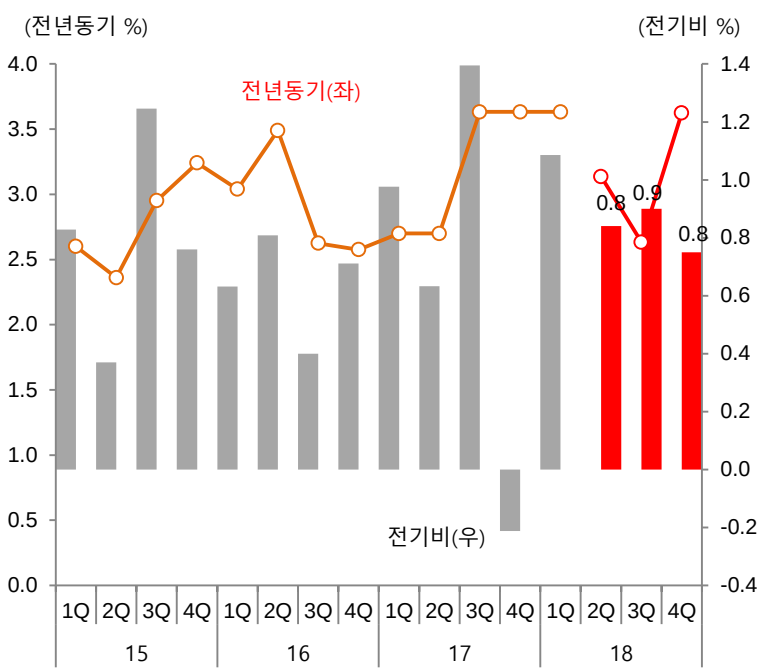
북핵 리스크 완화시 경제심리 개선에 기여

- 북한 지정학적 리스크와 국내 경제심리는 높은 상관관계를 보여왔음. 성공적인 북미 정상회담으로 북한발 지정학적 리스크가 크게 완화된다면 경제심리 개선과 내수 회복에 긍정적 역할을 할 것임
- 국내 경기사이클 논쟁이 격화되고 있지만 국내 경기사이클이 하반기 완만한 확장국면을 이어갈 공산이 높다는 판단임. 18년 GDP성장률은 3.1%로 예상함

<그림80> 북한 지정학적 리스크도 국내 경제심리 흐름에 중요한 영향을 미칠 것임



<그림81> 경기 논란이 불거지고 있지만 국내 경기는 완만한 확장국면을 이어갈 것으로 예상



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

2 Summary

7 Chapter1. 거세지는 글로벌 경기의 late-cycle 논쟁

26 Chapter2. 미 연준과 트럼프발 불확실성 리스크

1. 유가 리스크 : 독인가 약인가 ?
2. 무역전쟁 리스크 : 80년대 데쟈뷰(déjà vu)
3. 통화정책 차별화 리스크 : 충격이 없을까
4. 달러화 리스크 : 달러화 강세 고착화되나

51 Chapter3. 국내 경제 : 경기둔화 일시적일까

59 Chapter4. 금융시장 전망

미국 물가 상승 기조는 이어질 전망

– 미국내 물가상승 기조는 최소한 19년 초반까지는 이어질 전망임. 고용시장 개선과 설비가동률 상승 등으로 비용상승(=Cost Push) 인플레이션 압력은 높아질 전망임

– 코어 소비자물가를 선행하는 당사의 물가압력 지수가 상승세를 이어가고 있음

<그림82> 미국내 물가압력이 높아지면서 금리의 추가 상승을 예고 중
(노동부문 물가압력은 '평균 실업률 - 현 실업률 차' 이며 설비가동률 물가압력은 '현 설비가동률 - 평균 설비가동률 차임)

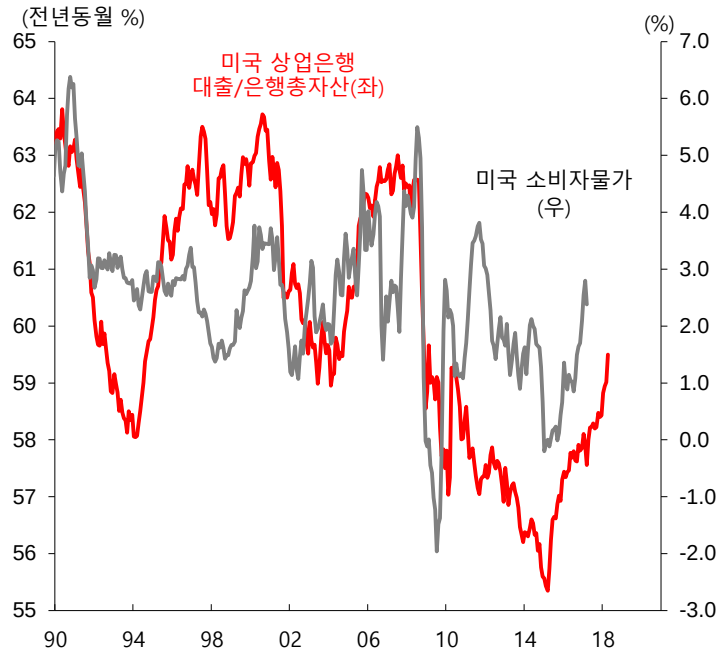
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

레버리지 비율 개선도 물가 상승 압력

– 은행총자산 대비 대출 비중, 즉 레버리지 비율이 최근 가파른 상승세를 보이고 있음. 이전에도 동 비율이 물가와 금리와 높은 상관관계 보여왔음을 감안할 때 통화측면에서도 물가와 금리 상승 압력이 높아진 것임

<그림83> 미국내 레버리지 비율 상승 현상도 국채 금리의 추가 상승을 예고

<그림84> 레버리지 비율 상승으로 대변되는 시중 유동성 흐름도 미국 내 물가압력을 높이는 요인임

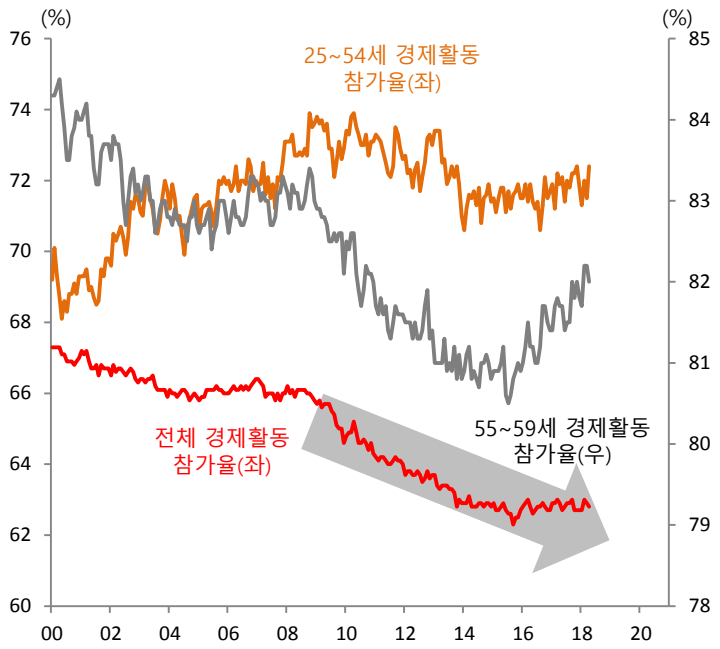


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

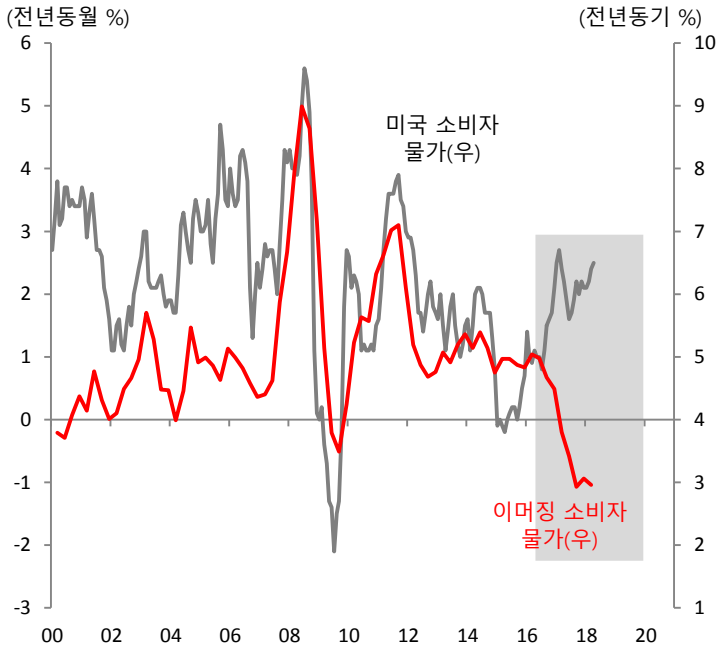
물가 상승세는 유지될 전망이지만 여전히 점진적 상승 기조

– 고용시장의 미흡한 질적 개선, 미국 수입물가에 영향을 미치는 이머징의 낮은 물가, 고령화로 대변되는 인구사이클, 4차 산업혁명 효과, 아마존 효과로 대변되는 온라인 매출 증가 등의 구조적 변화가 과거에 비해 물가압력이 높지 않을 수 있는 이유임

<그림85> 미국내 낮은 경제활동 참가율은 실업률 하락에도 불구하고 임금이 큰 폭으로 상승하지 않은 이유 중에 하나임



<그림86> 이머징 물가의 안정도 미국 소비자물가 흐름이 과거와 다른 추세를 보여주는 요인으로 작용중

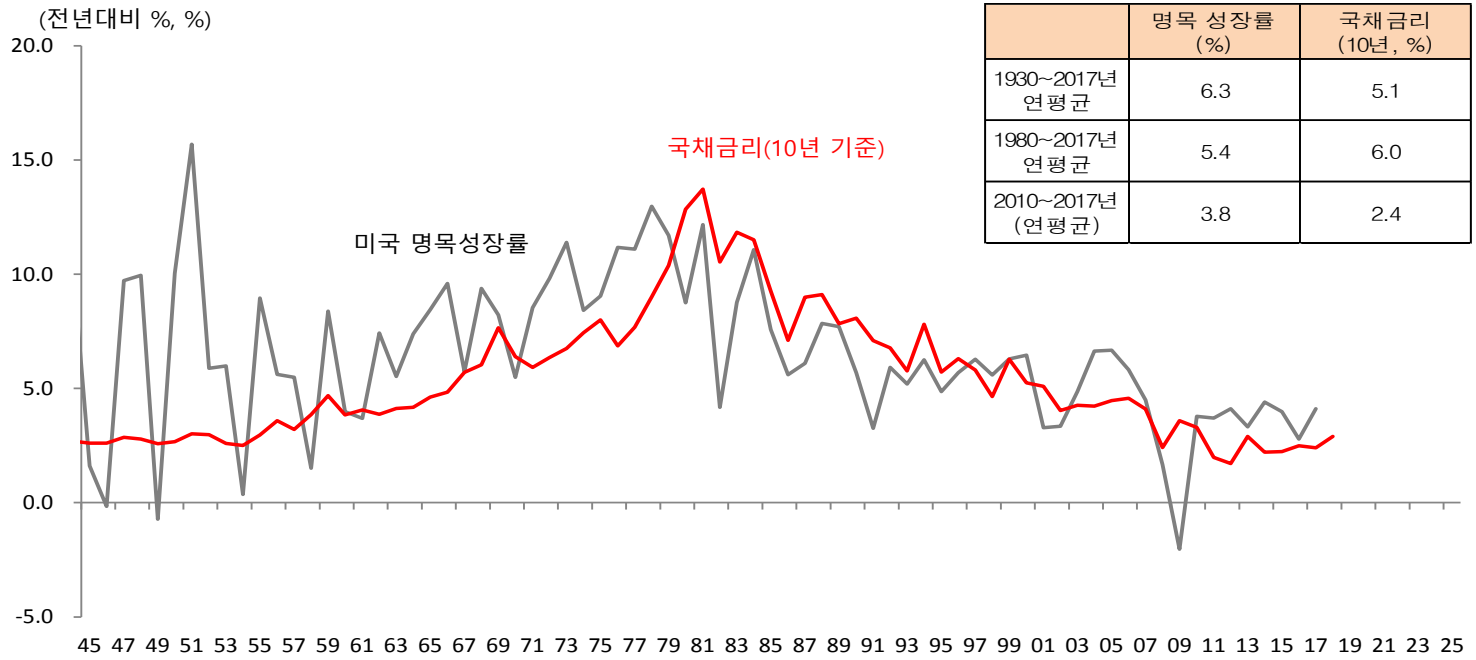


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미국 10년물 금리, 명목 성장률 하회 흐름 지속

– 미국 경기가 정상화되고 있지만 낮은 물가와 잠재 성장률 하락 등은 여전히 시중금리(=10년물 국채금리)가 명목 성장률을 상회하지 못하게 하는 요인으로 작용할 것임. 즉 10년물 국채금리가 일정 수준의 스프레드를 두고 명목 성장률을 하회할 것으로 예상함. 참고로 미국 명목 성장률 수준은 4% 수준을 밑돌고 있음

<그림87> 미국 명목 GDP성장률과 10년물 국채금리



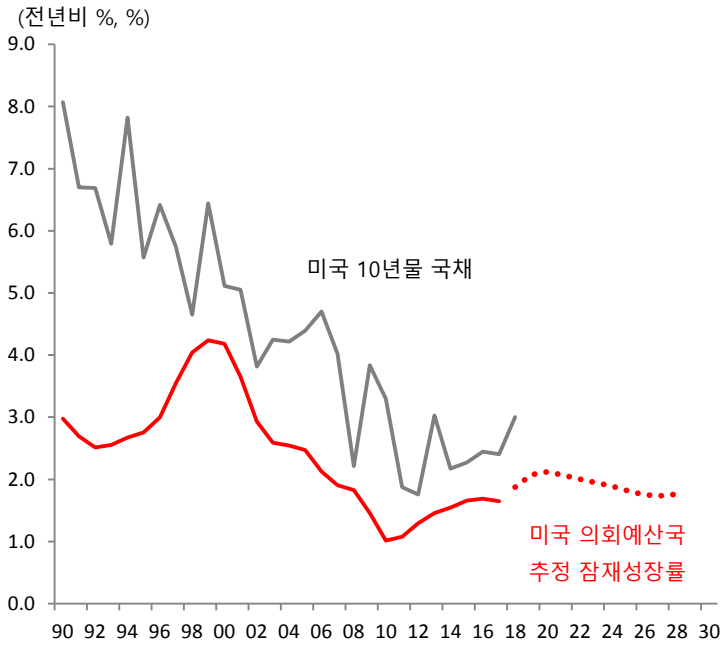
	명목 성장률 (%)	국채금리 (10년, %)
1930~2017년 연평균	6.3	5.1
1980~2017년 연평균	5.4	6.0
2010~2017년 (연평균)	3.8	2.4

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

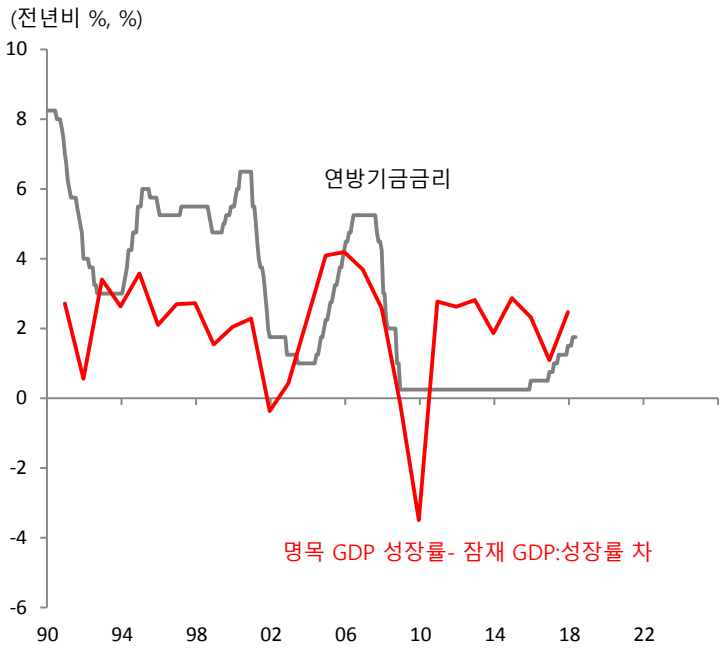
미국 10년물 국채금리는 18년말 3.2~3.3% 수준 예상

- GDP갭 플러스 전환, 잠재 성장률 상향 그리고 미 연준의 정책금리 인상 사이클 등을 고려할 때 시중금리(=미국 10년물 국채금리)의 상승세는 이어질 것임
- 다만 잠재성장률과 명목 성장률 수준을 감안할 때 18년말 기준으로 미국 10년물 국채금리는 3% 중반대를 의미 있게 상회하기는 힘들어 보임. 연말 미국 10년물 국채금리는 3.2~3.3% 수준을 예상함

<그림88> 미국 잠재 GDP성장률 수준의 상향 흐름도 시중 금리의 추가 상승 요인



<그림89> 명목 성장률이 잠재 성장률을 크게 상회할 가능성이 낮아 미 연준의 현 정책금리 인상 기조 역시 크게 변화하지 않을 듯



자료: Bloomberg, CBO, 리딩투자증권 리서치

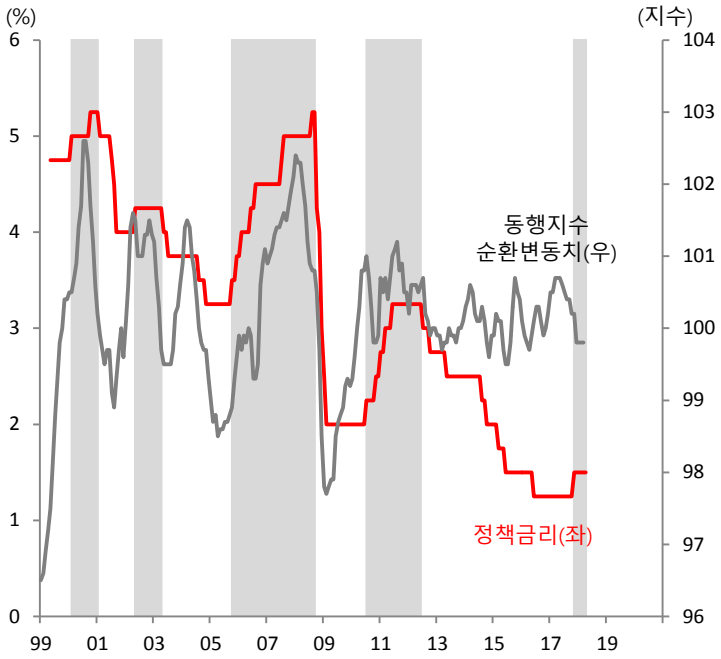
국내 정책금리 인상은 4분기중 한차례

– 국내 경기사이클 둔화 리스크에도 불구하고 한-미간 정책금리 역전 리스크로 인해 하반기 한차례의 정책금리 인상이 예상됨

– 경기사이클의 추가 확인 및 추경 집행 등을 감안하면 3분기보다는 4분기중 정책금리를 인상할 가능성이 높아 보임

<그림90> 국내 가계신용 증가세 둔화도 정책금리 인상 시점을 지연시키는 요인

<그림91> 과거 경기동행지수 하락 국면에서 금리인상이 단행된 사례는 없음



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

금리인상국면에서 미국 주식시장

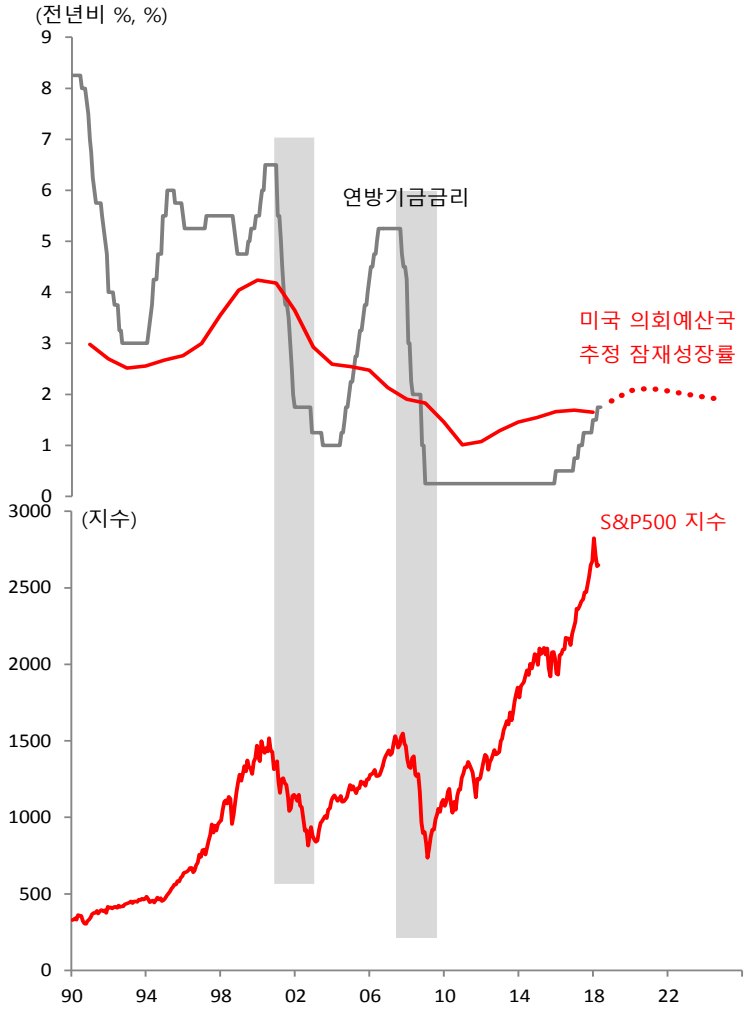
- 90년초 이후 미국 금리인상국면과 미국 주가 흐름을 보면 통상적으로 금리인상 막바지국면에 주가의 정점이 나타남
- 더욱이 금리인상 국면이지만 잠재성장률이 상승하는 국면에서 미국 주가는 상승흐름을 유지했음. 참고로 미국 의회예산국(CBO)은 미국 잠재성장률이 2020년까지 상승한 이후 둔화될 것으로 전망함

<표> 미국 금리인상 사이클과 주가 고점 비교

		99년 인상사이클	04년 인상사이클	15년 인상사이클
정책금리 인상 시작 시점 (금리인상 종료시점)	미국	99년 6월 (00년 5월)	04년 6월 (06년 4월)	15년 12월 (?)
	유로	99년 11월 (00년 10월)	05년 12월 (08년 7월)	15년 12월 (?)
	일본	00년 8월 (00년 8월)	06년 7월 (07년 2월)	15년 12월 (?)
주가 최고치	미국	00년 3월	07년 10월	?
	선진국	00년 3월	07년 7월	?
	이머징	00년 2월	07년 10월	?

자료: Bloomberg, CBO, 리딩투자증권 리서치

<그림92> 미국 주가의 조정은 잠재성장률이 하락하거나 금리인상이 종료되는 시점



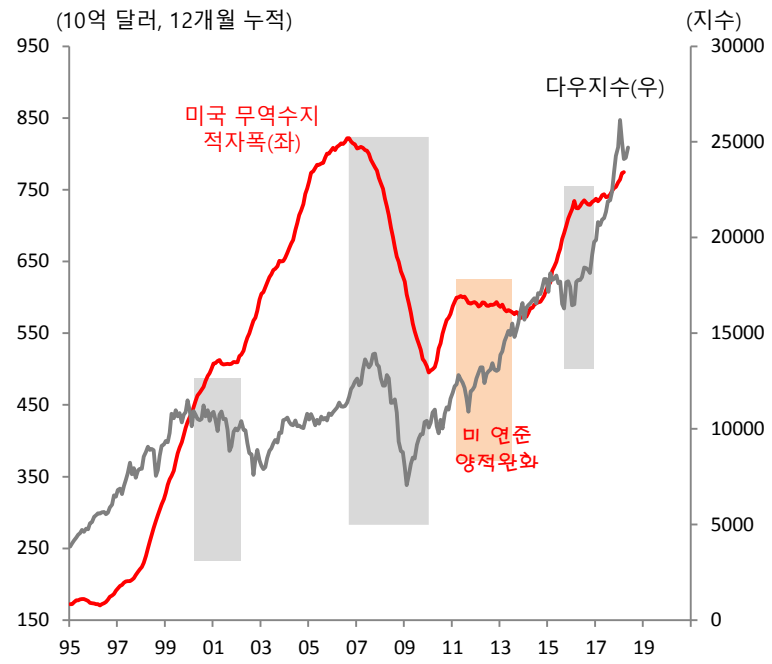
자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

물가와 무역수지 관점에서 바라본 미국 주식시장

- 역사적 추이를 보면 미국 주식시장이 큰 폭의 조정을 받는 시점은 미국 생산자물가지수가 급락하고 무역수지 적자 규모가 축소되는 국면임. 즉 미국 경기가 본격적인 하강내지 침체국면에 진입하는 국면임
- 현재 미국 경기사이클이 인플레이션 압력이 확대되고 무역수지 적자 폭이 확대되는 경기확장국면이라는 점임. 즉 이전 사례를 감안할 때 18년중 미국 주식시장이 큰 폭의 조정을 기록한 가능성은 낮아 보임

<그림93> 미국 생산자물가지수와 미국 주가 추이

<그림94> 미국 무역수지 적자와 미국 주가 추이

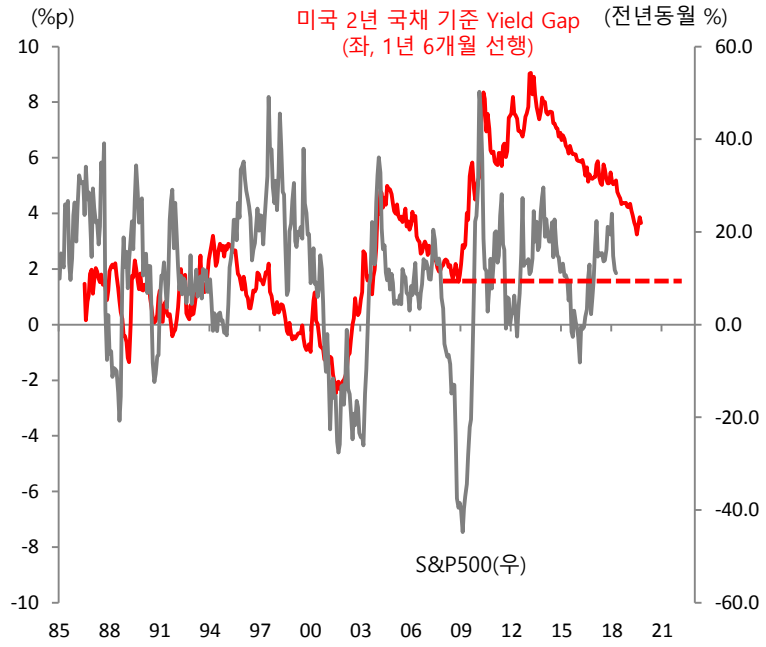


자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

미국 yield gap 수준도 주식시장에 유리한 국면

- 2년 국채금리 기준으로 한 미국 yield gap 추이를 보더라도 역사적 평균치를 상회하고 있음
- 향후 정책금리 인상을 감안하더라도 18년~19년 초반까지 yield gap 수준은 이전 저점 수준을 상회할 것으로 예상되어 주식시장에 유리한 국면이 지속될 전망임

<그림95> 미국 yield gap 수준은 미국 주가의 추가 상승을 시사



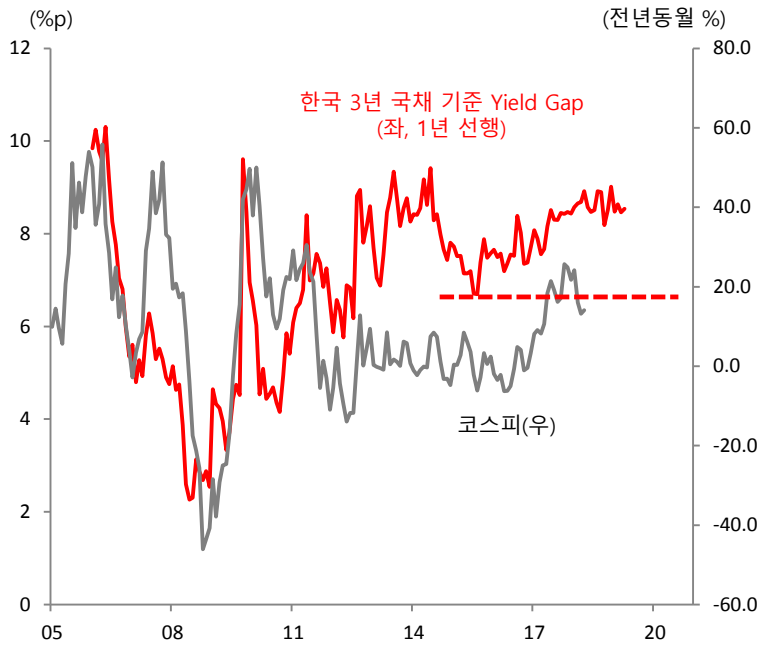
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

국내 yield gap 수준도 주가의 추가 상승을 예고

– 국내 yield gap 수준 역시 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있는 등 주가의 추가 상승 가능성을 시사해주고 있음

– 미 연준의 금리인상 리스크를 반영하여 Yield Gap에서 이머징 리스크(EMBI 스프레드)를 차감하더라도 yield gap 수준은 국내 주식시장의 양호한 흐름을 예고하고 있음

<그림96> 국내 yield gap 수준도 주가 상승 흐름 지속을 예고



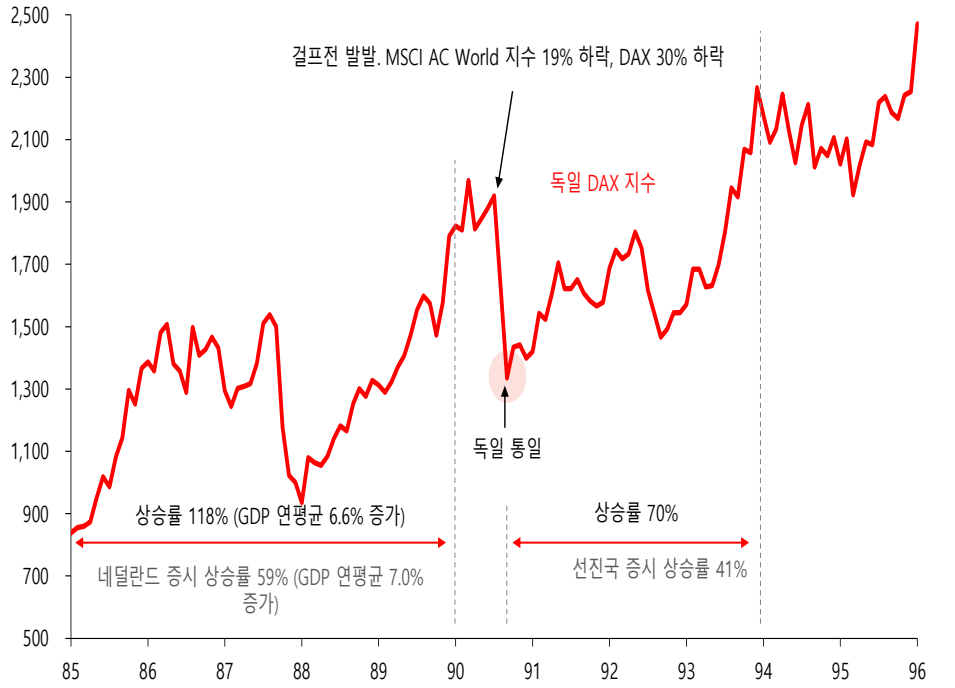
<그림97> 위험 리스크를 반영한 국내 yield gap 추이

자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

하반기 국내 주식시장의 상하방 리스크 ?

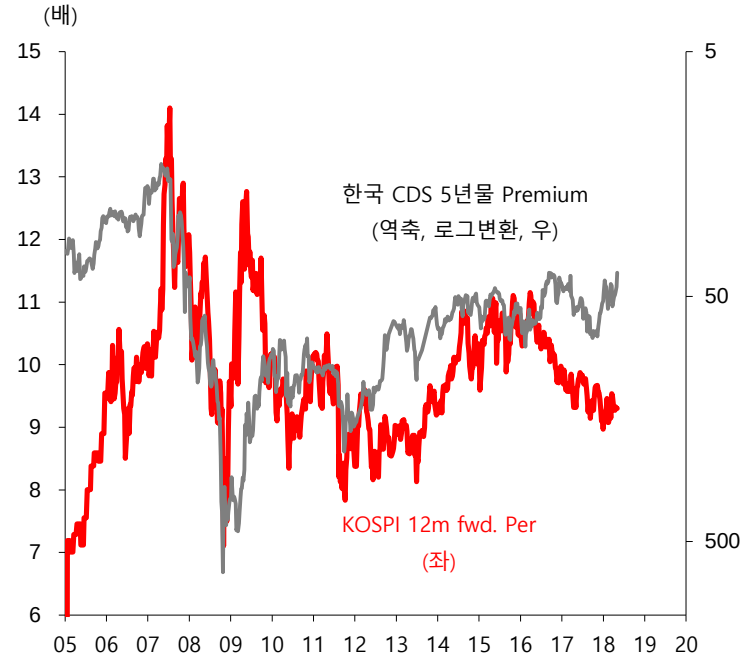
– 국내 경기사이클의 잠재적 둔화 리스크와 더불어 북미 정상회담 결과에 따른 북한 지정학적 리스크가 해소될지 아니면 다시 악화될지 여부도 국내 주식시장에 큰 영향을 미칠 변수임

<그림98> 통일을 전후로 독일 증시 상승률은 선진국 증시 상승률을 크게 압도했음



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

<그림99> 지정학적 리스크 완화 여부에 따라 국내 주식시장의 Valuation에도 영향을 미칠 것임

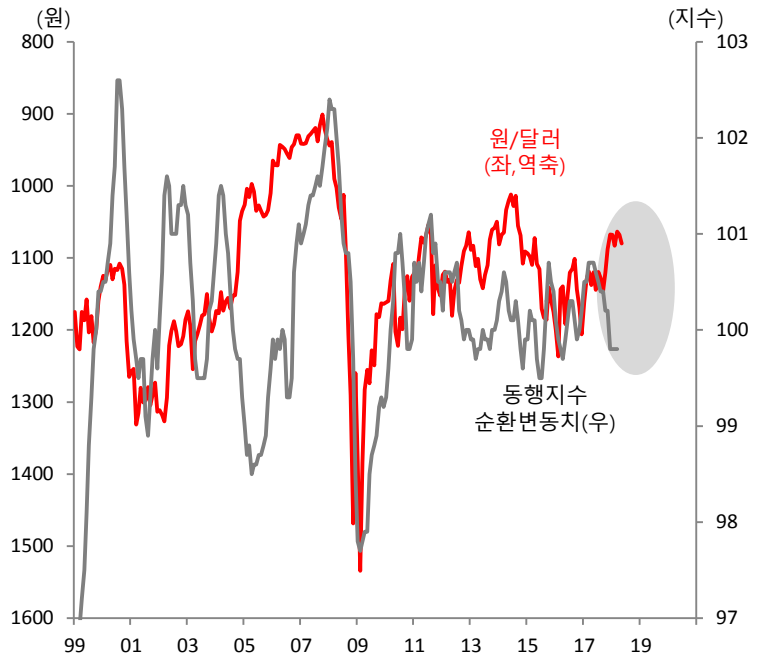


현재 원/달러 환율이 적정한가

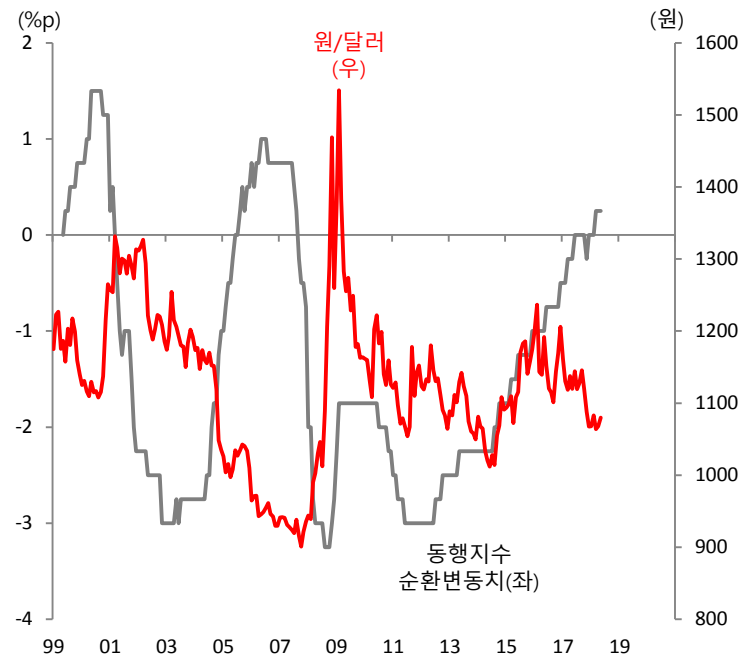
– 국내 경기사이클과 한-미 정책 금리 흐름만을 감안하면 원/달러 환율의 상승압력이 높아지고 있는 것은 분명함

– 특히 과거 원화가치는 국내 경기사이클과 높은 상관관계를 가지고 움직여 왔음. 반면 한-미 정책금리 차는 원화 가치에 절대적 영향을 미치는 변수로 작용하지는 않음

<그림100> 현 경기 펀더멘탈만 보면 원화 약세 현상이 나타나야 할 국면



<그림101> 결정적 영향을 미치는 것은 아니지만 한-미 정책금리 흐름도 원화 약세 요인



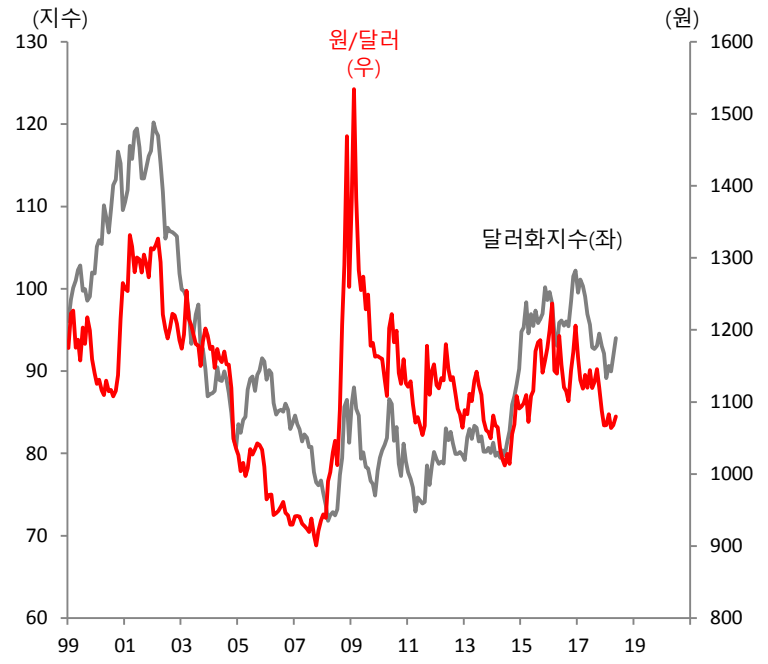
자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

달러와 국내 CDS(=지정학적 리스크) 그리고 위안화가 하반기 원/달러 환율을 좌우할 변수

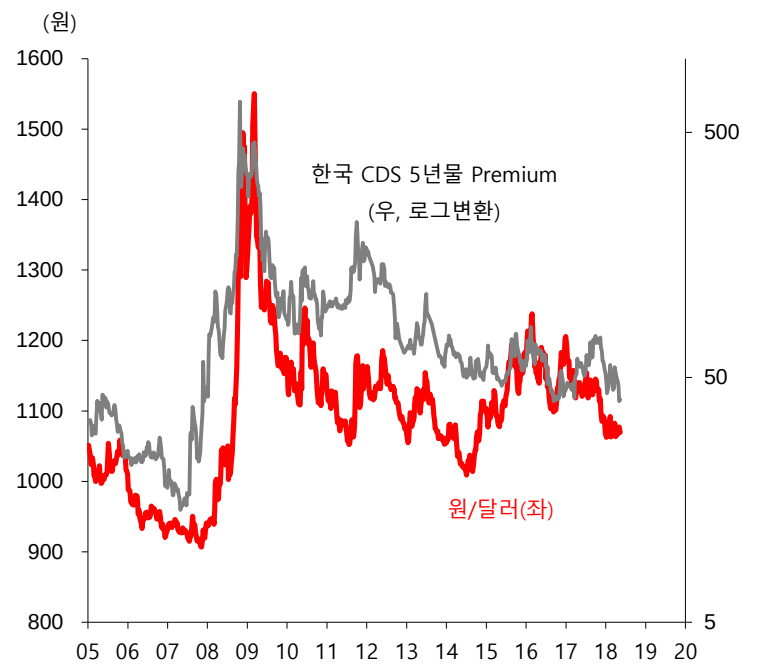
- 원/달러 환율 흐름에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 달러화 흐름임을 부인할 수 없음. 최근 원/달러 환율과 달러간 괴리 현상은 일시적 현상이라고 판단되며 하반기 달러화 방향성이 원/달러 환율의 추세를 결정할 것임. 앞서 하반기 달러화는 제한적 약세 기조를 예상한 바 있어 원/달러 환율은 상승보다 하락쪽에 무게 중심을 둘 것으로 예상함. 이에 하반기 원/달러 환율 밴드는 1,030~1,100원 수준으로 예상함

- 다만, 북한 지정학적 리스크와 미중 무역갈등 변수는 원/달러 환율의 상하방 리스크임. 즉 두 변수가 긍정적이라면 원/달러 환율은 1,000원에 근접할 수 있고 역으로 부정적 결과가 나온다면 원/달러 환율은 1,100~1,200원 밴드에서 등락할 것임

<그림102> 달러화 추세에 거의 연동하는 원/달러



<그림103> 북미 정상회담 이후 CDS 흐름도 원/달러 환율에 큰 영향을 미칠 수 있는 변수



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치

경제전망 표

LEADING

국내경제

구분		2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2017 연간	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2018 연간	2019 연간
국민계정(전년비, %)											
GDP성장률		2.8	3.8	2.8	3.1	2.8	3.1	2.6	3.6	3.1	3.0
GDP성장률(QOQ)		0.6	1.4	-0.2		1.1	0.8	0.9	0.8		
최종소비지출		2.5	3.0	3.5	2.8	4.0	3.0	3.4	3.1	3.4	3.0
	민간소비	2.4	2.6	3.4	2.6	3.4	3.2	3.2	3.1	3.2	3.1
총고정투자		10.0	9.2	5.0	8.6	4.7	2.9	2.2	2.3	2.9	2.7
	건설투자	8.5	8.0	3.8	7.6	2.7	2.0	1.6	1.5	1.9	1.9
	설비투자	17.9	16.3	8.6	14.6	9.2	3.6	3.3	3.2	4.7	3.2
총수출		0.3	4.4	-0.6	1.9	1.6	5.0	4.1	7.0	4.5	5.6
총수입		6.6	7.4	4.1	7.0	4.7	2.5	2.3	1.5	2.8	3.9
대외거래											
경상수지	억$	164.5	255.7	172.4	784.6	118.3	198.7	226.9	159.8	703.6	691.1
무역수지	억$(통관기준)	292.5	302.0	201.4	952.2	131.3	262.9	285.4	181.6	861.2	860.0
수출	통관기준,억$	1470.4	1510.5	1435.4	5736.9	1453.8	1558.7	1608.7	1514.3	6135.5	6457.3
	(전년동기비,%)	16.7	24.0	8.4	15.8	10.1	6.0	6.5	5.5	6.9	5.2
수입	통관기준,억$	1178.0	1208.5	1234.0	4784.8	1322.5	1295.8	1323.3	1332.7	5274.4	5597.4
	(전년동기비,%)	18.6	17.9	11.6	17.8	13.6	10.0	9.5	8.0	10.2	6.1
소비자물가		1.9	2.3	1.5	2.0	1.3	1.5	1.6	1.8	1.6	1.9
원/달러 환율											
	(기말,원)	1139.6	1146.7	1071.4	1071.4	1066.5	1060.0	1050.0	1070.0	1070.0	1080.0
	(평균,원)	1129.4	1132.2	1105.7	1130.8	1072.3	1070.0	1055.0	1060.0	1060.0	1065.0
정책금리	(기말, %)	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.25
국고채수익률	(3년,평균,%)	1.68	1.77	2.08	1.80	2.24	2.22	2.35	2.45	2.32	2.56
	(10년,평균,%)	1.70	1.89	2.16	1.75	2.28	2.28	2.85	2.95	2.80	3.06

해외경제

구분		2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2017 연간	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2018 연간	2019 연간
성장률	세계				3.4					3.5	3.4
	미국(전기비 연율 %)	3.1	3.2	2.9	2.3	2.3	3.0	3.0	2.7	2.8	2.6
	중국(전년동기 %)	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.7	6.6	6.6	6.7	6.4
	일본(전기비 연율 %)	2.0	2.0	0.6	1.7	-0.6	2.8	1.8	2.0	1.2	1.4
	유로(전기비 %)	0.7	0.7	0.7	2.5	0.4	0.6	0.5	0.4	2.2	1.9
환율(평균)	엔/달러	111.0	111.0	112.9	112.1	108.5	108.8	107.5	108.0	108.2	107.0
	달러/유로	1.10	1.17	1.18	1.13	1.23	1.20	1.21	1.21	1.21	1.23
	위안/달러	6.86	6.67	6.61	6.76	6.36	6.30	6.30	6.30	6.31	6.18
금리(기말,%)	연방기금금리	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.75
유가	WTI,평균,달러/bbl)	48.1	48.2	55.3	50.9	62.9	70.0	75.0	73.0	70.2	69.0

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

감 사 합 니 다