Special Report

Research Center | 2024.07.26

AsAP (Asset Allocation Plan)

투자의 길에 빛을 밝혀줄 국면 판단의 기술

자산배분/ETF Analyst 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

박현정
hyunjeong.park@daishin.com

Daishin 증권

Contents

Summary 04

I. 국면별 특징 찾기: 글로벌 경기 관련 지표 05

I-1. OECD 경기선행지수 07

I-2. OECD 기업경기/소비자 신뢰지수 16

I-3. ISM 제조업/서비스업 지수 19

II. 국면별 특징 찾기: 물가 관련 지표 23

II-1. 미국 소비자물가지수 24

II-2. ISM 제조업/서비스업 가격 지수 31

II-3. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 37

III. 국면별 특징 찾기: 유동성 관련 지표 41

III-1. 주요국 M2 증가율 42

III-2. 주요국 M2/GDP 45

IV. 현재 국면에 대한 판단 51

Summary

- 자산배분 포트폴리오를 구축하기 위해서는 크게 세 가지 의사결정 단계를 거치게 된다. 첫 번째 단계는 투자 목적을 구체화하고, 이에 맞는 목표수익률과 위험감내 수준을 설정하는 것이다. 투자자의 연령, 자금이 필요한 시점, 투자 성향 등을 고려하여 결정하게 된다.

- 두 번째 단계는 전략적 자산배분(SAA: Strategic Asset allocation)이다. 첫 번째 단계에서 결정된 목표 수익률과 위험감내 수준을 반영해 주요 자산군의 투자비중을 결정하는 것이다. 투자를 고려하고 있는 자산군의 기대수익률과 자산군 간의 상관관계, 그리고 분산투자의 효과를 추정하고, 자산군별 최적의 비중을 산출해 포트폴리오를 구성한다.

- 마지막 단계는 전술적 자산배분(TAA: Tactical Asset Allocation)이다. 두 번째 단계에서 결정된 자산군별 투자 비중을 기준으로 포트폴리오를 구성하지만, 시장 상황이나 자산 가격의 움직임을 활용해 자산군의 투자 비중을 조절하거나, 적절한 상품을 편입해 초과 수익을 창출하는 것을 의미한다.

- 전술적 자산배분 전략을 시행하기 위해서는 우선 금융시장에 대한 국면 판단이 필요하다. 현재 금융시장을 움직이는 핵심변수를 분석하고, 향후 예상되는 투자 환경에서 수혜가 기대되는 투자 상품도 찾아야 한다. 글로벌 금융시장의 국면 판단을 위해 경기, 물가, 유동성 등 다양한 지표로 국면을 나눠보고, 주요 자산군의 성과와 국면별 특징을 살펴보았다. 각 국면에 따라 투자 상품의 성과가 뚜렷하게 차별화된다면 향후 투자 전략을 세우는데 있어 중요한 판단 기준이 될 수 있을 것이다.

- 글로벌 경기 관련 지표 중에서는 OECD G20 경기선행지수로 국면을 구분했을 때 자산군별 성과의 차별화가 뚜렷하게 나타났다. OECD G20 경기선행지수가 개선되는 국면에서는 주식과 원자재 같은 위험자산이 강세를 나타냈고, 특히 신흥국 주가지수가 탄력적으로 상승했다. 반면, 경기선행지수가 하락세로 전환되면 국채 관련 상품의 성과가 높아졌다.

- 물가 관련 지표는 주식보다는 채권, 특히 만기별 국채의 성과를 판단하는데 유용했다. 다양한 물가 관련 지표중 국면별로 만기별 국채 지수의 성과 차이를 선명하게 보여준 것은 중국 제조업 PMI 구매물가 지수였다. 중국 제조업 경기가 원자재 가격에 미치는 영향이 상대적으로 크다는 점이 반영된 것으로 판단한다.

- 글로벌 유동성 측면에서는 주요국 GDP 대비 M2 비율을 지켜볼 필요가 있다. 글로벌 유동성의 증가 속도에 따라 성과가 뚜렷하게 달라지는 상품은 달러와 금이었다. 글로벌 유동성이 빠르게 늘어나면 달러는 약세로 돌아서면서 미국 이외의 투자자산 가격에 긍정적인 영향을 주었고, 금 가격 또한 탄력적으로 상승하는 모습을 보여주었다.

- 현재 글로벌 금융시장은 글로벌 경기가 확장 국면에 위치한 가운데 물가 상승률이 평균을 하회하면서 주식시장에 투자하기 좋은 환경이 펼쳐지고 있다. 중국을 중심으로 지지부진한 제조업 경기는 기대 인플레이션의 상승을 제한하고, 중앙은행의 기준금리 인하 가능성을 높여주고 있다. 최근 주식시장의 조정은 기술적 부담이 해소되는 과정이라 판단한다. 중장기적인 관점에서 주식에 대한 비중을 확대하는 기회로 활용할 필요가 있다.

Part I.

국면별 특징 찾기:
글로벌 경기 관련 지표

Part I. 국면별 특징 찾기: 글로벌 경기 관련 지표

주요 지표를 현재 수준과 방향성을 기준으로 4개 국면으로 구분하여 분석

주요 자산 가격의 움직임에 높은 영향력을 보이는 핵심 지표들을 4개 국면으로 구분하여 주요 자산 가격의 성과와 특징을 분석

금융시장에서는 '국면'이라는 말을 자주 사용한다. '국면(局面)'이란 바둑 용어로, 바둑판(局)의 모양(面)이라는 뜻이다. 바둑판에 놓인 바둑돌의 모양을 통해 쌍방의 세력과 실리, 그리고 승패의 변화를 파악할 수 있다. 바둑처럼 현재 글로벌 금융시장의 국면을 한 눈에 알 수 있다면, 적절한 투자 상품으로 포트폴리오를 구축하고, 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것이다.

특정 국면에서 나타나는 흐름을 투자에 활용하기 위해서는 시시각각 달라지는 글로벌 투자 환경을 어떤 기준으로 나눠서 살펴볼 것인가에 대한 고민이 우선 필요하다. 주요 자산 가격의 움직임에 영향력이 높을 것으로 판단되는 주요 지표들을 기준으로 적절한 방식을 통해 국면을 구분하고, 각각의 국면에서 투자 상품들의 수익률과 변동성을 살펴보았다. 각 국면에 따라 투자 상품의 성과가 뚜렷하게 차별화된다면, 향후 투자 전략을 세우는데 있어 중요한 판단 기준이 될 수 있을 것이다.

글로벌 경기, 물가, 유동성을 보여주는 대표 지표들을 현재 수준과 방향성을 기준으로 회복(1국면), 확장(2국면), 후퇴(3국면), 수축(4국면) 등 4개의 국면으로 구분했다.

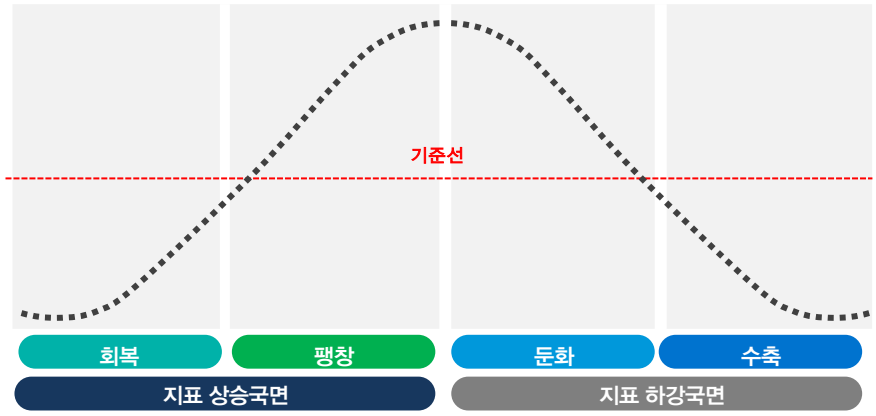
1) 회복(1국면): 기준선 밑에서 지표가 상승 / 2) 확장(2국면): 기준선 위에서 지표가 상승

3) 후퇴(3국면): 기준선 위에서 지표가 하락 / 4) 수축(4국면): 기준선 밑에서 지표가 하락

기준선은 지표에 따라 다른 방식으로 설정했다. OECD 경기선행지수나 ISM 제조업 지수처럼 경기판단 기준선이 제시되어 있는 경우에는 해당 기준선을 우선적으로 고려했다. 국면을 나누는 특정 기준선이 없는 지표들의 경우 과거 데이터의 평균값을 기준선으로 설정했다. 다양한 방식으로 적용해 본 결과 대체로 과거 5년 평균값을 기준으로 국면을 구분했을 때 4개 국면의 관찰치 개수가 고르게 분포되는 모습을 보여주었다.

자산군별 성과는 1995년 이후 현재까지 약 30년의 기간 동안 총수익률 지수를 활용하여 월간 단위로 분석했다. 각 국면별로 월간 로그수익률의 평균값을 구한 후 연율화하여 개별 자산군의 각 국면별 성과를 산출했다. 자료에는 로그수익률을 다시 산술수익률로 환산하여 값을 정리했다.

그림 1. **지표의 수준과 방향성에 따라 4개 국면으로 구분**



자료: 대신증권 Research Center

I-1. OECD 경기선행지수

OECD G20 경기선행지수는 글로벌 경기 흐름을 파악할 수 있는 지표

OECD G20 경기선행지수가 개선될 때 글로벌 주식시장 강세
글로벌 주식시장과 경기선행지수의 변곡점은 유사한 시점에 발생

OECD는 주요 국가별 데이터 뿐만 아니라 여러 국가의 합산 기준 지표도 제공하고 있다. OECD G20 경기선행지수는 G20 국가에 스페인과 5개 지역 그룹이 더해진 만큼 글로벌 경기 흐름을 파악할 수 있는 대표적인 지표로 활용되고 있다.

OECD G20 경기선행지수와 전세계 주가지수를 비교해보면 대체로 경기선행지수가 상승할 때 주가가 강세를 나타내고, 전세계 주식시장의 주요 변곡점에서 OECD G20 경기선행지수의 흐름도 방향이 전환되는 모습을 보여주었다.

OECD 경기선행지수는 100을 기준으로 경기 사이클을 판단할 수 있도록 만들어졌다. OECD G20 경기선행지수를 다음과 같이 4개 국면으로 나눈 후 각 국면별로 주요 자산 가격의 움직임과 특징을 살펴보았다.

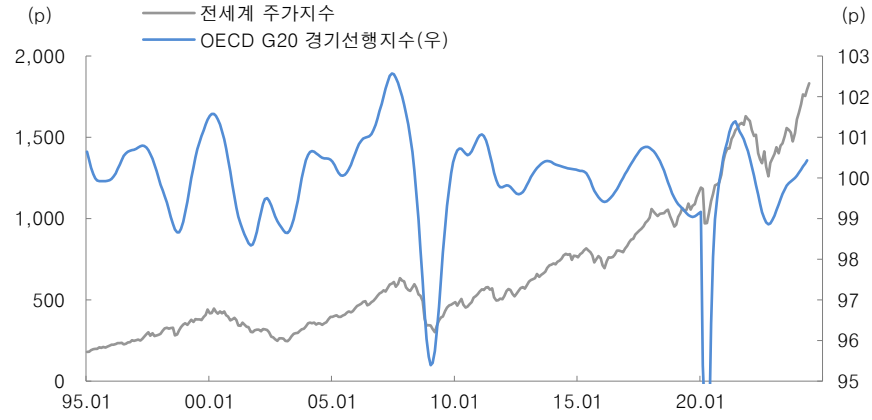
1) 회복(1국면): OECD G20 경기선행지수 100 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): OECD G20 경기선행지수 100 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): OECD G20 경기선행지수 100 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): OECD G20 경기선행지수 100 미만에서 전월대비 하락

그림 2. **OECD G20 경기선행지수와 전세계 주가지수**



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수가 개선될 땐 신흥국 증시, 하락할 땐 미국 국채

OECD G20 경기선행지수 4개 국면별 성과 상위 자산군

1국면: 신흥국 주식
2국면: 신흥국 주식
3국면: 원자재
4국면: 미국 국채

1995년 이후 OECD G20 경기선행지수의 4가지 국면에서 주요 자산군들의 성과를 비교해보면, 회복(1국면)과 확장(2국면)에서는 주식과 원자재 등 위험자산의 강세가 두드러졌다. 특히, 주식시장에서는 상대적으로 경기에 민감한 것으로 알려진 신흥국 증시의 성과가 눈에 띄었다.

경기선행지수의 움직임이 바뀌면, 개별 자산군의 성적도 달라지기 시작한다. OECD G20 경기선행지수가 하락하는 후퇴(3국면)에서도 원자재와 선진국 주식의 상승 흐름은 이어졌다. 하지만 회복(1국면)과 확장(2국면)에 비해서는 상승탄력이 떨어졌다. 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 가장 높은 성과를 기록했던 신흥국 주식은 하락세로 전환되었다.

후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 국채 관련 상품의 성과가 높아졌다. 특히, 미국 국채 종합 지수는 수축(4국면)에서 +9.1% 수익률로 주요 자산군 중 가장 높은 성과를 기록했다. 미국 국채의 뒤를 이어 달러가 +4.7% 상승한 것으로 나타났다. 글로벌 경기가 둔화되는 국면에서는 안전자산들이 견조한 흐름을 나타낸다는 것을 확인할 수 있다.

그림 3. OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 자산군 성과 비교_상위 그룹

순위	1	2	3	4
1국면	신흥국 주식 50.9	전세계 주식 33.2	선진국 주식 31.7	원자재 15.1
2국면	신흥국 주식 27.3	선진국 주식 23.7	전세계 주식 23.6	원자재 18.8
3국면	원자재 8.6	미국 국채 5.8	글로벌 국채 2.7	선진국 주식 2.5
4국면	미국 국채 9.1	달러 4.7	글로벌 국채 2.8	글로벌 회사채 −0.3

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 자산군 성과 비교_하위 그룹

순위	5	6	7	8
1국면	글로벌 회사채 12.3	글로벌 국채 5.3	미국 국채 1.6	달러 −4.3
2국면	글로벌 회사채 4.6	글로벌 국채 1.0	미국 국채 0.8	달러 −0.3
3국면	달러 1.9	글로벌 회사채 1.8	전세계 주식 1.8	신흥국 주식 −7.1
4국면	선진국 주식 −18.0	원자재 −18.3	전세계 주식 −19.1	신흥국 주식 −30.7

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 성과: 주요 권역별 주식시장

OECD G20 경기선행지수 상승할 때는 신흥국 증시 강세, 한국 증시도 탄력적으로 상승

주요 자산군을 좀 더 세분화하여 OECD G20 경기선행지수의 4개 국면에서 나타나는 특징을 찾아보았다. 한국 주식시장의 경우 총수익률 지수가 제공된 기간이 짧기 때문에 다른 자산군과 비교할 때는 총수익률 지수가 아닌 가격지수 기준으로 자산군별 성과를 비교했다.

주요 권역별 주가지수와 미국 S&P500, 한국 KOSPI200 지수의 성과를 비교해보면, 회복(1국면)에서 신흥국 증시의 연율화 수익률은 +46.9%로 전세계 주식시장과 선진국 증시보다 높은 성과를 기록했다. 특히, KOSPI200은 신흥국 주가지수의 성과를 상회하면서 훨씬 탄력적인 상승흐름을 보여주었다.

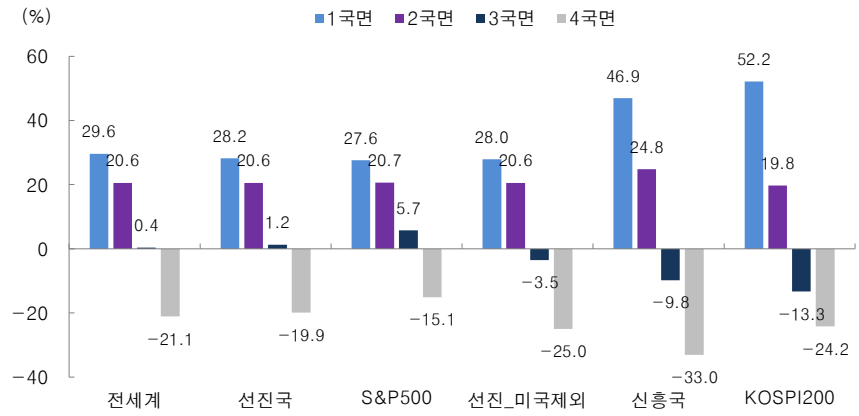
하지만 올라갈 때 빠르게 올라간 자산은 내려갈 때 조심해야 하는 법이다. 회복(1국면)에서 높은 성과를 기록했던 KOSPI200은 후퇴(3국면)에서 상대적으로 부진한 성과를 기록했다. 신흥국 증시 전반적으로도 OECD G20 경기선행지수가 하락하는 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서 선진국 시장 대비 낙폭이 커지는 모습이었다.

OECD G20 경기선행지수 하락 전환시 미국 주식시장 성과 견조

선진국 주식시장의 경우 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 미국 S&P500과 미국 제외 선진국 주가지수의 성과는 비슷했다. 하지만 경기선행지수가 하락세로 전환되는 후퇴(3국면)부터 차별화가 나타나기 시작한다. S&P500은 후퇴(3국면) 때도 +5.7%를 기록하면서 견조한 모습을 보여줬지만 미국 제외 선진국 주가지수는 -3.5%로 손실을 기록한 것으로 나타났다.

S&P500은 수축(4국면)에서도 낙폭이 상대적으로 작았다. 글로벌 경기가 악화되는 구간에서는 미국 시장 중심의 포트폴리오 구축이 필요한 이유다.

그림 5. **OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 주가지수 성과 비교(가격지수 기준)**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 성과: 전세계 주가지수 섹터

전세계 주가지수 섹터별 성과 비교

1국면: IT, 소재
2국면: IT, 에너지
3국면: 에너지, 건강관리
4국면: 필수소비재, 건강관리

OECD G20 경기선행지수의 흐름에 따라 전세계 주가지수 11개 섹터(에너지, 소재, 산업재, 경기소비재, 필수소비재, 건강관리, 금융, IT, 커뮤니케이션 서비스, 유틸리티, 부동산)가 어떤 움직임을 나타내는지 비교해보았다. 부동산 섹터의 경우 개별 섹터로 분리된 기간이 얼마 되지 않은 만큼 전세계 주가지수 부동산 섹터를 대신해 미국 리츠 지수를 비교 대상으로 넣었다.

섹터별 성과는 글로벌 경기의 상승구간과 하락구간에서 뚜렷한 온도 차이를 보여주었다. OECD G20 경기선행지수가 상승하는 국면인 회복(1국면)과 확장(2국면)에서는 모두 IT 섹터가 가장 높은 성과를 기록했다. 하지만 IT 섹터는 후퇴(3국면)에서 5위, 수축(4국면)에서 6위를 차지하며 하위권으로 밀려났다. IT 섹터 외에 회복(1국면)에서 강세를 나타낸 섹터는 소재와 경기소비재였고, 확장(2국면)에서는 에너지와 소재 섹터가 상대적으로 높은 성과를 기록했다.

글로벌 경기가 둔화되는 국면에서 두각을 나타낸 섹터는 경기방어 섹터로 알려진 건강관리와 필수소비재, 유틸리티였다. 후퇴(3국면)에서는 3개 섹터가 2~4위, 수축(4국면)에서는 1~3위를 나눠 가졌다. 반면, 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 상위권을 차지했던 소재와 경기소비재 섹터는 점차 하위권으로 밀려나는 모습이었다.

한편, 유가의 움직임에 영향을 많이 받아 경기에 민감할 것으로 예상되는 에너지 섹터의 경우 후퇴(3국면)에서 가장 높은 성과를 기록한 것으로 나타났다. 이는 원자재 가격, 특히 원유를 중심으로 한 원자재내 에너지 섹터 가격 지수가 글로벌 경기의 둔화가 시작되는 구간에서도 강세 흐름을 이어갔기 때문이라 판단한다.

이와 같은 결과를 보면 경기민감주와 경기방어주를 구분하고, 경기 국면에 따라 적절하게 대응하는 전략이 투자 성과를 높일 수 있는 하나의 방안이 될 수 있음을 확인할 수 있다.

그림 6. **OECD G20 경기선행지수 국면별 전세계 주가지수 섹터 성과 비교(성과 상위 그룹)**

순위	1	2	3	4	5	6
1국면	IT 49.0	소재 41.5	경기소비재 39.0	금융 37.9	산업재 33.8	전세계 지수 33.2
2국면	IT 31.9	에너지 26.6	소재 26.3	산업재 25.3	커뮤니케이션 24.9	전세계 지수 23.6
3국면	에너지 12.9	건강관리 12.3	미국 리츠 10.4	필수소비재 8.6	유틸리티 7.6	IT 3.5
4국면	필수소비재 −4.7	건강관리 −5.0	유틸리티 −8.7	미국 리츠 −11.3	커뮤니케이션 −15.1	전세계 지수 −19.1

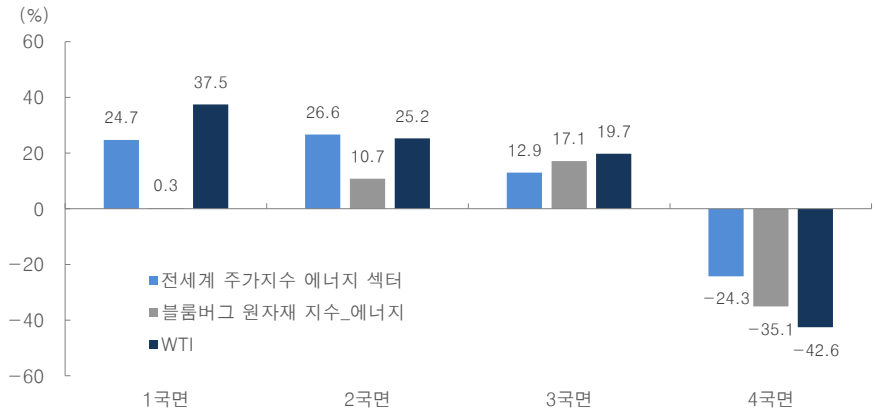
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. OECD G20 경기선행지수 국면별 전세계 주가지수 섹터 성과 비교(성과 하위 그룹)

순위	7	8	9	10	11	12
1국면	에너지 24.7	커뮤니케이션 23.2	건강관리 21.0	미국 리츠 19.6	필수소비재 19.4	유틸리티 12.1
2국면	경기소비재 22.7	금융 22.4	미국 리츠 20.2	유틸리티 16.3	건강관리 15.7	필수소비재 13.3
3국면	산업재 3.1	전세계 지수 1.8	금융 1.6	소재 0.6	경기소비재 -0.8	커뮤니케이션 -3.2
4국면	경기소비재 -19.7	IT -22.2	산업재 -23.8	에너지 -24.3	금융 -26.2	소재 -28.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 전세계 주가지수 에너지 섹터와 원자재 에너지 섹터, WTI 의 국면별 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 성과: S&P500 스타일 팩터

S&P500 스타일별 성과 비교

1국면: 성장/퀄리티
2국면: 모멘텀/퀄리티
3국면: 퀄리티/고배당
4국면: 퀄리티/성장

글로벌 경기의 흐름이 주식시장의 스타일 팩터에도 영향을 미치는지 살펴보았다. 1995년 부터 총수익률 지수를 확인할 수 있는 S&P500 스타일 지수 중 가치, 성장, 퀄리티, 모멘텀, 고배당 스타일의 성과를 비교해보았다.

퀄리티 스타일은 국면에 상관없이 전반적으로 높은 성과를 기록했다. 퀄리티는 OECD G20 경기선행지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 수익률 2등을 기록했고, 경기선행지수가 둔화되는 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 가장 높은 순위를 차지했다.

가치와 성장 스타일을 비교해보면 모든 국면에서 성장 스타일이 가치 스타일의 성과를 상회한 것으로 나타났다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 성장 스타일의 상대적 강세 국면이 장기간 이어지고 있다는 점이 이러한 흐름을 만든 하나의 원인이라 판단한다. 또한 코로나19 이후 물가가 급등하기 전까지 시장금리의 하락추세가 장기간에 걸쳐 지속된 것도 성장주의 상대적 강세를 뒷받침했던 요인이기도 하다.

글로벌 경기 국면별로 나타난 스타일 팩터의 특징을 좀 더 살펴보면, 확장(2국면)에서 모멘텀 스타일의 강세가 두드러졌다는 점과 후퇴(3국면)에서 퀄리티와 함께 고배당 스타일의 성과가 높게 나타났다는 점이다. 다만, 고배당 스타일은 OECD G20 경기선행지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 모두 가장 낮은 성과를 기록했다.

그림 9. **OECD G20 경기선행지수 국면별 S&P500 스타일 지수 성과 비교**

순위	1	2	3	4	5	6
1국면	성장 30.6	퀄리티 30.2	S&P500 30.1	가치 28.6	모멘텀 28.5	고배당 24.9
2국면	모멘텀 29.7	퀄리티 23.2	성장 23.2	S&P500 22.9	가치 22.4	고배당 20.1
3국면	퀄리티 12.5	고배당 12.3	성장 8.1	모멘텀 8.0	S&P500 7.7	가치 7.1
4국면	퀄리티 -8.5	성장 -12.3	모멘텀 -12.6	고배당 -12.9	S&P500 -13.4	가치 -15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 성과: 글로벌 채권 시장

글로벌 채권시장 성과 비교

경기 개선시: 유럽 하이일드, 단기채

경기 둔화시: 미국 국채, 장기채

OECD G20 경기선행지수의 움직임에 따라 글로벌 주요 채권시장의 성과도 차별화되는 모습을 나타낸다. 글로벌 경기가 개선되는 구간에서는 하이일드 채권과 신흥국 채권이 성과 상위권을 기록했다. 반면, OECD G20 경기선행지수가 하락할 때는 미국 채권들이 상위권으로 올라온다.

미국 국채 지수를 만기별로 살펴보면 만기가 짧은 단기 국채의 경우 국면에 상관없이 2~3%대의 연율화 성과를 기록한 것으로 나타났다. 반면, 만기가 긴 채권일수록 국면별 성과의 격차는 크게 벌어진다.

만기 20년 이상의 미국 장기 국채 지수는 OECD G20 경기선행지수가 개선되는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 손실을 기록했다. 하지만 글로벌 경기가 둔화되는 구간에 들어서면 미국 장기 국채의 성과는 개선되기 시작하고, 경기 침체 시기가 포함되어 있는 수축(4국면)에서 수익률은 한층 높아진 것으로 나타났다.

그림 10. OECD G20 경기선행지수 국면별 글로벌 주요 채권 시장 성과 비교

순위	1	2	3	4	5	6
1국면	유럽하이일드 34.7	글로벌하이일드 25.9	신흥국회사채 23.5	미국하이일드 21.4	신흥국채 20.5	유럽회사채 15.9
2국면	유럽하이일드 13.5	글로벌하이일드 12.2	미국하이일드 10.0	신흥국회사채 7.6	신흥국채 7.4	유럽회사채 4.8
3국면	미국국채 5.8	미국회사채 5.1	글로벌 종합 4.1	미국하이일드 4.0	신흥국채 3.7	글로벌국채 2.7
4국면	미국국채 9.1	미국회사채 5.0	글로벌 종합 4.1	글로벌국채 2.8	글로벌회사채 −0.3	유럽국채 −1.1

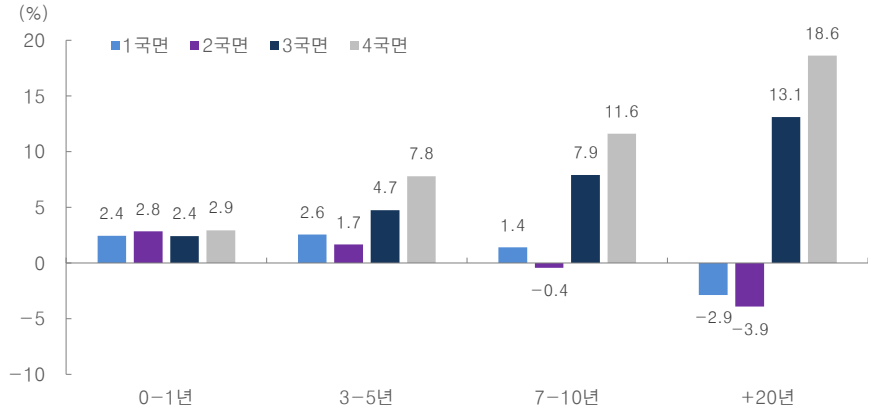
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. OECD G20 경기선행지수 국면별 글로벌 주요 채권 시장 성과 비교

순위	7	8	9	10	11	12
1국면	글로벌회사채 12.3	유럽국채 10.3	미국회사채 10.0	글로벌 종합 6.2	글로벌국채 5.3	미국국채 1.6
2국면	글로벌회사채 4.6	미국회사채 2.8	유럽국채 2.4	글로벌 종합 1.6	글로벌국채 1.0	미국국채 0.8
3국면	글로벌하이일드 2.6	글로벌회사채 1.8	유럽국채 0.8	신흥국회사채 −0.6	유럽회사채 −1.2	유럽하이일드 −4.0
4국면	신흥국채 −4.0	유럽회사채 −4.8	미국하이일드 −5.1	글로벌하이일드 −6.7	신흥국회사채 −7.5	유럽하이일드 −13.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 만기가 길어질수록 OECD G20 경기선행지수 국면별 성과 격차 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 성과: 원자재

원자재 시장 성과 비교

1 국면: 귀금속
2 국면: 산업용금속
3 국면: 에너지
4 국면: 귀금속

글로벌 경기 국면별로 블룸버그 원자재 지수 주요 섹터들의 성과를 비교해보면, 회복(1국면)에서는 귀금속, 확장(2국면)은 산업용금속, 후퇴(3국면)는 에너지, 수축(4국면)은 다시 귀금속 섹터가 가장 높은 성과를 기록한 것으로 나타났다.

원유(WTI), 구리, 금, 대두 등 주요 원자재 가격의 움직임을 국면별로 살펴보면 OECD G20 경기선행지수가 상승하는 과정에서는 유가(WTI)와 구리 가격이 강세를 나타내는 모습이었다. 특징적인 점은 유가의 경우 경기가 둔화되는 3국면에서도 상대적으로 높은 수익률을 기록했다는 점이다.

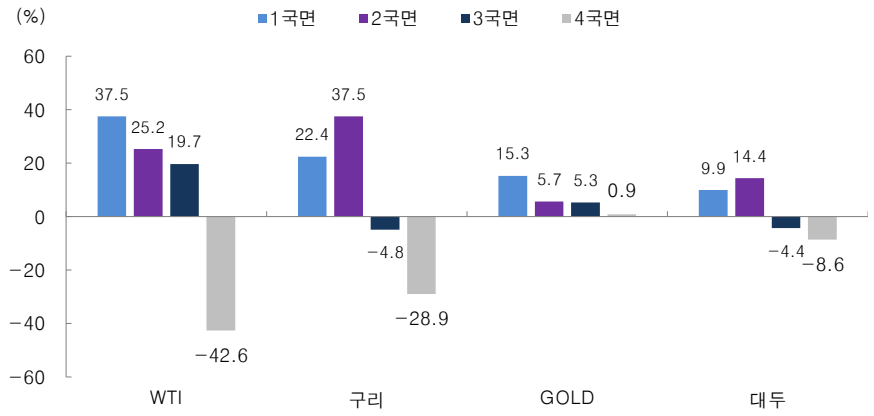
주요 원자재 중 OECD G20 경기선행지수로 구분한 4개 국면에서 모두 (+) 수익률을 기록한 것은 금이었다. 특히, 금 가격은 수축(4국면)에서 +0.9%의 수익률을 기록한 것으로 나타났는데 40% 이상 하락한 유가(WTI)와 비교해보면 상대적으로 견조한 모습을 보여주었다.

그림 13. **OECD G20 경기선행지수 국면별 원자재 섹터 성과 비교**

순위	1	2	3	4	5
1국면	귀금속 15.5	원자재종합 15.1	산업용금속 15.0	농산물 3.3	에너지 0.3
2국면	산업용금속 30.9	원자재종합 18.8	에너지 10.7	농산물 7.1	귀금속 5.1
3국면	에너지 17.1	원자재종합 8.6	귀금속 2.2	농산물 −2.5	산업용금속 −3.7
4국면	귀금속 −6.0	농산물 −14.7	원자재종합 −18.3	산업용금속 −29.9	에너지 −35.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. **OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 원자재 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

I-2. OECD 기업경기/소비자 신뢰지수

OECD 에서 선행지표로 제공되는 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수

OECD 기업경기 신뢰지수: 향후 기업 환경을 판단

OECD 소비자 신뢰지수: 가계의 소비 여력을 가늠

OECD는 향후 글로벌 기업 환경을 판단할 수 있는 기업경기 신뢰지수와 가계의 소비 여력을 가늠해볼 수 있는 소비자 신뢰지수를 제공하고 있다. OECD 기업경기 신뢰지수는 기업 환경과 관련된 다양한 서베이와 주문, 재고 등의 지표를 통해 산출된다. OECD 소비자 신뢰지수는 가계의 금융환경과 경제 상황에 대한 가계의 판단, 저축 수준, 실업률 등을 활용하고 있다.

OECD 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수는 앞서 살펴본 OECD 경기선행지수와 대체로 유사한 방향으로 움직이지만, 일시적으로 차별화되는 모습이 나타나기도 한다. 특히, 최근 들어 OECD G20 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수가 경기선행지수와 달리 하락세를 나타내기 시작했다는 점은 주목할 필요가 있다고 판단한다.

OECD 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수 역시 100을 기준으로 경기 사이클을 판단할 수 있도록 만들어졌다. OECD G20 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수를 다음과 같이 4개 국면으로 나눈 후 각 국면별로 주요 자산 가격의 움직임과 특징을 살펴보았다.

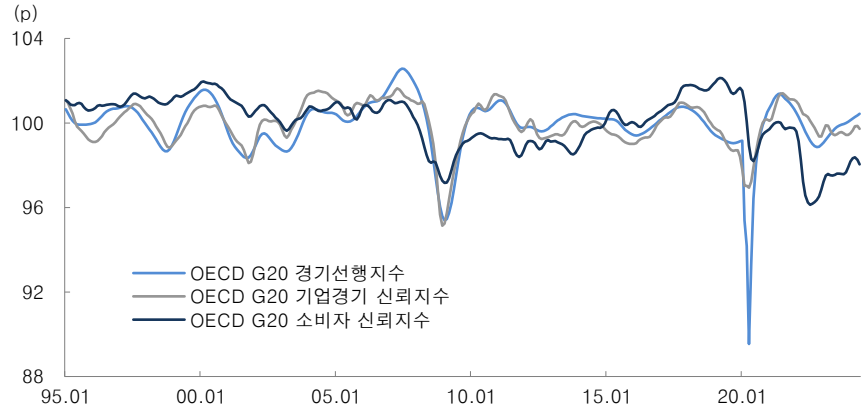
1) 회복(1국면): OECD G20 기업경기/소비자 신뢰지수 100 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): OECD G20 기업경기/소비자 신뢰지수 100 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): OECD G20 기업경기/소비자 신뢰지수 100 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): OECD G20 기업경기/소비자 신뢰지수 100 미만에서 전월대비 하락

그림 15. **OECD G20 기준 경기선행지수/기업경기 신뢰지수/소비자 신뢰지수 추이**



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD 기업경기/소비자 신뢰지수 국면별 전세계 주가지수 성과

OECD G20 기업경기/소비자 신뢰지수 전세계 주가지수 국면별 성과는 OECD G20 경기선행지수 대비 차별화 약해

세가지 OECD G20 지표로 나눈 국면별로 전세계 주가지수의 성과를 비교해보면, OECD G20 기업경기 신뢰지수와 OECD G20 소비자 신뢰지수로 구분된 국면별 성과는 OECD G20 경기선행지수의 국면별 수익률보다 차별화 정도가 약한 모습이었다.

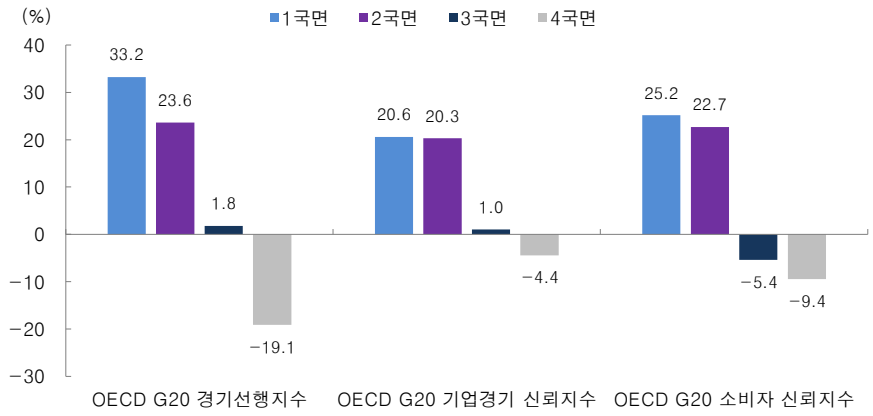
OECD G20 경기선행지수로 구분했을 때 경기선행지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 전세계 주가지수 성과가 기업경기/소비자 신뢰지수 기준으로 나눈 국면별 성과보다 더 높았고, 수축(4국면)에서는 OECD G20 경기선행지수 기준 수익률의 낙폭이 더 크게 나타났다.

OECD G20 기업경기 신뢰지수는 미국 국채 만기별 지수의 국면별 성과 분석에 유용

OECD G20 기업경기 신뢰지수가 전세계 주가지수 분석에 대해서는 활용도가 다소 낮아보이지만, 미국 국채 만기별 지수의 국면별 성과를 살펴보면 유용한 지표가 될 수 있다고 판단한다.

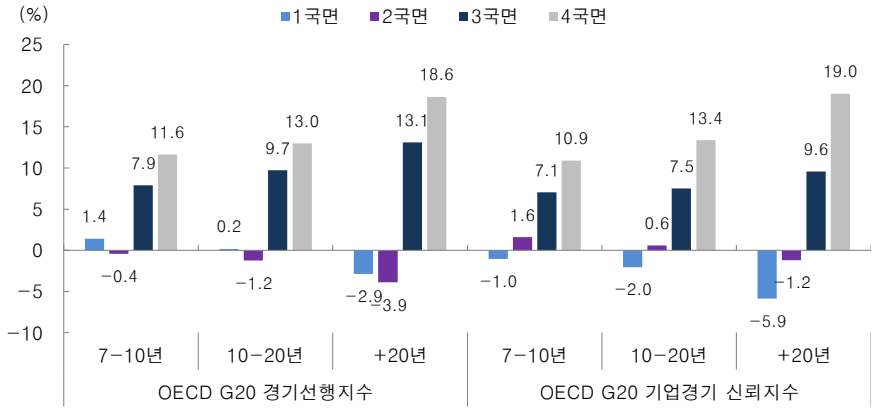
미국 국채 중기물 이상 지수의 국면별 성과를 비교해보면, OECD G20 기업경기 신뢰지수 기준으로 나눠진 국면에서는 회복(1국면)에서 가장 부진하고, 수축(4국면)으로 갈수록 성과가 높아지는 것을 확인할 수 있다.

그림 16. **OECD 주요 지표 기준 국면별 전세계 주가지수 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. **OECD G20 경기선행지수/기업경기 신뢰지수 국면별 미국 중장기 국채 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 기업경기 신뢰지수는 국채와 원자재 지수에 활용도 높아

OECD G20 기업경기 신뢰지수 국면별 미국 국채 만기별 지수 성과는

회복/확장 국면: 만기가 짧으면 유리

후퇴/수축 국면: 만기가 길수록 유리

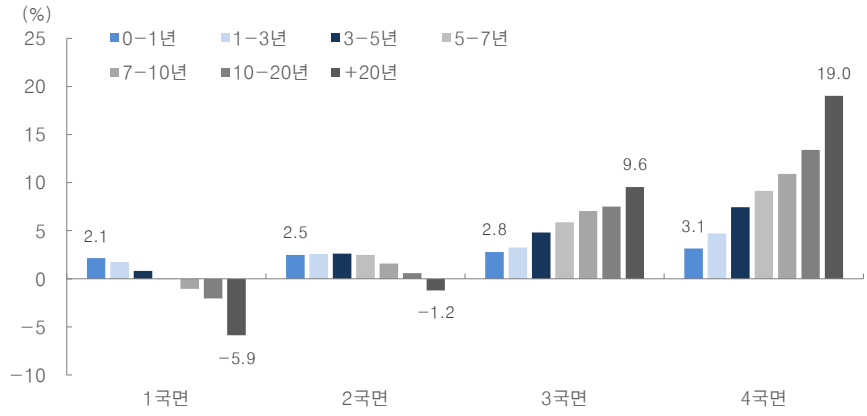
이는 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 원자재 가격에 미치는 영향력이 상대적으로 크기 때문이라 판단

OECD G20 기업경기 신뢰지수의 각 국면별로 미국 국채 만기별 지수의 성과를 비교해보면, 회복(1국면)과 확장(2국면)에서는 만기가 길어질수록 성과가 부진했지만, 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 만기가 길수록 수익률이 높아졌다.

이러한 모습이 나타나는 이유는 기업경기가 원자재 가격에 미치는 영향력이 더 크기 때문이라판단한다. OECD G20 경기선행지수와 OECD G20 기업경기 신뢰지수의 각 국면별로 블룸버그 원자재 지수의 성과를 비교해보면, 확장(2국면)에서 두 지표 간의 성과 차이가 크게 벌어지는 것을 확인할 수 있다. OECD G20 경기선행지수의 확장(2국면)에서 원자재 종합 지수의 연율화 수익률은 18.8%였지만 기업경기 신뢰지수는 23.3%를 기록했고, 에너지와 산업용 금속 섹터 역시 OECD G20 기업경기 신뢰지수의 확장(2국면)에서 좀 더 높은 성과를 보여주었다.

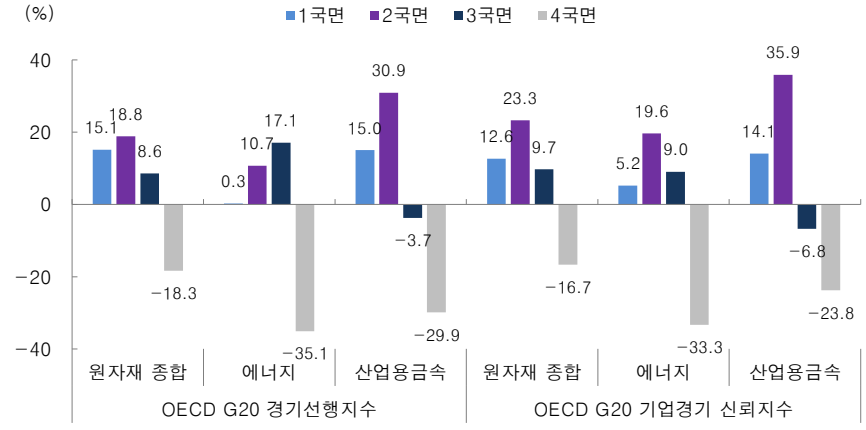
기업경기는 경기선행지수보다 원자재 수요에 직접적인 영향을 주는 변수다. 원자재 가격의 흐름은 시장금리를 움직이는 핵심변수인 기대 인플레이션의 방향성을 결정한다. 이로 인해 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 미국 국채 만기별 지수에도 높은 영향력을 미치고 있다고 판단한다.

그림 18. OECD G20 기업경기 신뢰지수 국면별 미국 국채 만기별 지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. OECD G20 경기선행지수/기업경기 신뢰지수 국면별 원자재 지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

I-3. ISM 제조업/서비스업 지수

구매자관리지수(PMI)는 투자자들의 관심이 높은 경제지표

대표적인 PMI 지표인 ISM 제조업/서비스업 지수를 기준으로 국면별 자산군 성과 측정

구매자관리지수(PMI, Purchasing Managers' Index)는 기업의 구매 담당자를 대상으로 신규 주문, 생산, 재고 등의 현황을 조사한 후 가중치를 부여해 지수로 나타낸 지표다. 최근 월 데이터가 가 실물지표 대비 상대적으로 빠르게 발표되고, 주요 경제지표와도 높은 상관관계를 나타내고 있어 투자자들의 관심이 높다.

전세계 주요 PMI 중 대표격이라 할 수 있는 미국 ISM 제조업 지수와 서비스업 지수가 주요 자산군 성과에 어떤 영향을 미치고 있는지 살펴보았다. ISM 지수는 경기판단 기준선이 50으로 설정되어 있다. ISM 제조업 지수와 서비스업 지수를 다음과 같이 4개 국면으로 나눈 후 각 국면별로 주요 자산 가격의 움직임과 특징을 살펴보았다.

1) 회복(1국면): ISM 제조업/서비스업 지수 50 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): ISM 제조업/서비스업 지수 50 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): ISM 제조업/서비스업 지수 50 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): ISM 제조업/서비스업 지수 50 미만에서 전월대비 하락

그림 20. **전세계 주가지수와 ISM 제조업/서비스업 지수**

자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 지수의 특성을 고려해 기준선 설정 방식 변경

ISM 서비스업 지수 활용시 전세계 주가지수의 국면별 성과 차이가 뚜렷

ISM 제조업 지수와 서비스업 지수를 경기판단 기준선인 50을 기준으로 나눈 4개 국면에서 전세계 주가지수의 성과를 비교해 보았다. ISM 제조업 지수는 OECD G20 경기선행지수와 비교하면 경기 국면별 성과에 대한 변별력이 낮았다. 반면, ISM 서비스업 지수는 각 국면의 성과, 특히, 회복(1국면)에서는 OECD G20 경기선행지수 기준 국면별 성과보다 높게, 수축(4국면)에서는 상대적으로 낮은 성과를 보여주면서 국면별 성과 차이가 뚜렷해진 모습이었다.

회복/수축 국면에서 관찰치 수가 적어 극단값의 영향이 커질 수 있음을 고려 3개월 이동평균값과 과거 5년 평균값을 기준으로 국면 구분

하지만 이러한 값이 나오게 된 이유를 살펴보면, ISM 서비스업 지수는 50 이하로 내려가는 경우가 별로 없었기 때문에 회복(1국면)과 수축(4국면)의 표본수가 많지 않았다. 이로 인해 관찰치의 평균값을 구했을 경우 극단적인 값의 영향력이 커질 가능성이 존재한다. 4개 국면의 관찰치 수가 고르게 퍼질 수 있도록 기준선을 과거 5년 평균값으로 바꿔서 적용해보았다.

또 하나 고려해야 할 점은 ISM 제조업/서비스업 지수는 상승 또는 하락 추세를 형성하는 과정에서 월간 단위로 등락이 빈번하게 발생한다는 점이다. 예를 들어 ISM 제조업 지수가 기준선을 상회하며 상승세가 이어지면 확장(2국면)이지만, 그 구간 내에서 지표가 전월대비 소폭 하락할 경우 이 때의 자산군 성과는 확장(2국면)이 아닌 후퇴(3국면)로 구분된다. 이러한 수치가 많아질수록 국면 구분에 따른 성과 측정의 의미가 약해질 수 있다. 이러한 단점을 보완해 줄 수 있는 한가지 방법은 이동평균 값을 활용해 월간 단위의 방향성 전환 빈도를 줄이는 것이다.

ISM 제조업/서비스업 지수의 두 가지 특성을 고려해 다음과 같은 방식으로 국면을 구분했다.

1) 회복(1국면): 3개월 이동평균 ISM 제조업/서비스업 지수 5년 평균 미만에서 전월대비 상승

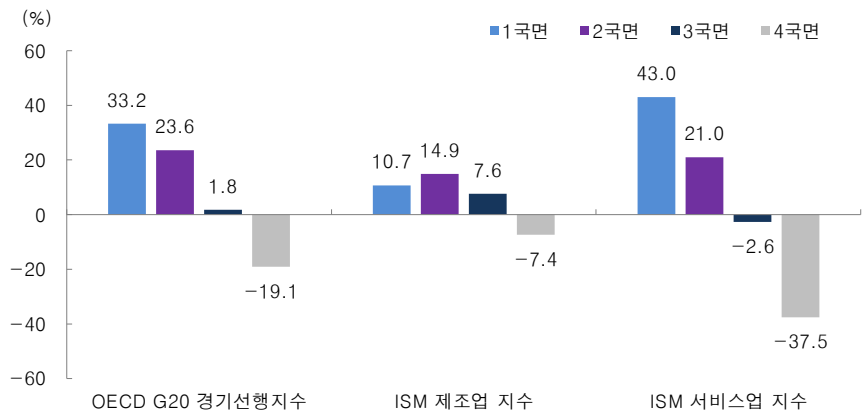
2) 확장(2국면): 3개월 이동평균 ISM 제조업/서비스업 지수 5년 평균 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): 3개월 이동평균 ISM 제조업/서비스업 지수 5년 평균 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): 3개월 이동평균 ISM 제조업/서비스업 지수 5년 평균 미만에서 전월대비 하락

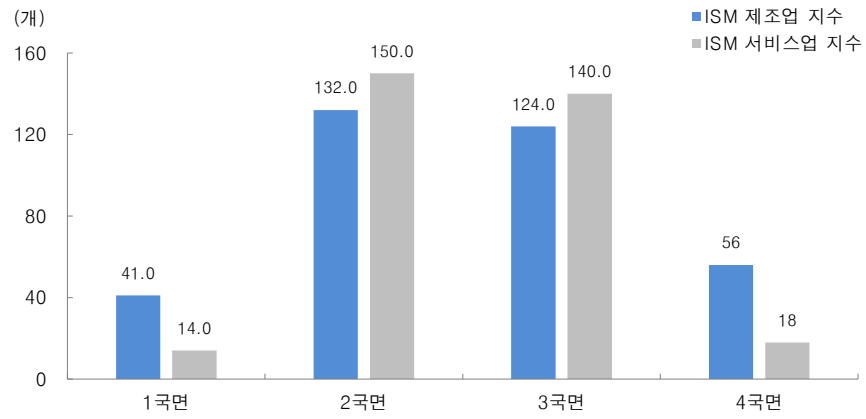
ISM 서비스업 지수는 1997년 7월부터 데이터가 존재하기 때문에 5년 평균값을 기준선으로 설정할 경우 2002년 이후부터 성과 측정이 가능해진다.

그림 21. **ISM 제조업/서비스업 지수 국면별 전세계 주가지수 성과 비교**



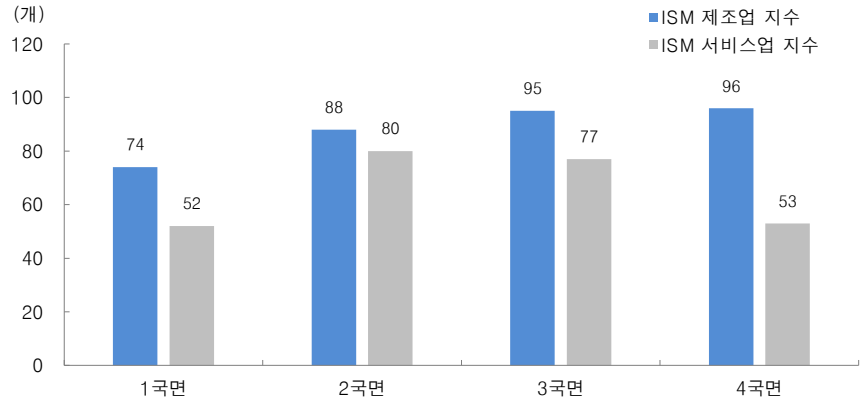
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. ISM 제조업/서비스업 지수 경기판단 기준선 50 활용시 국면별 관찰치 수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 3 개월 이동평균 데이터와 과거 5 년 평균을 기준선으로 적용시 국면별 관찰치 수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 24. ISM 제조업/서비스업 지수 3 개월 이동평균 추이

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 서비스업 지수가 제조업 지수 대비 국면별 성과 차별화 뚜렷

전세계 주가지수의 국면별 성과는 ISM 제조업 지수 보다 서비스업 지수 기준이 좀 더 뚜렷

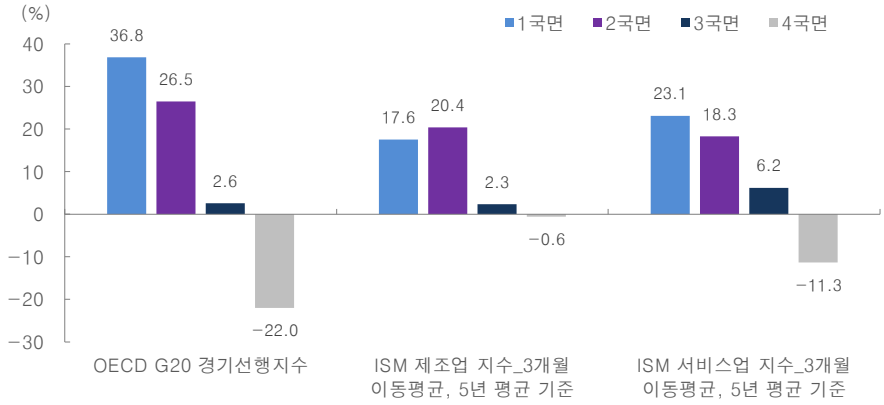
ISM 제조업/서비스업 지수의 3개월 이동평균 값이 과거 5년 평균치를 상회하는지, 하회하는지 여부에 따라 나눈 4가지 국면에서 전세계 주가지수의 성과를 비교해 보았다. 분석 기간을 맞추기 위해서 2002년 8월 이후 데이터로 성과를 측정했다.

ISM 제조업 지수와 ISM 서비스업 지수의 4개 국면별 전세계 주가지수 성과를 비교해보면, ISM 서비스업 지수로 구분한 국면에서 성과 차별화가 뚜렷하게 나타났다. ISM 서비스업 지수의 경우 전세계 주가지수는 회복(1국면)에서 가장 높은 성과를 기록했고, 국면이 넘어갈수록 성과가 줄어들다 수축(4국면)에서는 (-) 성과로 전환됐다.

하지만 OECD G20 경기선행지수 대비로는 국면별 성과 격차 낮은 모습

하지만 OECD G20 경기선행지수와 비교해보면 차별화 정도는 상대적으로 낮았다. 국면별 성과의 방향성은 유사했지만 OECD G20 경기선행지수는 회복(1국면)에서 +36.8%, 수축(4국면)에서 -22.0%로 두 국면의 수익률 격차가 60%p에 달했다. 하지만 ISM 서비스업 지수의 두 국면의 성과 차이는 34%p 수준에 머물렀다.

그림 25. **전세계 주가지수 기준 국면별 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Part II.

국면별 특징 찾기: 물가 관련 지표

Part II. 국면별 특징 찾기: 물가 관련 지표

II-1. 미국 소비자물가지수(CPI)

물가의 수준과 방향성은 주요 정책 결정의 기준

최근 물가 상승률 둔화와 기준금리 인하 기대감은 주요 자산군 가격에 영향

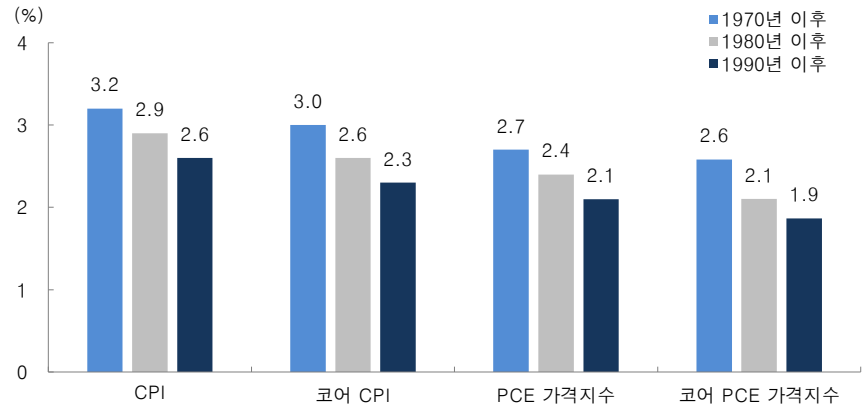
글로벌 중앙은행과 물가와의 싸움이 서서히 막을 내리고 있다. 가파르게 상승했던 물가 상승률이 낮아지면서 기준금리 인하 여력을 확보한 국가들은 이미 기준금리를 인하하기 시작했다. 글로벌 투자자들의 이목이 집중되고 있는 미국 연방준비위원회(연준)는 아직까지 기준금리를 유지하고 있지만, 시장에서는 올해 연준의 기준금리 인하를 기정 사실화하고 있다.

연초 이후 물가 상승률 완화와 기준금리 인하에 대한 기대감이 지속되면서, 시장금리 하락의 수혜가 예상되는 장기국채와 성장주에 대한 투자자들의 관심이 높아졌다. 인플레이션의 수준과 방향성은 주요 정책의 결정의 기준이 되고 있다. 정책에 따라 주요 자산군의 성과도 달라질 수 있기 때문에 물가의 흐름에 따라 주요 자산군의 성과가 어떻게 달라지는지 살펴보았다.

물가 상승률은 경기판단 기준선을 제시하는 OECD 경기선행지수와 달리 특정 수치를 기준으로 잡기가 다소 애매하다. 미 연준 등 주요국 중앙은행에서는 2%를 인플레이션 목표치로 제시하고 있다.

2%에 대한 논란은 있지만 과거 흐름을 보면 어느 정도 일리가 있다고 판단한다. 전년동월대비 물가 상승률의 장기 데이터 중간값을 살펴보면 1980년 이후 미국 CPI는 2.9%, 코어 CPI 2.6%, 개인소비지출(PCE) 물가지수 2.4%, 코어 PCE 물가지수 2.1%로 나타났다. 2% 수준의 물가 상승률은 주요 물가 지표 장기 데이터의 중간값보다 낮은 수준이기 때문에 물가 상승률이 2%를 하회하면 물가가 어느 정도 안정되었다고 평가할 수 있다.

그림 26. **미국 주요 물가지수 상승률(YoY) 장기 데이터 중간값 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가 상승률이 2%를 하회할 때 주식시장 성과 양호

미국 CPI(YoY) 4 개 국면에서 주요 자산군 성과 비교

글로벌 주식시장은 회복/수축 국면에서 강세

미국 국채는 수축 국면으로 갈수록 강세

글로벌 주요 중앙은행에서 인플레이션 목표치로 제시하고 있는 2%를 기준으로 다음과 같이 국면을 나눠 주요 자산군의 성과를 살펴보았다. 앞서 ISM 지수에서도 관찰되었던 것처럼 물가지표 역시 특정 국면이 만들어지는 과정에서 지표의 등락에 따라 국면별 성과에 잘못된 정보가 포함될 수 있다는 점을 고려해 3개월 이동평균 값으로 국면을 판단했다.

1) 회복(1국면): 3개월 이동평균 미국 CPI(YoY) 2% 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): 3개월 이동평균 미국 CPI(YoY) 2% 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): 3개월 이동평균 미국 CPI(YoY) 2% 이상에서 전월대비 하락

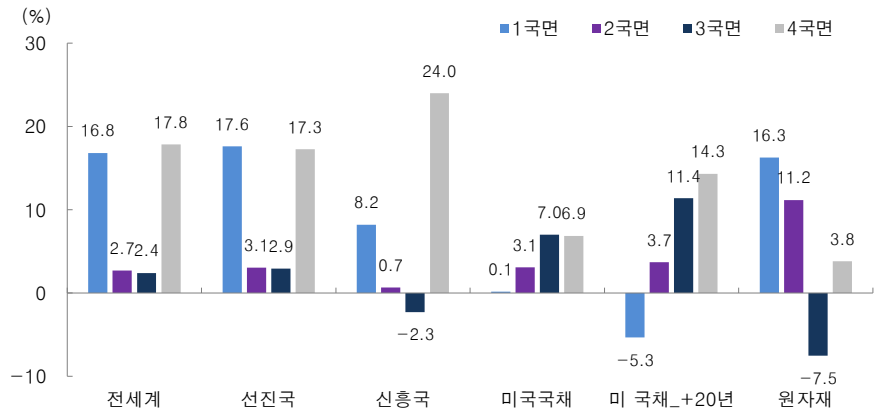
4) 수축(4국면): 3개월 이동평균 미국 CPI(YoY) 2% 미만에서 전월대비 하락

미국 CPI(YoY)의 3개월 이동평균 값과 2% 기준선으로 구분한 4개 국면의 주요 자산군별 성과를 비교해보면, 전세계 주가지수를 비롯해, 선진국과 신흥국 주가지수는 회복(1국면)과 수축(4국면)에서 강세를 나타냈고, 확장(2국면)과 후퇴(3국면)에서는 상대적으로 부진한 모습을 보여주었다. 회복(1국면)과 수축(4국면)은 모두 미국 CPI 상승률이 2%를 하회하는 구간이었다. 이는 물가 상승률이 주요 기준선보다 낮을 때 주식시장이 상대적으로 강세를 나타낸다고 해석할 수 있다.

미국 국채는 물가 상승률이 높아지는 회복(1국면)과 확장(2국면)보다 인플레이션이 낮아지는 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서 더 높은 성과를 기록했다. 그리고 만기가 길어질수록 국면별 수익률 격차는 크게 벌어졌다.

블룸버그 원자재 종합 지수는 회복(1국면)에서 가장 높은 수익률을 기록한 후 후퇴(3국면)에서 (-) 성과를 기록하고, 수축(4국면)에서 다시 회복되는 모습을 보여주었다. 하지만 원자재 가격의 움직임이 물가 상승률에 미치는 영향력이 크기 때문에 물가 상승률에 의해 원자재 가격의 성과가 결정된다기 보다는 원자재 가격의 상승/하락 정도가 물가 상승률에 반영된다고 해석해야 할 것으로 판단한다.

그림 27. **미국 CPI(YoY) 3 개월 이동평균의 2% 기준 국면별 자산군 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 CPI 국면 판단 기준을 과거 5 년 평균으로 잡았을 때 성과 변화

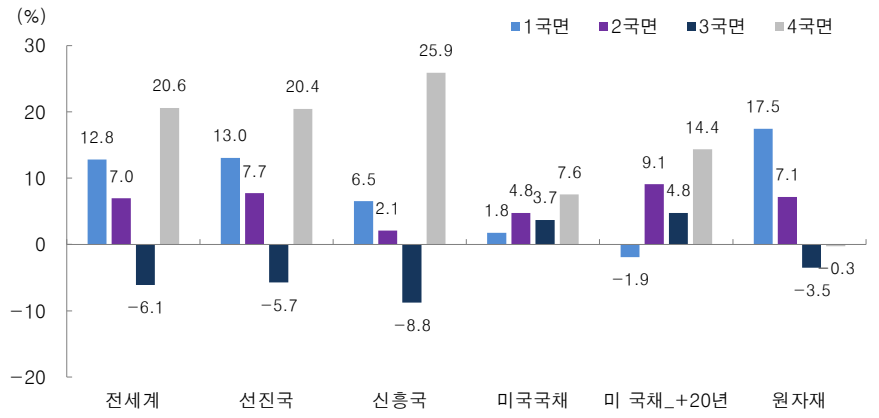
미국 CPI(YoY) 국면을 5 년 평균으로 설정하면 전세계 주가지수는 수축에서 가장 높은 성과를 기록 후퇴에서는 (-) 성과

미국을 비롯한 주요국 중앙은행들이 인플레이션 목표치로 2%를 제시하고 있지만, 시기에 따라 2% 수준은 너무 낮을 수도, 때론 넘기 힘든 벽일 수도 있다. 앞서 다른 지표들에서 적용했던 것처럼 미국 CPI(YoY)의 국면 판단 기준을 과거 5년 평균으로 바꾸고 주요 자산군들의 성과를 비교해보았다.

글로벌 주식시장은 2%를 기준으로 설정했을 때보다 5년 평균을 기준으로 잡았을 때 국면별 성과의 차이가 좀 더 뚜렷하게 나타났다. 회복(1국면)과 수축(4국면)에서 주식시장의 성과가 상대적으로 높은 것은 유사했지만, 5년 평균 기준은 수축(4국면)에서 성과가 훨씬 높게 나타났다.

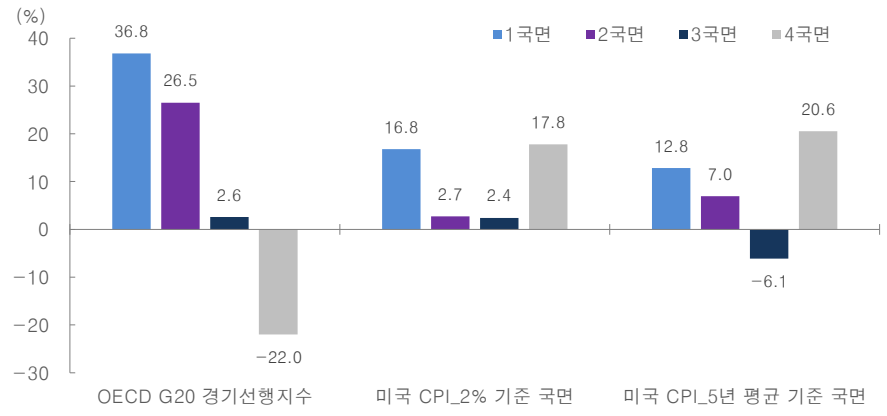
2%로 기준을 잡았을 때와 달리 후퇴(3국면)에서 글로벌 주가지수의 성과는 (-)를 기록했는데, 주식시장이 고점을 형성하고 하락세로 접어드는 구간이 포함되었기 때문이라 판단한다. 하지만 OECD G20 경기선행지수 기준 국면별 성과와 비교하면 국면별 성과 차별화 정도는 상대적으로 낮았다.

그림 28. **미국 CPI(YoY) 3 개월 이동평균의 5 년 평균 기준 국면별 자산군 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 29. **OECD G20 경기선행지수와 미국 CPI 기준 국면별 전세계 주가지수 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코어 물가지표보다는 헤드라인 물가지표가 국면 구분에 더 유용

미국 CPI, 코어 CPI, PCE, 코어 PCE 등 4가지 지표로 국면별 성과 비교 결과 헤드라인 CPI로 나눈 국면에서 자산별 성과 차별화 가장 뚜렷

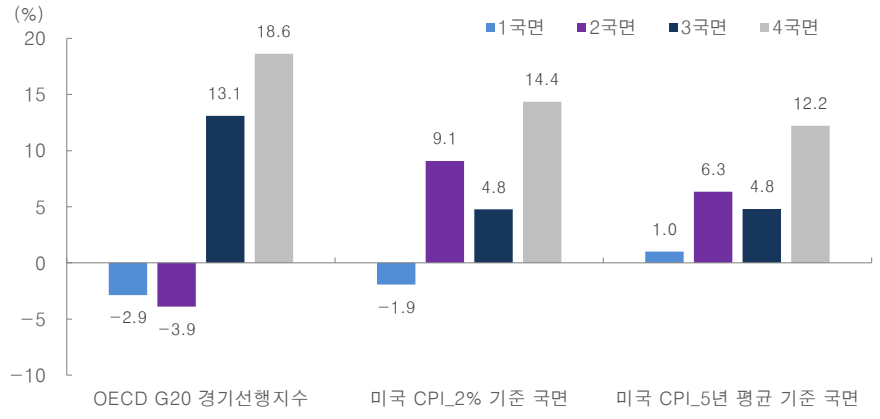
물가 관련 지표는 CPI 말고도 다양하다. 연준에서는 개인소비지출(PCE) 가격지수를 주요 물가 지표로 참고한다고 알려져 있다. 미국 CPI 뿐만 아니라 코어 CPI, PCE 가격지수, 코어 PCE 가격지수를 기준으로 국면을 나눈 후 주요 자산군의 움직임을 비교해 보았다. 각 지표 전년동월대비 증가율의 3개월 이동평균이 과거 5년 평균값을 상회하는지 여부에 따라 국면을 구분했다.

4가지 물가지표별로 구분된 국면에서 전세계 주가지수의 성과를 비교해보면, 물가지표 전반적으로는 물가 상승률이 5년 평균 기준선을 하회할 때 전세계 주가지수의 성과가 상대적으로 높았고, 물가지표가 기준선을 넘어서면 부진한 모습을 보여주는 점은 공통된 모습이었다. 하지만 각 국면별로 뚜렷하게 차별화되는 모습을 보여준 지표는 CPI였다.

시장금리의 움직임에 따라 가격 변동폭이 상대적으로 큰 미국 장기채 성과도 살펴보았다. 미 국채 만기 20년 이상 지수의 국면별 성과에서 나타난 특징은 헤드라인 물가 지표와 코어 물가 지표 간에 상반된 모습이 나타났다는 점이다. 헤드라인 물가 지표는 회복(1국면)에서 성과가 제일 낮고, 수축(4국면)에서 가장 높은 수익률을 기록했지만, 코어 물가지표는 물가 상승률이 개선되는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 물가 상승률 하락 구간(후퇴, 수축)보다 높은 성과를 보여주었다.

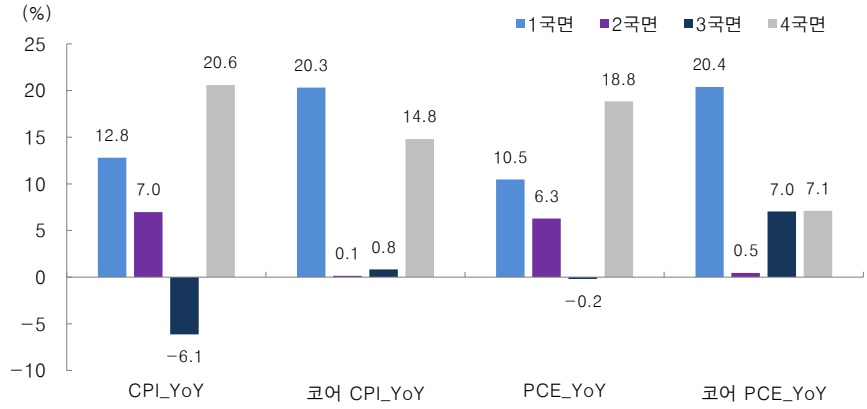
하지만 물가 상승률이 높아지는 구간에서 장기 국채의 투자 성과가 높아진다고 해석하기에는 무리가 있다. 따라서 코어 물가 지표로 국면을 판단하기 보다는 헤드라인 물가 지표로 물가 상승 국면을 구분하고 자산별 전략을 세우는 것이 좀 더 유용하다고 판단한다.

그림 30. OECD G20 경기선행지수 국면별 미국 국채 만기 20년 이상 지수 성과 비교



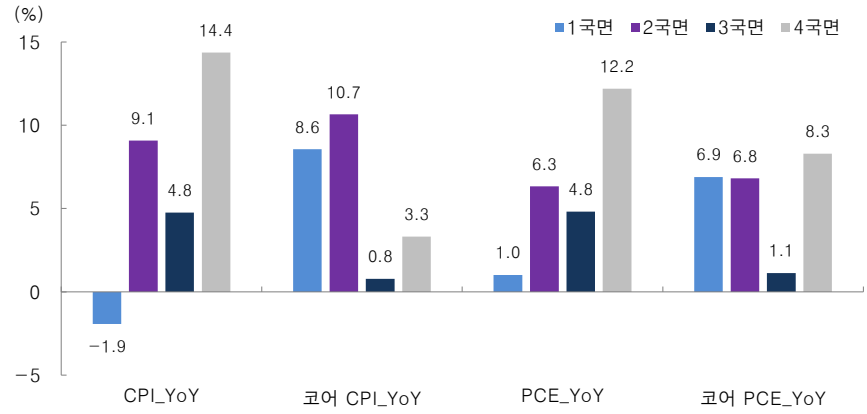
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 31. 4가지 물가 지표 국면별 전세계 주가지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 32. 4가지 물가 지표 국면별 미국 국채 만기 20년 이상 지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 CPI 상승률의 표준 점수에 따라 달라지는 자산군별 성과

미국 CPI 상승률의 표준점수에 따라 자산군별 성과는 달라지는 모습

앞서 살펴본 것처럼 물가 지표만을 기준으로 국면을 구분했을 경우 국면별 주요 자산군의 성과는 OECD G20 경기선행지수로 구분된 국면과 비교할 때 상대적으로 유용성이 떨어지는 모습을 보여주었다. 하지만 물가 지표의 경우 물가 지표의 수준이 얼마나 높은지, 그리고 그에 더해 현재 물가 지표가 어떻게 움직이느냐에 따라 주요 자산군의 성과가 달라지는 모습을 보여준다.

미국 CPI(YoY)의 3개월 이동평균 값을 5년 평균 기준으로 표준 점수(Standard Score)를 구한 후 표준 점수의 수준에 따라 6개 구간으로 나누고, 물가 상승률의 방향성까지 고려해 주요 자산군의 연율화 성과를 비교해 보았다.

전세계 주식시장은 CPI 상승률 표준점수 0을 하회하면 물가 상승률 하락시 더 높은 성과 기록

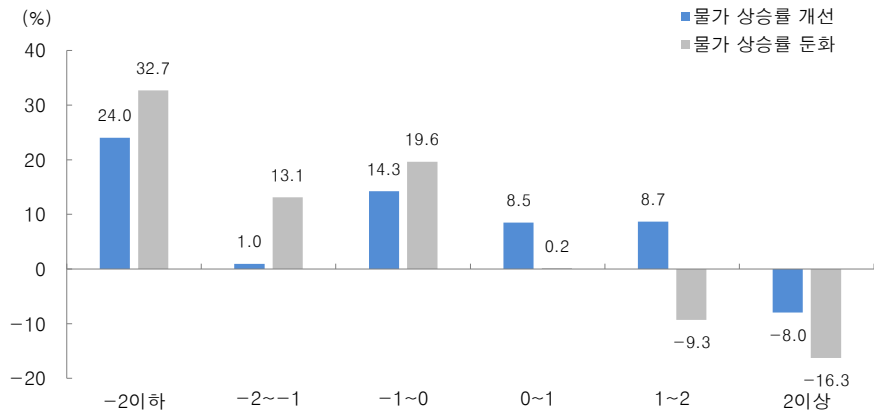
전세계 주가지수를 기준으로 살펴보면 전반적으로 물가 상승률의 표준 점수가 0 이하일 때 성과가 더 높았다. 특히 물가 상승률이 개선될 때 보다는 물가 상승률이 둔화되는 구간에서 상대적으로 높은 성과를 기록했다. 물가 상승률의 표준 점수가 0을 상회하는 경우에는 성격이 다소 달라진다. 이 때 부터는 물가 상승률이 개선될 때 성과가 상대적으로 높고, 물가 상승률이 둔화되는 구간에서는 부진한 모습을 보여주었다. 또한 물가 상승률의 표준 점수가 2를 상회하게 되면 물가 상승률의 방향성에 상관없이 가장 낮은 성과를 기록했다.

물가 상승률 수준에 따른 주식시장의 변화는 선진국 주식시장보다 신흥국 주식시장에서 더 뚜렷하게 나타났다. 물가 상승률의 표준 점수가 -1을 하회할 때 신흥국 주식시장은 물가 상승률이 둔화되는 구간에서는 (+) 성과를 기록했지만 물가가 상승하는 구간에서는 약세 흐름을 나타내기도 했다.

CPI 상승률 표준점수 2를 넘어서면 주요 자산군 성과는 전반적으로 부진하지만 달러는 강세

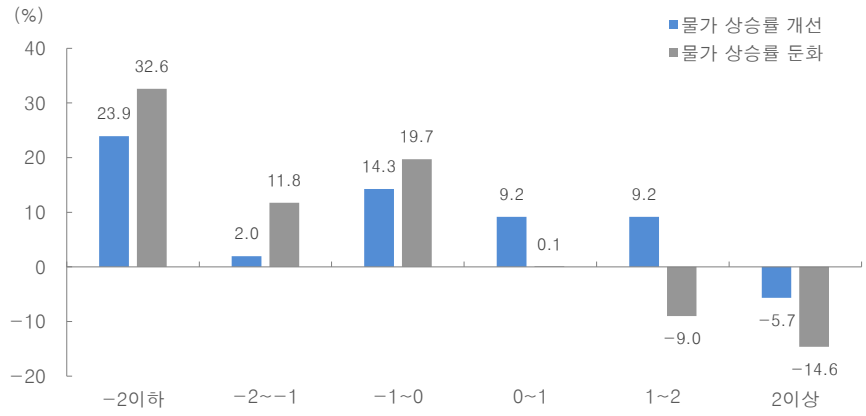
미국 CPI 상승률의 표준점수가 2를 넘어서면 주요 자산군의 성과가 전반적으로 좋지 않았다. 그나마 물가 상승률이 개선될 때는 미국 S&P500, 미국 국채, 미국 물가연동국채(TIPS), 금은 상대적으로 양호한 성과를 기록했지만, 물가 상승률 둔화 국면에서는 이들도 (-) 성과로 돌아섰다. 반면, 물가 상승률이 높은 구간에서 물가 상승률의 방향성에 상관없이 강세를 나타냈던 자산은 달러였다. 다양한 자산의 성과가 부진해지면서 안전자산에 대한 수요가 높아진 것으로 판단한다.

그림 33. **미국 CPI 상승률 표준 점수 수준과 방향성에 따른 성과 비교_전세계 주가지수**



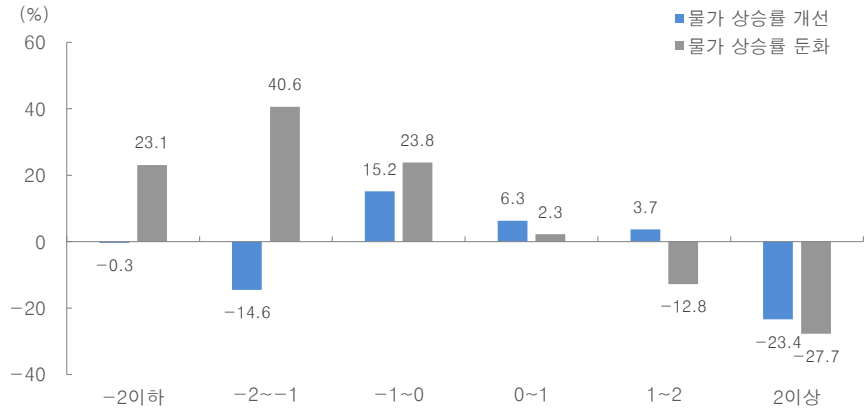
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 34. 미국 CPI 상승률 표준 점수 수준과 방향성에 따른 성과 비교_선진국 주가지수



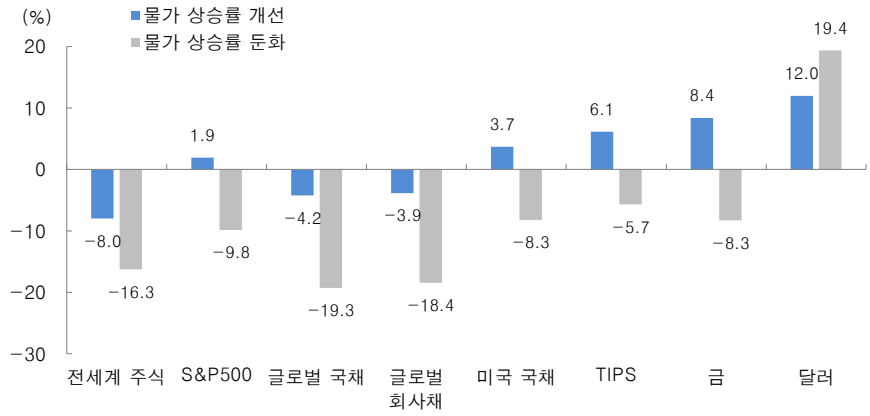
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 35. 미국 CPI 상승률 표준 점수 수준과 방향성에 따른 성과 비교_신흥국 주가지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 36. 미국 CPI 상승률 표준 점수 2 이상에서 주요 자산군 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II-2. ISM 제조업/서비스업 가격 지수

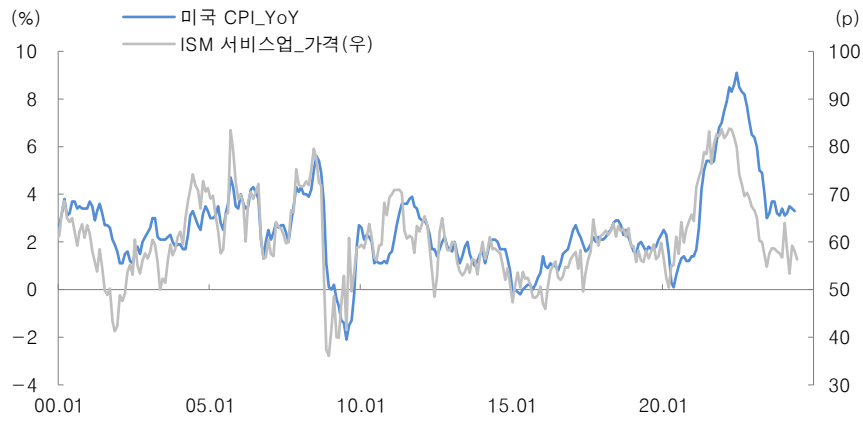
ISM 서비스업/제조업 가격 지수는 향후 물가 흐름을 파악하는데 유용

ISM 서비스업/제조업 가격지수는 서베이 지표로 실물지표보다 이른 시점에 확인이 가능하고 변곡점도 먼저 형성되는 모습

ISM 제조업 지수와 서비스업 지수의 세부항목 중에는 가격 지수가 있다. ISM 제조업/서비스업 가격지수는 종합 지수 산정에 포함되지 않지만, 기업들이 체감하고 있는 물가 수준을 빠르게 확인할 수 있는 지표다.

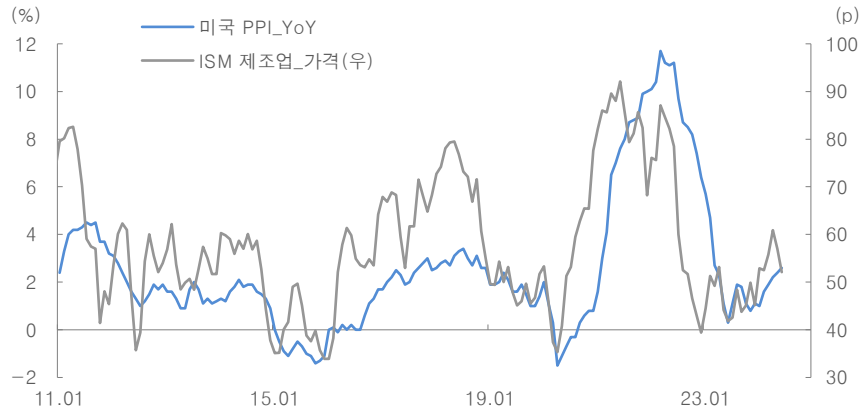
실제로 ISM 제조업 가격지수와 서비스업 가격지수는 물가 상승률과 유사한 방향성을 나타내고 있다. ISM 지수는 서베이 지표라 최근 월 데이터를 실물 지표 보다 먼저 확인이 가능하다는 장점이 있다. 서베이 지표 특성상 월간 단위 등락은 상대적으로 크지만, 변곡점은 대체로 실물 지표 대비 먼저 형성된다는 점에서 향후 물가 흐름을 파악하는데 있어 유용하게 활용할 수 있다고 판단한다.

그림 37. **미국 CPI(YoY)와 ISM 서비스업 가격지수**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 38. **미국 PPI(YoY)와 ISM 제조업 가격지수**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 제조업/서비스업 가격지수 국면별 전세계 주가지수 성과

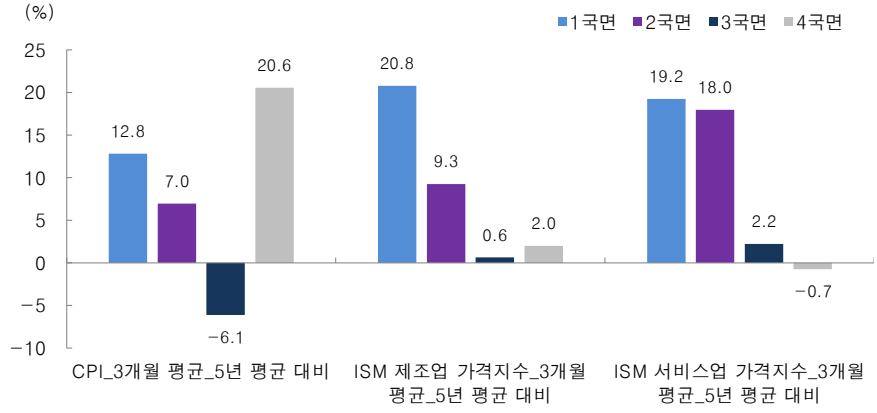
ISM 제조업/서비스업 가격지수 국면별 전세계 주가지수 성과: 가격지수 상승시 강세/ 가격지수 하락시 부진

ISM 제조업 가격지수와 서비스업 가격지수는 월간 단위로 등락이 큰 만큼 국면 판단의 오류 가능성을 낮추기 위해 3개월 이동평균 값을 기준으로 지표의 흐름을 판단했다. 국면 판단의 기준은 경기 판단 기준선인 50을 사용하지 않고, 과거 5년 평균값을 상회하는지, 하회하는지 여부로 국면을 나눴다.

전세계 주가지수의 성과를 ISM 제조업/서비스업 가격지수의 국면별로 비교해보면, ISM 제조업 가격지수와 ISM 서비스업 가격지수 모두 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 상대적으로 높은 성과를 기록해 CPI의 국면별 성과와는 다른 모습을 보여주었다.

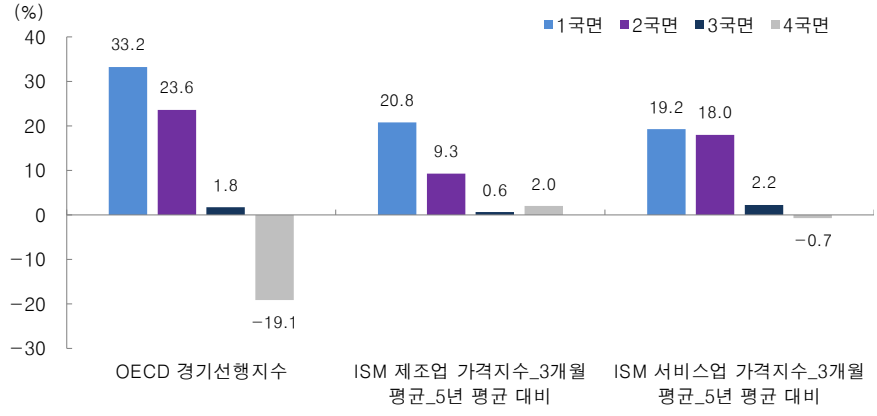
ISM 제조업 가격지수와 서비스업 가격지수가 하락하는 구간에서는 전세계 주가지수의 성과도 상대적으로 부진했다. 하지만, OECD G20 경기선행지수의 국면별 성과와 비교해보면 전세계 주식시장의 성과 차별화 정도는 크지 않았다.

그림 39. 미국 CPI와 ISM 제조업/서비스업 가격지수 국면별 전세계 주가지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 40. OECD G20 경기선행지수와 ISM 가격지수 국면별 전세계 주가지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 제조업/서비스업 가격지수는 미국 만기별 국채 지수에 유용

ISM 제조업 가격지수 국면별 미국 국채 지수 성과를 비교해보면

ISM 제조업/서비스업 가격지수로 글로벌 주식시장의 국면을 판단하기에는 OECD G20 경기선행지수에 비해 영향력이 다소 부족해 보이지만, 채권시장에서는 유용한 지표로 활용될 수 있다고 판단한다.

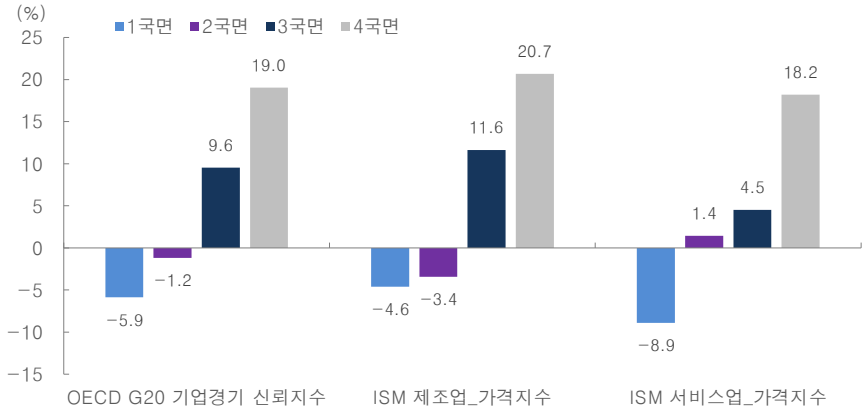
회복/확장 국면에서는 만기가 짧을수록 강세

시장금리에 따라 가격 민감도가 큰 미국 국채 만기 20년 이상 지수의 국면별 성과를 비교해 보면, ISM 제조업/서비스업 가격지수 모두 회복(1국면)에서 성과가 가장 부진하고, 수축(4국면)으로 갈수록 높은 수익률을 기록했다.

후퇴/수축 국면에서는 만기가 길수록 강세

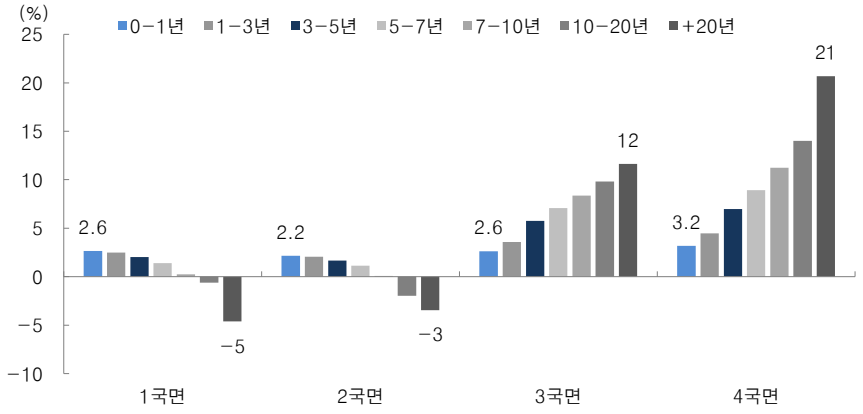
ISM 제조업 가격지수의 경우 국면별 성과의 차별화 측면에서 OECD G20 제조업 신뢰지수와 비교해봐도 뒤지지 않는 영향력을 나타내고 있다고 판단한다. ISM 제조업 가격지수로 구분된 국면에서 미국 국채 만기별 지수의 성과를 비교해보면, 회복(1국면)과 확장(2국면)에서는 만기가 길어질수록 성과가 낮아지고, 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 만기가 길어질수록 높은 성과를 기록한 것으로 나타났다.

그림 41. **미국 국채 만기 20년 이상 지수 국면별 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 42. **ISM 제조업 가격지수 국면에 따른 미국 만기별 국채 지수 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 제조업 가격지수는 원자재 가격의 움직임에 민감하게 반응

ISM 제조업 가격지수 활용시 블룸버그 원자재 종합 지수의 국면별 성과 차별화가 좀 더 뚜렷

ISM 제조업 가격지수로 나누어진 국면에서 미국 만기별 국채 지수의 성과가 뚜렷하게 차별화되는 것은 ISM 제조업 가격지수가 원자재 가격의 움직임에 민감하게 반응하기 때문이다.

ISM 제조업 가격지수 기준 각 국면별 블룸버그 원자재 종합지수의 성과를 OECD G20 기업경기 신뢰지수의 국면별 성과와 비교해보면, ISM 제조업 가격지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 원자재 종합지수의 성과가 OECD G20 기업경기 신뢰지수의 같은 국면 성과 대비 상대적으로 높게 나타났다. 특히, 확장(2국면)에서 가장 높은 수익률을 기록했다.

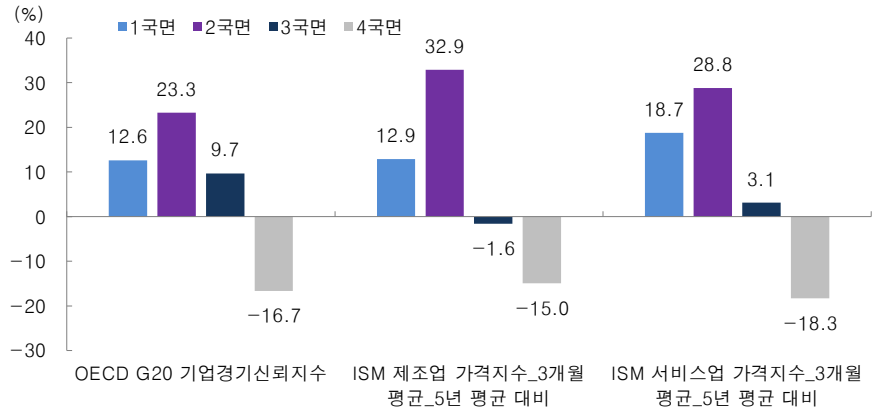
OECD G20 기업경기 신뢰지수의 경우 후퇴(3국면)에서 블룸버그 원자재 종합 지수는 +9.7%의 연율화 수익률을 기록했지만, ISM 제조업 가격지수의 후퇴(3국면)에서는 원자재 종합 지수가 (-) 성과를 보이면서 국면별 성과의 차별화도 더 선명해지는 모습이었다.

ISM 제조업 가격지수 국면별 상위 원자재 섹터
회복/확장: 에너지
후퇴: 산업용금속
수축: 귀금속

ISM 제조업 가격지수의 각 국면별로 블룸버그 원자재 지수 섹터별 성과를 살펴보면, 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 모두 에너지 섹터가 원자재 지수의 상승을 주도한 것으로 나타났다. 회복~후퇴(1~3국면)에서 에너지와 산업용 금속 섹터가 상위권을 차지한 가운데 수축(4국면)에서는 귀금속이 가장 높은 성과를 기록했다.

원유(WTI), 구리, 금, 대두 등 대표 원자재 가격의 국면별 성과를 살펴보면, WTI는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 단연 돋보이는 성과를 기록했다. 금 가격은 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 10% 내외의 성과를 기록하며 WTI나 구리 대비 낮은 수익률을 기록했다. 하지만 ISM 제조업 가격지수가 하락하는 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서 2%대의 수익을 기록하면서 수축에서 큰 폭의 가격 조정을 받는 WTI와 구리 대비 견조한 모습을 보여주었다.

그림 43. **블룸버그 원자재 종합 지수 국면별 성과 비교**



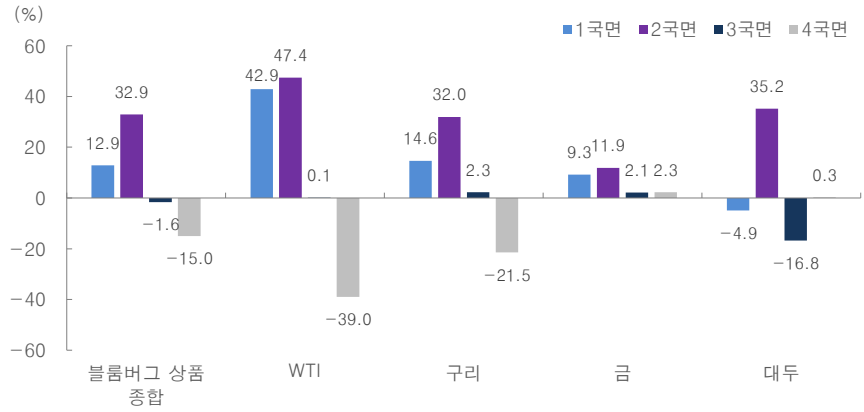
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 44. ISM 제조업 가격지수 국면별 원자재 섹터 성과 순위

순위	1	2	3	4	5
1국면	에너지 12.9	원자재종합 12.9	산업용금속 9.8	귀금속 9.6	농산물 -3.3
2국면	에너지 41.1	원자재종합 32.9	산업용금속 23.5	농산물 17.3	귀금속 13.2
3국면	산업용금속 0.1	원자재종합 -1.6	에너지 -1.7	귀금속 -4.9	농산물 -12.6
4국면	귀금속 -2.9	농산물 -7.3	원자재종합 -15.0	산업용금속 -20.0	에너지 -40.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 45. ISM 제조업 가격지수 국면별 주요 원자재 가격 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 제조업 가격지수 상승국면에서 TIPS 에 관심 높이는 전략 필요

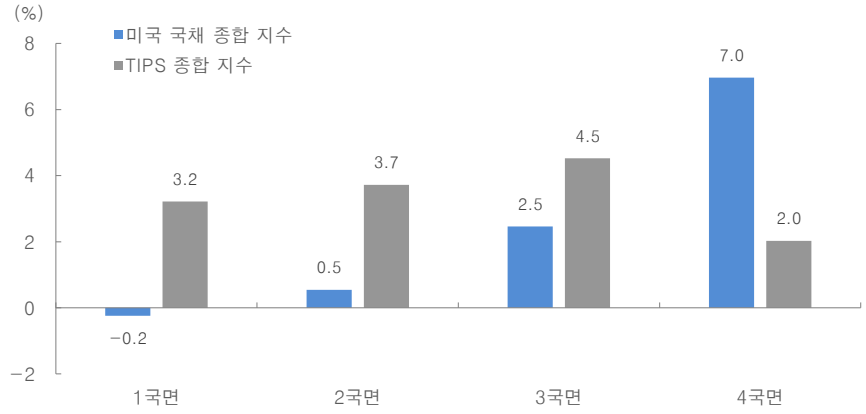
ISM 제조업 가격지수 회복/확장/후퇴 국면에서 TIPS 종합지수가 국채 종합 지수 성과 상회

물가 상승률이 높아질 때 주목받을 수 있는 상품은 물가연동국채(TIPS:Treasury Inflation Protected Securities)다. TIPS는 물가 상승분을 원금에 반영해주기 때문에 물가가 급등할 때 가치가 떨어질 수 있는 일반 국채 대비 안정적인 성과를 기대할 수 있다.

ISM 제조업 가격지수로 구분된 4개 국면별로 미국 국채 종합 지수와 미국 TIPS 종합 지수의 성과를 비교해보면, ISM 제조업 가격지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면) 뿐만 아니라 후퇴(3국면)까지 TIPS 종합 지수의 성과가 더 높았다. TIPS 종합 지수는 국면별로 성과의 차이가 크지 않았는데, 수축(4국면)에서는 시장금리 하락에 따른 가격 상승 민감도가 높은 미국 국채 종합 지수가 TIPS 종합 지수 대비 상대적으로 높은 수익률을 기록했다.

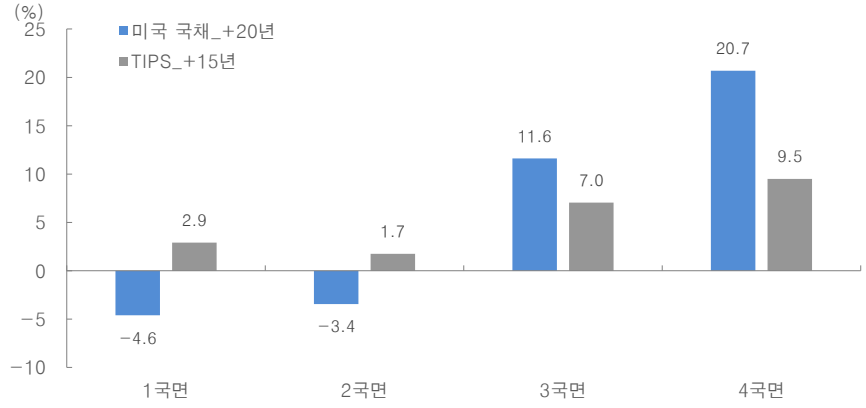
TIPS도 만기가 길어지면 국면에 따라 성과의 차이가 벌어진다. 미국 국채 만기 20년 이상 지수와 TIPS 만기 15년 이상 지수의 성과를 비교해보면, ISM 제조업 가격지수가 상승하는 구간에서는 (-)성과를 기록한 국채 만기 20년 이상 지수와 달리 TIPS 만기 15년 이상 지수는 (+)성과를 유지했다. ISM 제조업 가격지수가 상승하는 구간에서는 일반 국채보다 TIPS를 통해 물가 상승 위험을 회피하는 전략이 필요하다고 판단한다.

그림 46. **ISM 제조업 가격지수 국면별 미국 국채 종합 지수와 TIPS 종합 지수 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 47. **ISM 제조업 가격지수 국면별 국채 만기 20 년 이상과 TIPS 만기 15 년 이상 성과**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II-3. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수

글로벌 원자재 수요에서 높은 비중을 차지하는 중국 관련 지표 활용 필요

중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 ISM 제조업 지수와 유사하게 움직임

글로벌 원자재 수요에서 중국이 차지하고 있는 비중이 높은 만큼 중국 관련 지표도 확인해 볼 필요가 있다. 중국 제조업 PMI 세부항목 중 물가와 관련된 지표는 구매물가 지수다. ISM 제조업 가격지수와 중국 제조업 PMI 구매물가 지수를 비교해보면, 두 지표가 유사한 방향성을 나타내고 있는 것을 확인할 수 있다.

중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 2005년 이후 부터 확인이 가능하다. 앞선 분석처럼 국면 판단의 기준선을 5년 평균 데이터로 잡을 경우 2010년 이후로만 분석이 가능하다. 분석 기간이 상대적으로 짧기 때문에 다양한 국면이 포함되지 않았다는 점에서 향후 투자 환경이 달라질 경우 과거의 분석결과가 들어맞지 않을 수 있다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

중국 제조업 PMI 구매물가 지수를 다음과 같이 4개 국면으로 나눈 후 주요 자산군의 성과를 분석해보았다.

1) 회복(1국면): 3개월 이동평균 중국 제조업 PMI 구매물가 5년 평균 미만에서 전월대비 상승

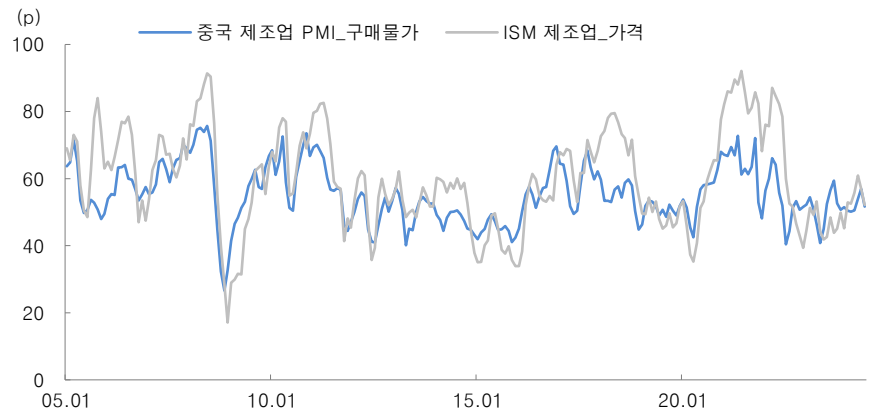
2) 확장(2국면): 3개월 이동평균 중국 제조업 PMI 구매물가 5년 평균 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): 3개월 이동평균 중국 제조업 PMI 구매물가 5년 평균 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): 3개월 이동평균 중국 제조업 PMI 구매물가 5년 평균 미만에서 전월대비 하락

앞서 언급한 것처럼 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 국면별 성과는 2010년 이후만 비교할 수 있다. 다른 기준으로 구분한 국면별 성과와 함께 분석할 때는 비교 대상 데이터도 2010년 이후로 분석 기간을 맞춰서 성과를 산출했다.

그림 48. **중국 제조업 PMI 구매물가 지수와 ISM 제조업 가격지수**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 국면에서 원자재 가격 탄력적 반응

주요 원자재 가격은 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 국면별 성과가 좀 더 탄력적인 모습

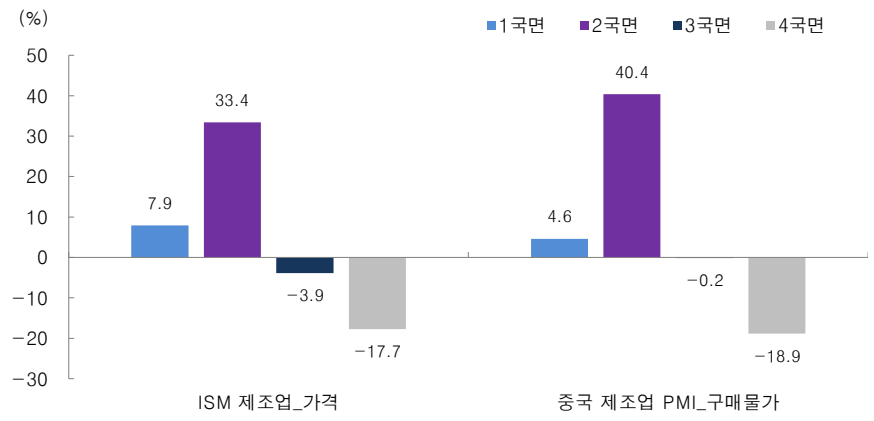
중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 국면별 블룸버그 원자재 종합 지수의 성과를 비교해 보면, 회복(1국면)은 +4.6%, 확장(2국면) +40.4%, 후퇴(3국면) -0.2%, 수축(4국면) -18.9%의 연율화 수익률을 기록한 것으로 나타났다.

ISM 제조업 가격지수로 구분한 국면별 성과와 비교할 때 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 성과는 확장(2국면)에서 상대적으로 높은 수익률을 기록하면서 수축(4국면)에서는 더 낮은 성과를 나타내 국면별 성과의 격차가 더 커졌다.

중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 4개 국면별로 블룸버그 원자재 섹터별 지수의 성과 순위를 살펴보면, 회복(1국면)에서는 산업용금속, 확장(2국면)은 에너지, 후퇴(3국면)와 수축(4국면)은 귀금속이 1위를 차지했다. 앞서 ISM 제조업 가격지수와는 다소 다른 결과가 나타났다. 이는 중국 제조업 PMI의 데이터 분석 기간이 상대적으로 짧기 때문일 수 있다.

원유(WTI), 구리, 금, 대두 등 주요 원자재 가격의 국면별 성과를 살펴보면, 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 국면 기준으로 유가는 확장(2국면)에서 +78.1%를 기록하고, 수축(4국면)에서 -48.2%를 기록했다. ISM 제조업 가격지수 기준 국면별 성과와 비교할 때 확장 국면에서는 더 상승하고, 수축 국면에서는 더 하락하면서 국면에 따라 좀 더 탄력적인 가격의 움직임을 보여주었다.

그림 49. **원자재 종합 지수 국면별 성과 비교**



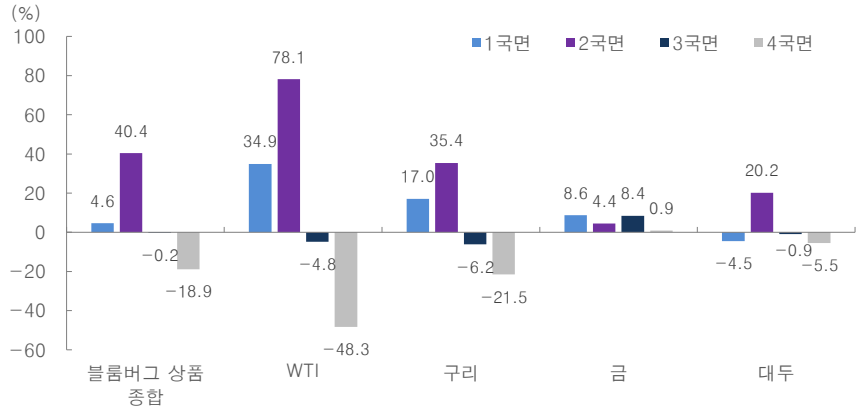
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 50. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 국면별 원자재 섹터 성과 순위

순위	1	2	3	4	5
1국면	산업용금속 12.3	귀금속 9.4	원자재종합 4.6	에너지 -5.6	농산물 -7.2
2국면	에너지 52.4	원자재종합 40.4	산업용금속 34.3	농산물 21.8	귀금속 8.6
3국면	귀금속 3.4	원자재종합 -0.2	농산물 -2.3	에너지 -6.3	산업용금속 -9.7
4국면	귀금속 -6.5	농산물 -7.8	원자재종합 -18.9	산업용금속 -23.6	에너지 -41.7

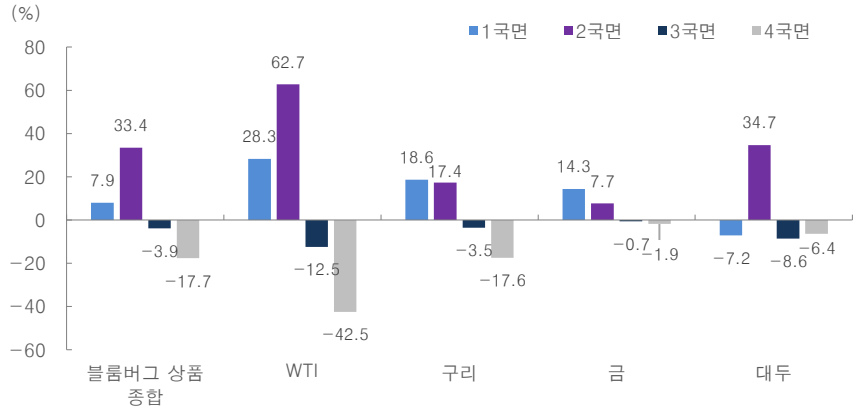
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 51. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 기준 국면별 주요 원자재 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 52. ISM 제조업 가격지수 기준 국면별 주요 원자재 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

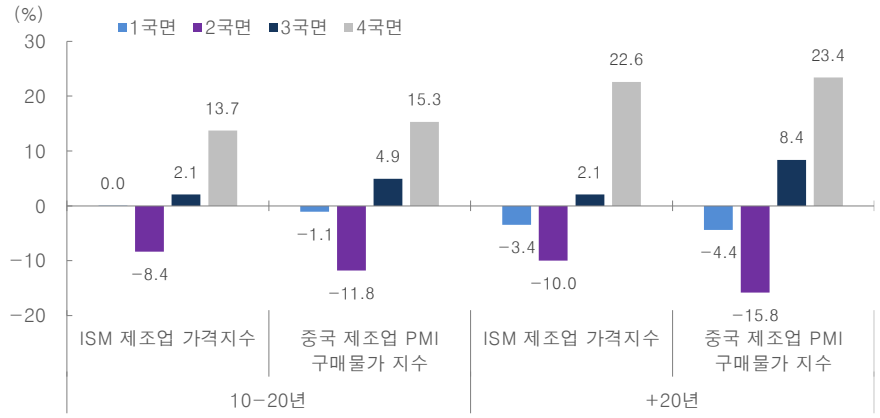
중국 제조업 PMI 가격지수 기준 국면에서 장기국채 성과 차별화 뚜렷

중국 제조업 PMI 기준 국면에서 미국 장기 국채 성과 차별화 뚜렷해지는 모습

중국 제조업 PMI 구매물가 지수가 원자재 가격에 좀 더 민감하게 반응하기 때문에 시장금리에 미치는 영향력도 더 클 수 있다. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수로 나눈 4개의 국면에서 나타난 미국 장기 국채 지수의 성과와 ISM 제조업 가격 지수 기준 국면별 성과를 비교해보면, 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 지수가 상승하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서는 상대적으로 낙폭이 더 크게 나타났고, 지수가 하락하는 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 미국 장기 국채 성과가 좀 더 높아지는 것을 확인할 수 있다.

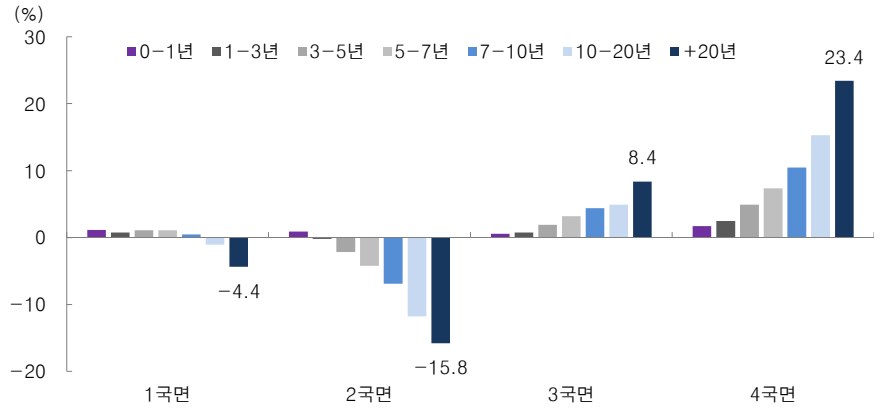
이처럼 주요 PMI의 물가 관련 지수는 원자재 가격과 밀접하게 움직이면서 국채금리에도 영향을 미치고 있다. 데이터 분석 기간이 짧다는 단점은 있지만, 중국 제조업 PMI 구매물가 지수를 ISM 제조업 가격지수와 함께 고려한다면 장기국채 성과와 함께 원자재 지수의 움직임도 가늠해 볼 수 있다고 판단한다.

그림 53. **ISM 제조업 가격지수와 중국 제조업 PMI 구매물가 지수 국면별 미국 장기국채 성과**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 54. **중국 제조업 PMI 구매물가 지수 국면에 따른 미국 만기별 국채 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Part III.

국면별 특징 찾기: 유동성 관련 지표

Part III. 국면별 특징 찾기: 유동성 관련 지표

III-1. 주요국 M2 증가율

2008 년 금융위기 이후 위기 국면 마다 중앙은행의 유동성 공급 급증

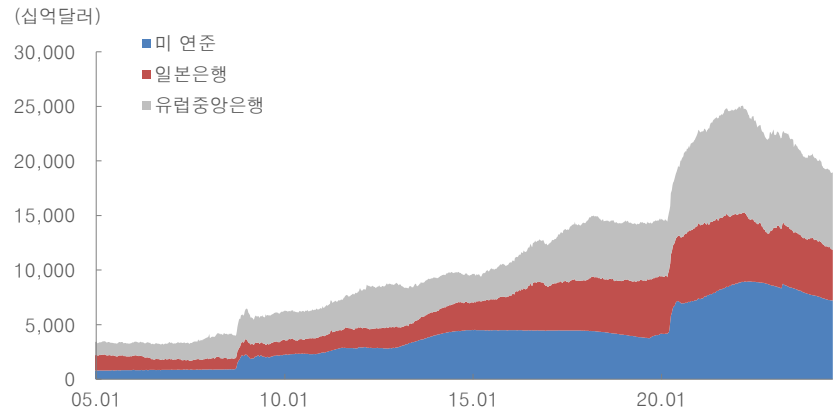
중앙은행의 자산규모 확대와 함께 글로벌 주식시장 상승추세 지속
유동성 지표 확인 필요

2008년 글로벌 금융위기 이후 경제 회복을 위해 글로벌 전반적으로 적극적인 통화완화 정책과 자산매입 프로그램이 진행되면서 대규모의 유동성이 공급되었다. 하지만 양적 긴축 등 정상화 과정이 본격화되기 전에 코로나19가 터지면서 중앙은행의 통화완화 정책이 다시 펼쳐졌고, 주요국 중앙은행의 자산 규모는 급증했다. 그 과정에서 글로벌 주식시장의 상승 추세가 이어졌던 만큼 글로벌 유동성의 확장과 그로 인한 자산가격의 변화를 살펴볼 필요가 있다.

글로벌 유동성의 영향력을 살펴보기 위해 미국, 유로존, 중국, 일본, 한국, 캐나다, 대만, 브라질, 스위스, 호주, 멕시코, 러시아, 영국 등 주요국 M2를 달러 기준으로 합산해, 전년동월대비 증가율로 유동성 증가 속도를 측정해 보았다.

국가별로 데이터 제공 기간이 다르고 유로존 탄생 등이 엮이면서 2000년 이후 데이터만을 사용하게 되었다. 이로 인해 주요국 M2 증가율을 5년 평균 기준으로 국면을 나누면 2005년 이후 데이터만 분석이 가능해졌다.

그림 55. **미 연준+일본은행+유럽중앙은행 자산 추이**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율 기준 국면별 글로벌 주식시장 성과 비교

주요국 M2 증가율 확장 국면에서 주식 시장 강세. 특히 신흥국 상승폭 상대적으로 큰 모습

반면, 주요국 M2 증가율 둔화 시기에는 신흥국 지수의 낙폭이 커지는 모습

주요국 M2의 전년동월 대비 증가율을 다음과 같은 기준으로 4개 국면으로 나눠 주요 자산군별 성과를 비교해보았다.

1) 회복(1국면): 3개월 이동평균 주요국 M2(YoY) 5년 평균 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): 3개월 이동평균 주요국 M2(YoY) 5년 평균 이상에서 전월대비 상승

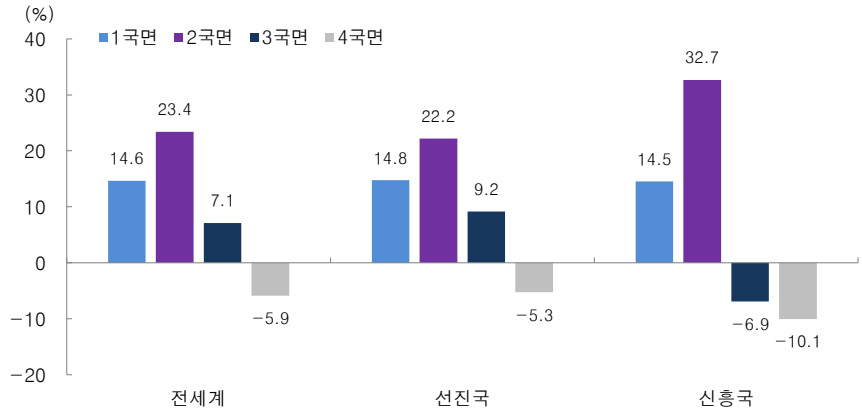
3) 후퇴(3국면): 3개월 이동평균 주요국 M2(YoY) 5년 평균 이상에서 전월대비 하락

4) 수축(4국면): 3개월 이동평균 주요국 M2(YoY) 5년 평균 미만에서 전월대비 하락

전세계 주가지수를 비롯해 선진국과 신흥국 증시의 국면별 성과를 살펴보면, 주요국 M2 증가율이 살아나기 시작하는 회복(1국면)부터 주식시장의 강세가 나타나고, 확장(2국면)에서 가장 높은 성과를 기록했다. 특히, 신흥국 주식시장이 탄력적으로 상승한 것으로 나타났다.

글로벌 유동성 증가율이 둔화되기 시작하는 후퇴(3국면)에서는 전세계 주가지수의 상승 속도가 둔화되는데, 신흥국이 먼저 손실로 전환되는 모습이었다. 그리고 수축(4국면)에서는 모두 (-) 성과를 기록했고, 신흥국 주가지수의 낙폭이 상대적으로 크게 나타났다.

그림 56. **주요국 M2 증가율 국면별 주요 주식시장 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 유동성 개선 국면에서 유럽 채권과 금 주목, 둔화시기는 달러

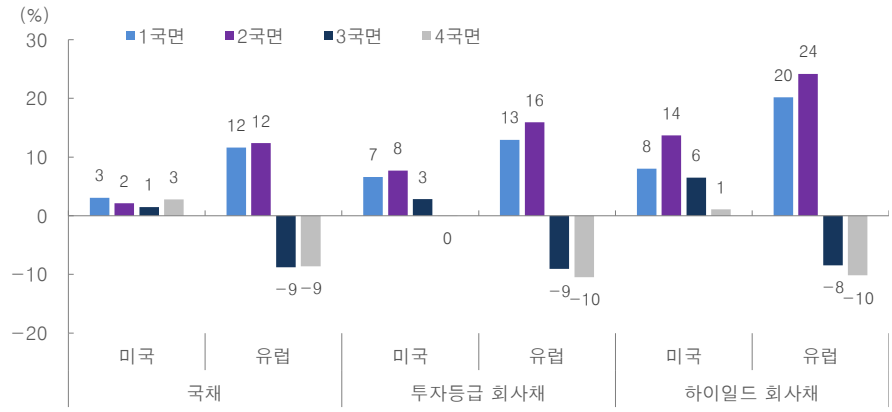
글로벌 유동성 개선시 유럽 채권, 금 강세

글로벌 유동성 둔화시 달러 강세

주요국 M2 증가율의 개선 여부에 따라 뚜렷한 성과 차이를 보여준 자산은 유럽 채권이었다. 주요국 M2 증가율이 회복되는 구간에서 유럽 국채와 회사채, 하이일드 채권은 모두 상승세를 나타냈고, 미국 채권 시장의 성과를 상회했다. 반면, 주요국 M2 증가율이 둔화되는 구간에서는 미국 채권 대비 상대적으로 부진한 수익률을 기록했다.

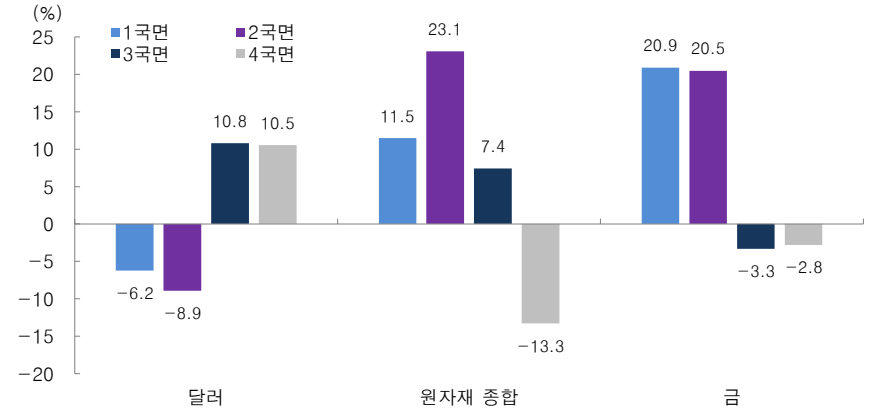
유럽 채권과 함께 특징적인 모습을 보여준 또 다른 자산은 금과 달러였다. 금 가격은 글로벌 유동성이 확대되는 시기에 강세를 나타냈다. 글로벌 유동성 증가율이 개선되는 국면은 대체로 중앙은행의 완화적인 통화정책이 펼쳐지면서 실질금리가 하락하는 구간이었다. 과거 금 가격은 실질금리가 낮아질 때 강세를 나타냈기 때문에 글로벌 유동성의 확대 여부에 민감하게 반응한 것으로 판단한다. 반면, 주요국 M2 증가율이 둔화되기 시작할 때 떠오르는 자산은 달러였다. 글로벌 유동성 증가속도가 빨라질 때는 달러가 약세를 나타냈지만, 유동성 증가율이 둔화되기 시작하면 강세로 전환되는 모습이었다. 수축(4국면)에서는 대부분의 위험자산이 부진한 성과를 기록했기 때문에 안전자산인 달러에 대한 수요가 늘어난다는 특징도 반영된 결과라고 판단한다.

그림 57. **주요국 M2 증가율 국면별 미국과 유럽 채권시장 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 58. **주요국 M2 증가율 국면별 달러, 원자재 종합지수, 금 성과 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

III-2. 주요국 M2/GDP

경제 규모 대비 유동성: 주요국 M2/GDP 추세선 대비 현재 수준

주요국 M2/GDP의 상승 속도를 비교하기 위해 HP 필터를 사용해 추세선 대비 비율로 글로벌 유동성 증가 속도를 측정

주요국 M2는 글로벌 경제 규모의 성장과 함께 지속적으로 늘어나고 있다. 따라서 경제 규모 대비 글로벌 유동성의 성장 속도를 살펴볼 필요가 있다. 달러 기준 주요국 명목 GDP 합산 대비 M2 합산 비율의 흐름을 통해 주요국의 경제 규모 대비 M2가 얼마나 빠르게 성장하는지 측정해 보았다.

주요국 GDP 대비 M2는 장기적으로 상승 추세가 이어지고 있는데, 특히 2008년 금융위기나 2020년 코로나19 등의 위기가 발생할 경우 가파르게 상승하는 모습을 보여주었다. 글로벌 유동성의 증가 속도는 GDP 대비 M2의 추세선을 기준으로 분석 시점에 추세선 대비 어느 정도 떨어져 있는지를 기준으로 산출했다. 상승추세를 이어가고 있는 주요국 GDP 대비 M2의 추세선을 만들기 위해 HP(Hodrick-Prescott) 필터를 사용했다. HP 필터는 시계열 원 데이터에서 순환변동을 제거할 수 있는 방법이다. 데이터의 주기적 변동을 유지하면서도 기본 추세를 원활하게 추정할 수 있기 때문에 시계열 데이터 분석에서 많이 사용되고 있다.

GDP는 국가별 분기 명목 GDP의 계절조정 연환산 데이터를 활용했다. 월간 단위 데이터로 전환하기 위해 분기말과 분기말 사이 월간 데이터는 전분기 대비 GDP 증가율의 월평균 값을 적용했다. 월간 단위로 만든 GDP 데이터에 월간 M2를 달러로 환산하여 GDP 대비 M2 데이터를 산출했다. 최근 분기 데이터가 없을 경우에는 가장 최근에 발표된 분기 GDP에 장기 성장률을 적용하여 추정한 값을 기준으로 산출했다. 주요국 M2/GDP를 기준으로 HP 필터를 통해 추세선을 구한 후 다음과 같은 기준으로 국면을 구분했다.

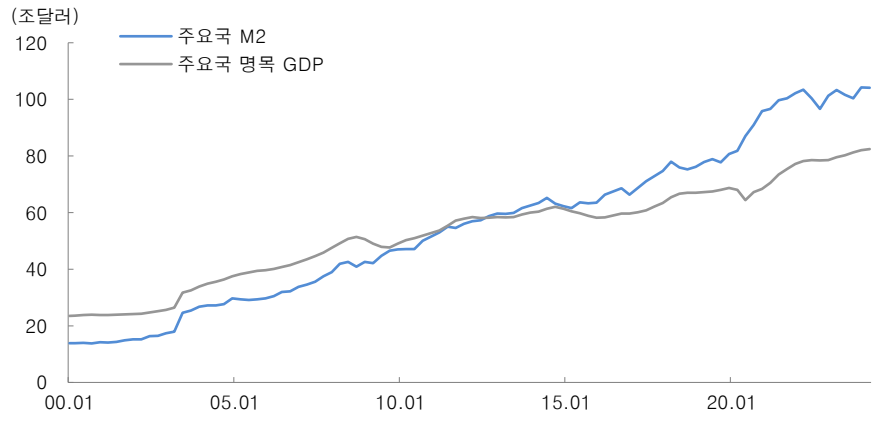
1) 회복(1국면): 추세선 대비 주요국 M2/GDP 3개월 이동평균이 1 미만에서 전월대비 상승

2) 확장(2국면): 추세선 대비 주요국 M2/GDP 3개월 이동평균이 1 이상에서 전월대비 상승

3) 후퇴(3국면): 추세선 대비 주요국 M2/GDP 3개월 이동평균이 1 이상에서 전월대비 하락

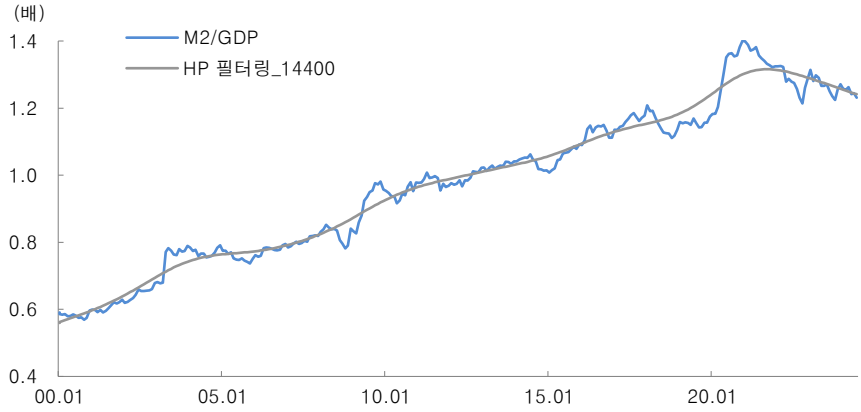
4) 수축(4국면): 추세선 대비 주요국 M2/GDP 3개월 이동평균이 1 미만에서 전월대비 하락

그림 59. **주요국 M2와 명목 GDP 합산 추이**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 60. 주요국 M2/GDP 의 추세선을 HP 필터를 통해 추정(람다 14,400 설정)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 61. 추세선 대비 주요국 M2/GDP 비율과 전세계 주가지수

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2/GDP 기준 국면별 성과 차별화는 주요국 M2 증가율보다 뚜렷

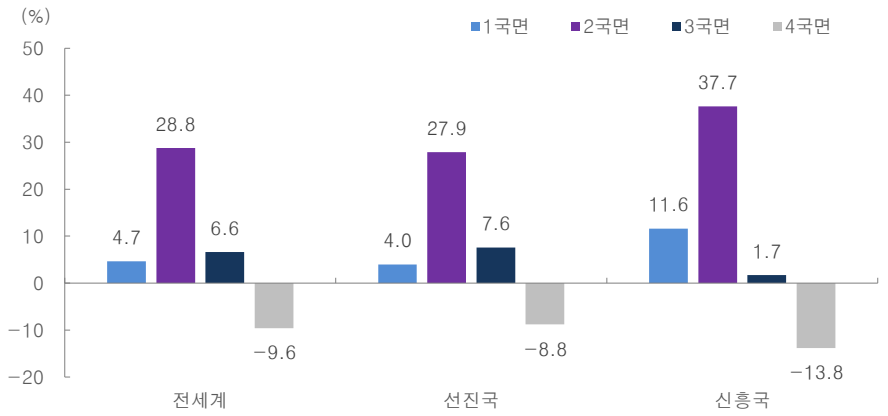
주요국 M2/GDP 기준 국면별 주요 자산군의 성과는 주요국 M2 증가율과 비교할 때 확장 국면에서는 수익률이 높아지고 수축 국면에서는 낙폭 확대되며 차별화 뚜렷

주요국 M2/GDP 기준으로 구분된 국면별로 주요 주가지수의 성과를 살펴보면, 주요국 M2 증가율 기준으로 나눈 국면과 비교할 때 확장(2국면)에서는 더 높은 성과를 기록하면서, 수축(4국면)에서는 상대적으로 낙폭이 더 크게 나타났다. 물론, OECD G20 경기선행지수의 국면별 성과와 비교해보면, 주요국 M2/GDP 기준 국면별 성과의 차별화 정도는 낮았다.

주요국 M2/GDP 기준 국면에서도 주요국 M2 증가율 처럼 미국 채권과 유럽 채권 사이의 성과 차이가 뚜렷한 모습이었다. 주요국 M2/GDP가 상승하기 시작하는 회복(1국면)과 확장(2국면)에서 유럽 채권은 강세를 나타낸 반면, 주요국 M2/GDP가 하락하는 국면인 후퇴(3국면)와 수축(4국면)에서는 부진한 성과를 기록하면서 미국 채권 대비 약세를 나타냈다.

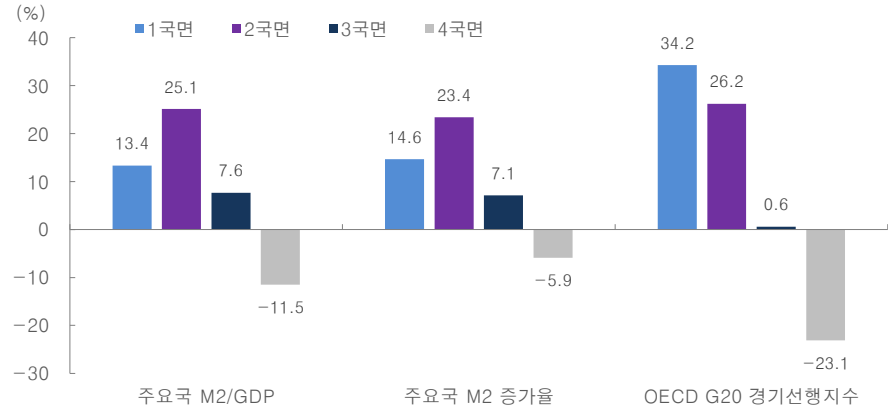
주요국 M2/GDP 기준의 국면별 성과는 주요국 M2 증가율 기준보다 확장(2국면)에서 더 높은 성과를 기록하고, 수축(4국면)에서는 낙폭이 커지면서 주요국 M2 증가율 기준보다 국면별로 차별화되는 모습이 더욱 선명하게 드러났다.

그림 62. **주요국 M2/GDP 국면별 주요 주가지수 성과 비교**



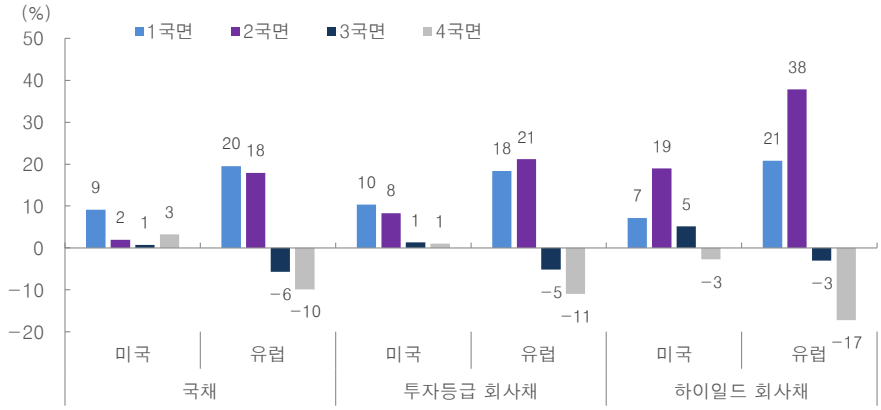
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 63. **전세계 주가지수 국면별 성과 비교(2006 년 이후)**



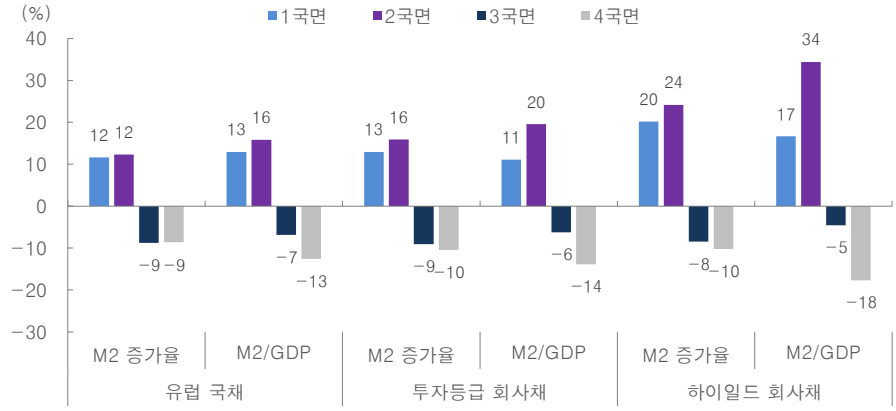
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 64. 주요국 M2/GDP 국면별 미국 채권과 유럽 채권 지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 65. 주요국 M2/GDP 기준과 주요국 M2 증가율 기준 국면별 유럽 채권 지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

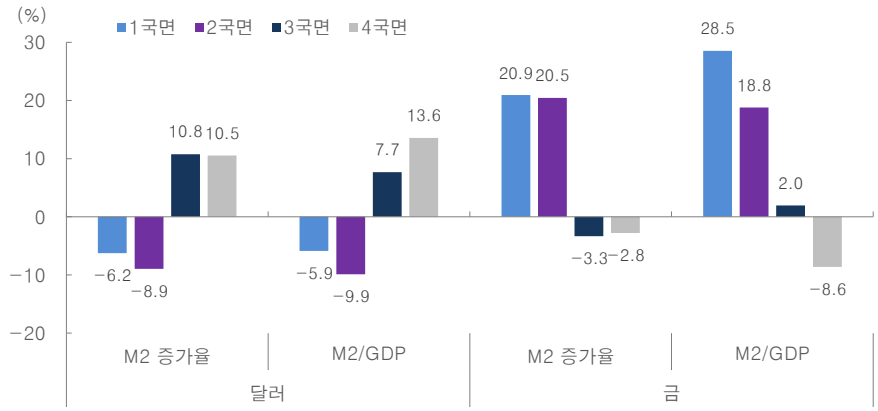
달러와 금도 주요국 M2/GDP 기준 국면 활용시 성과 격차 확대

주요국 M2/GDP 기준 국면별 달러와 금의 성과 차별화 뚜렷

주요국 M2/GDP 국면별로 유럽 국채가 보여준 모습은 달러와 금의 국면별 성과에서도 유사하게 나타났다. 주요국 M2/GDP 기준으로 구분한 국면별 달러와 금 가격 성과와 주요국 M2 증가율 기준 성과를 비교해보면, 달러는 확장(2국면)과 수축(4국면) 사이의 성과 차이가 더 벌어지고, 금은 회복(1국면)과 수축(4국면)의 수익률 격차가 확대되면서 국면별 성과의 차별화 현상이 더욱 뚜렷해지는 모습이었다.

2008년 글로벌 금융위기나 2020년 코로나19와 같은 글로벌 경제 위기가 다시 찾아오고, 중앙은행과 각국 정부가 적극적인 유동성 공급 정책을 펼친다면, 미국 보다는 유럽 채권, 그리고 금에 대한 관심을 높여야 한다. 이후 중앙은행의 양적 완화가 마무리되고, 글로벌 유동성의 증가 속도가 둔화되는 모습이 나타나는 과정에서는 달러에 집중하는 전략이 필요하다고 판단한다.

그림 66. **주요국 M2/GDP 기준 국면별 달러와 금 가격 격차 확대되는 모습**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Part IV.

현재 국면에 대한 판단

Part IV. 현재 국면에 대한 판단

확장 국면에 위치한 OECD G20 경기선행지수

OECD G20 경기선행지수 20개월 연속 상승하며 확장(2국면)에 위치

OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 20개월 연속 상승했다. 앞서 구분했던 국면 기준으로 보면 OECD G20 경기선행지수는 100 이상에서 개선되는 확장(2국면)에 위치해 있다. 글로벌 경기 개선은 그동안 주식 등 위험자산 가격의 상승추세를 뒷받침하는 요인이었다.

OECD G20 경기선행지수의 향후 움직임을 가늠해 볼 수 있는 지표로 OECD 경기선행지수 확산비율이 있다. OECD 경기선행지수 확산비율은 OECD에서 경기선행지수가 제공되는 국가 중 경기선행지수가 전월 대비 개선된 국가의 비율을 의미한다. 과거 OECD 경기선행지수 확산비율은 OECD G20 경기선행지수보다 변곡점이 먼저 만들어졌다.

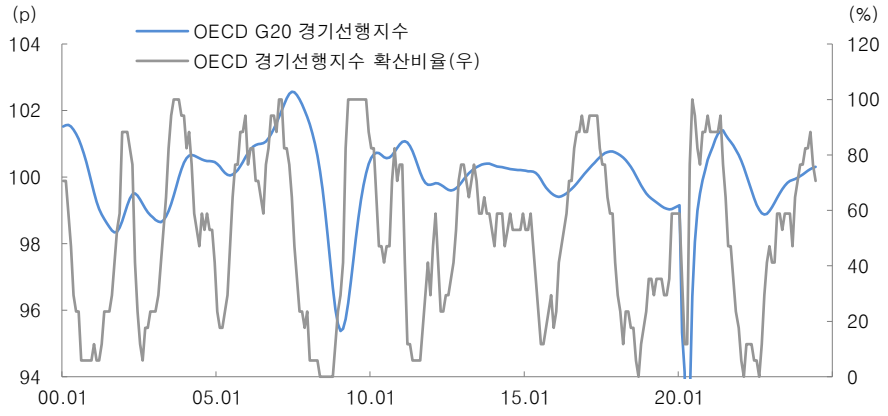
OECD 경기선행지수 확산비율 2개월 연속 하락하며 글로벌 경기 둔화 가능성 나타나기 시작

지난 6월 OECD 경기선행지수 확산비율은 70.6%를 기록하면서 2개월 연속 둔화되었다. 아직 경기선행지수가 개선되고 있는 국가의 수가 상대적으로 많기 때문에 OECD G20 경기선행지수가 단기간에 꺾일 가능성은 낮다고 판단한다.

과거 OECD G20 경기선행지수의 주요 고점에서 경기선행지수 확산비율의 수준을 살펴보면 70%대에서 경기선행지수의 고점이 형성되기도 했지만, 시기에 따라서는 경기선행지수 확산비율이 40%까지 내려오는 상황에서도 OECD G20 경기선행지수의 상승세가 이어지기도 했다.

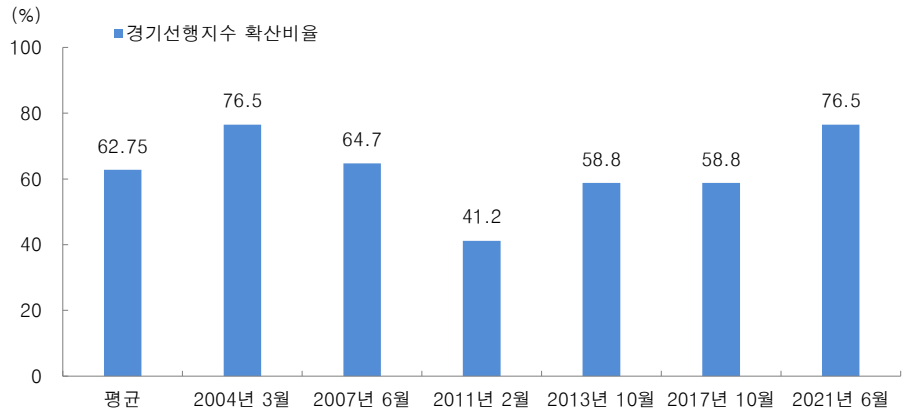
글로벌 경기 국면의 전환 가능성에 대한 판단은 신중해야 할 필요가 있다. OECD G20 경기선행지수가 확장(2국면)에서 후퇴(3국면)로 전환될 경우 선호되는 자산군의 색깔이 크게 달라지기 때문이다. 하지만, OECD G20 경기선행지수의 둔화 신호가 나오기 시작한 만큼 다양한 지표를 통한 검토가 필요해진 시점이라 판단한다.

그림 67. **OECD G20 경기선행지수와 경기선행지수 확산비율**



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 68. OECD G20 경기선행지수 주요 고점 당시 경기선행지수 확산비율 수준 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 69. OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 자산군 성과 비교_상위 그룹

순위	1	2	3	4
1국면	신흥국 주식 50.9	전세계 주식 33.2	선진국 주식 31.7	원자재 15.1
2국면	신흥국 주식 27.3	선진국 주식 23.7	전세계 주식 23.6	원자재 18.8
3국면	원자재 8.6	미국 국채 5.8	글로벌 국채 2.7	선진국 주식 2.5
4국면	미국 국채 9.1	달러 4.7	글로벌 국채 2.8	글로벌 회사채 -0.3

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 70. OECD G20 경기선행지수 국면별 전세계 주가지수 섹터별 성과 비교(성과 상위 그룹)

순위	1	2	3	4	5	6
1국면	IT 49.0	소재 41.5	경기소비재 39.0	금융 37.9	산업재 33.8	전세계 지수 33.2
2국면	IT 31.9	에너지 26.6	소재 26.3	산업재 25.3	커뮤니케이션 24.9	전세계 지수 23.6
3국면	에너지 12.9	건강관리 12.3	미국 리츠 10.4	필수소비재 8.6	유틸리티 7.6	IT 3.5
4국면	필수소비재 -4.7	건강관리 -5.0	유틸리티 -8.7	미국 리츠 -11.3	커뮤니케이션 -15.1	전세계 지수 -19.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 소비자 신뢰지수와 기업경기 신뢰지수는 이미 하락중

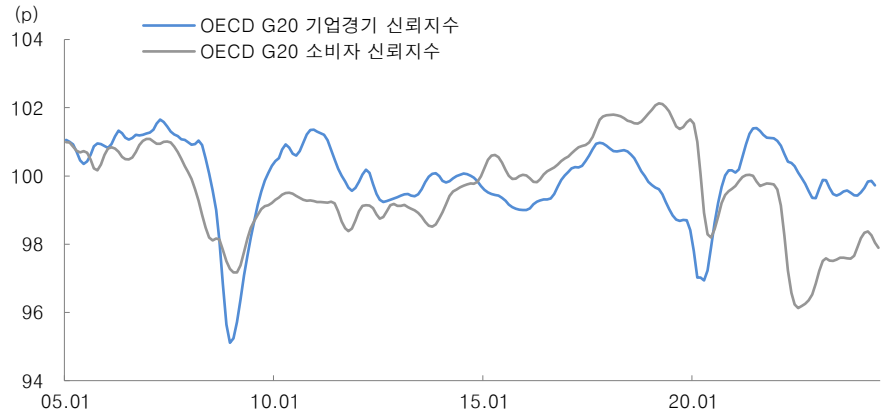
OECD에서 선행지표로 제공하는 G20 기준 소비자 신뢰지수와 기업경기 신뢰지수는 이미 하락중

OECD에서 경기선행지수와 함께 선행지표로 제공하는 소비자 신뢰지수와 기업경기 신뢰지수는 최근 들어 부진이 가시화되고 있다. OECD G20 소비자 신뢰지수는 지난 3월을 고점으로 3개월 연속 전월대비 하락했다.

OECD G20 기업경기 신뢰지수도 지난 4월 고점 이후 하락세를 나타내고 있다. 이번 6월 데이터는 G20 기준 기업경기 신뢰지수가 발표되지 않았지만, OECD 기준과 G7 기준 6월 기업경기 신뢰지수가 모두 전월 대비 하락했기 때문에 OECD G20 기업경기 신뢰지수도 하락했을 가능성이 높다고 판단한다.

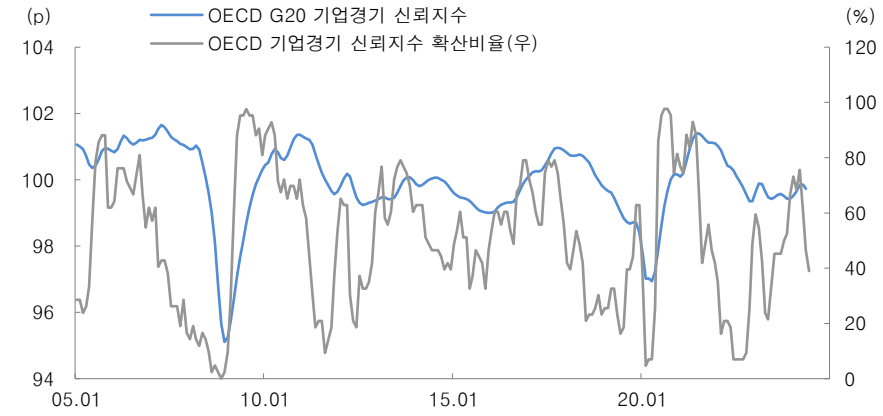
OECD 경기선행지수 확산비율 처럼 OECD에서 기업경기 신뢰지수가 제공되는 국가를 기준으로 OECD 기업경기 신뢰지수 확산비율을 산출해 볼 수 있다. OECD 기업경기 신뢰지수 확산비율은 지난 3월 75.6%를 고점으로 하락하고 있고, 지난 6월에는 39.0%를 기록하며 2023년 6월 이후 최저치를 기록중이다.

그림 71. **OECD G20 소비자 신뢰지수와 기업경기 신뢰지수는 이미 하락중**



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 72. **OECD G20 기업경기 신뢰지수 확산비율은 39.0%로 3 개월 연속 하락**



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 기업경기 부진의 중심은 중국

글로벌 기업경기 부진은 중국 제조업 경기 둔화 때문

최근 글로벌 기업경기 둔화의 중심에는 중국이 있다. OECD G20 기업경기 신뢰지수는 중국 기업경기 신뢰지수와 대체로 유사한 방향으로 움직인다. 물론, 2020년 11월 이후 1년 동안 중국의 기업경기가 둔화되는 상황에서도 글로벌 기업경기 회복세가 이어지기도 했다. 하지만, 최근 중국의 기업경기 신뢰지수가 4월에 고점을 찍자 G20 기업경기 신뢰지수도 힘이 약해지고 있다.

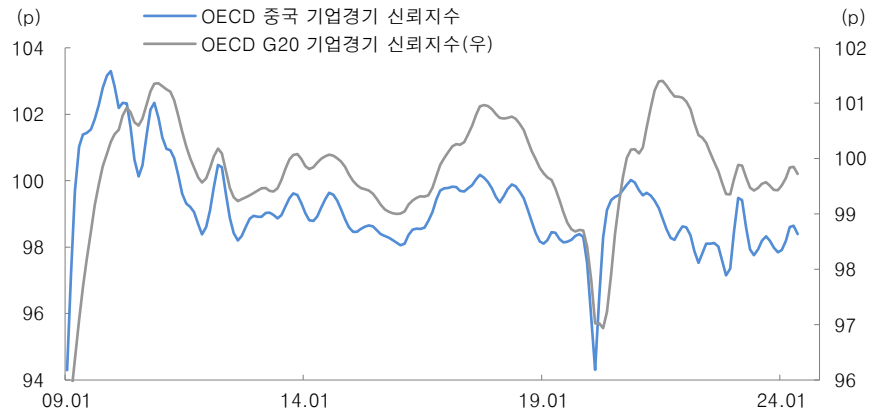
기업경기 신뢰지수는 결국 제조업 업황에 달려있다. OECD 중국 기업경기 신뢰지수는 중국 제조업 PMI와 마치 복사해 놓은 것과 같은 움직임을 보여주고 있다. 중국 제조업 경기의 부진은 수요가 좀처럼 살아나고 있지 않기 때문이다. 작년 하반기 이후 점진적으로 회복세를 나타냈던 OECD 중국 소비자 신뢰지수는 최근 하락세로 전환되며 전저점 수준으로 내려왔다.

지난 22일 중국인민은행 기준금리 인하

지난 22일 중국인민은행은 기준금리로 여겨지는 대출우대금리(LPR)를 5개월 만에 인하했다. 중국은 최근 경제지표가 부진한 모습을 보여주면서 경기 부양책에 대한 목소리가 높아지고 있는 상황이다. 중국의 지난 2/4분기 GDP 성장률(YoY)은 +4.7%를 기록했는데 컨센서스 +5.1%와 전분기 수치인 +5.3%를 모두 하회했다.

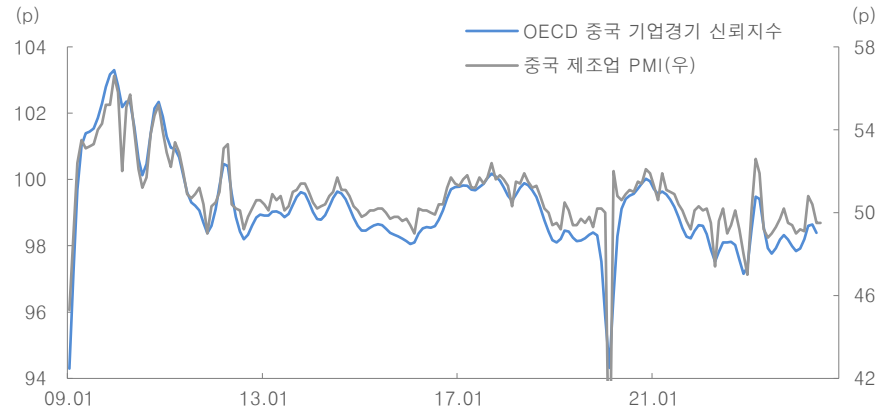
최근 중국 공산당 제 20기 3차 전체회의(3중 전회)에서도 경제와 관련해 내수 활성화를 언급하면서 내수 부양의 의지를 표명했다. 연준의 기준금리 인하가 가시화되고 있는 만큼 시장에서는 좀 더 적극적인 경기부양책 시행을 기대하고 있는 상황이다.

그림 73. **중국 기업경기 신뢰지수는 OECD G20 기업경기 신뢰지수에 큰 영향을 미치는 모습**



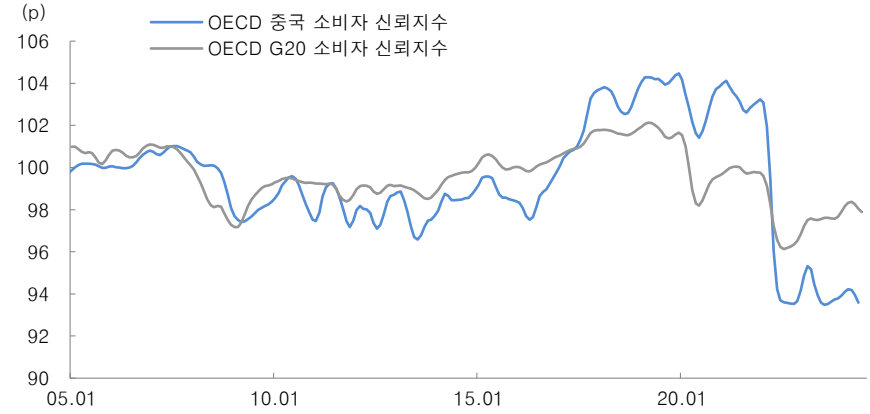
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 74. 중국 기업경기는 결국 제조업 경기에 달려 있는 상황



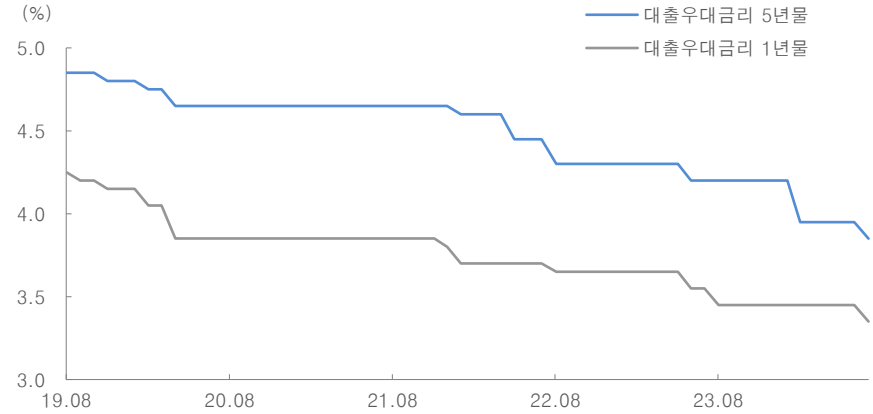
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 75. 전저점 수준으로 낮아진 중국 소비자 신뢰지수. OECD G20 소비자 신뢰지수도 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 76. 지난 22 일 중국인민은행 대출우대금리(LPR) 인하



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 Credit Impulse 부진 지속은 제조업 경기에 부정적 신호

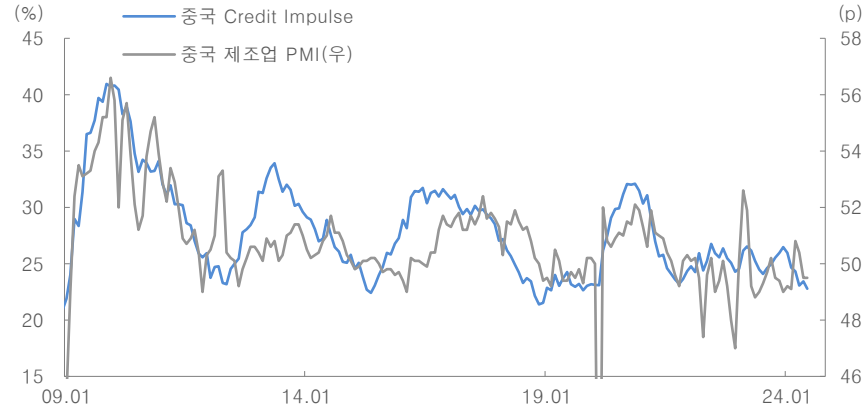
중국 Credit Impulse 국채 발행 부문은 이미 전고점 수준까지 상승
국채 발행 제외 부문은 2023년 3월 이후 부진 지속

중국의 경기부양책에 대한 기대감이 언급되기 시작한지는 한참의 시간이 지났다. 중국 정부는 경기를 살리기 위해 다양한 정책들을 시행하고 있지만 효과는 지지부진하기만 하다.

중국의 GDP 대비 신용창출 규모의 증감을 나타내는 중국 Credit Impulse는 지난 6월에 다시 하락하면서 2019년 10월 이후 최저치를 기록했다. 중국 Credit Impulse를 중국 정부의 국채발행 부문과 국채발행 제외 부문으로 나누어 살펴보면, 국채발행 부문은 높은 수준에 위치해 있지만, 국채발행 제외 부문은 좀처럼 살아나지 않는 모습이다.

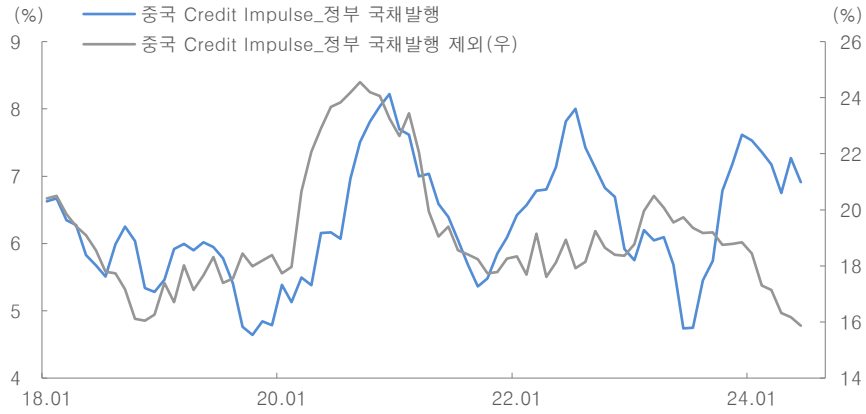
중국은 부동산 경기 악화로 가계의 경제 활동에 상당 부분의 제약이 불가피한 상황이다. 중국 정부 역시 지방 정부와 LGFV(지방정부 자금 조달용 특수법인)의 부채 문제 해결을 위해 보증을 제공하면서 경기기부양책으로 들어갈 자원이 줄어들고 있따. 중국 Credit Impulse 국채발행 부문은 전고점까지 여력이 남아있지만, 추가 상승 여력은 크지 않은 상황이다. 과거 추세를 볼 때 국채발행 부문이 전고점을 넘어설 정도의 강한 정책을 사용할 가능성은 낮아 보인다. 중국 Credit Impulse의 부진이 이어진다면 중국 제조업 PMI도 단기간에 살아나기 어려워 질 수 있다.

그림 77. **중국 Credit Impulse 와 중국 제조업 PMI**



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 78. **중국 Credit Impulse 정부 국채발행 부문과 국채발행 제외 부문 비교**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

신규수주 부진에 재고 상승으로 중국 제조업 PMI 당분간 부진 지속 예상

중국 제조업 PMI 신규수주와 수출수주 모두 3월 고점 이후 둔화

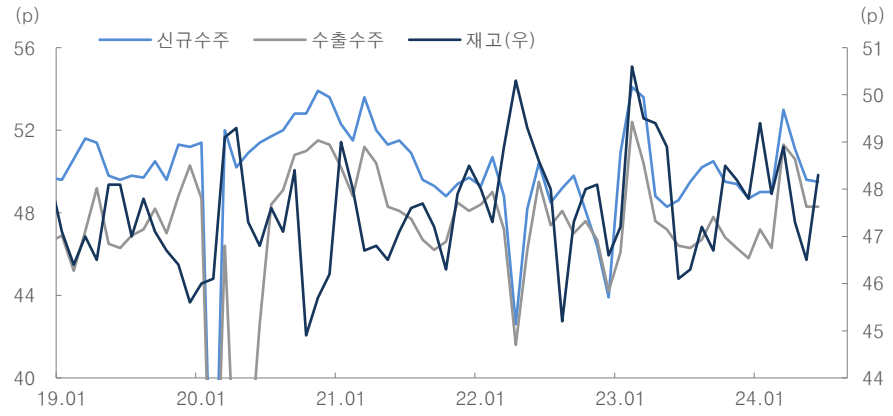
중국 제조업 PMI 세부항목에서도 중국의 수요 부진을 확인할 수 있다. 중국 제조업 PMI 세부항목인 신규수주와 수출수주 지수는 연초 이후 살아나는 모습을 보여줬지만, 3월 고점 이후 둔화되면서 최근 경기판단 기준선인 50을 다시 하회하고 있다.

수요가 부진한 가운데 재고지수는 상승 신규수주-재고 지수 하락으로 당분간 중국 제조업 PMI 회복 지연 예상

수요가 부진한 상황에서 재고는 다시 올라오고 있다. 중국 제조업 PMI 재고지수는 3개월만에 전월대비 상승하는 모습을 보여주었다. 중국 제조업 PMI 세부항목인 신규수주에서 재고지수를 차감한 데이터는 대체로 중국 제조업 PMI를 선행해서 움직였다. 신규수주 하락과 함께 재고지수 상승이 겹치면서 신규수주-재고지수는 3개월 연속 하락하고 있다. 당분간 중국 제조업 PMI의 회복은 지연될 가능성이 높다고 판단한다.

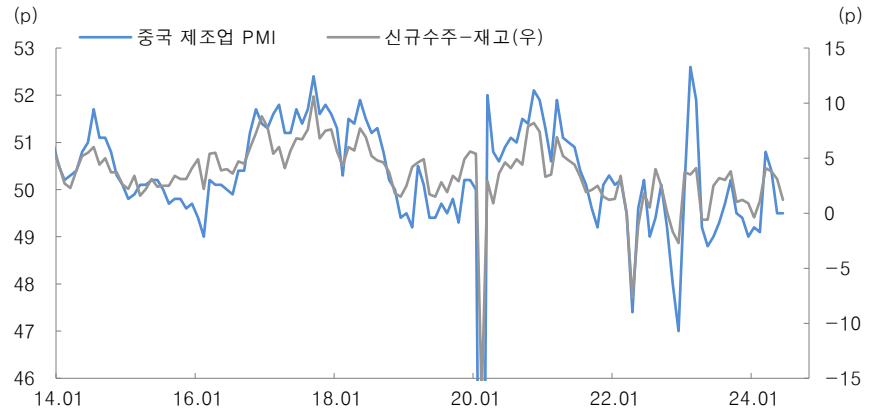
하지만 중국 제조업 경기의 부진이 꼭 부정적인 것만은 아니다. 오히려 글로벌 기대 인플레이션의 상승을 제한하면서 기준금리 인하에 대한 기대감을 높여줄 수 있기 때문이다.

그림 79. **중국 제조업 PMI 신규수주, 수출수주, 재고 지수 추이**



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 80. **중국 제조업 PMI 신규주수-재고 지수 하락은 중국 제조업 PMI에 부정적**



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가에 대한 우려 완화는 글로벌 주식시장에 긍정적인 요인

미국 CPI(YoY)는 3개월 연속 전월대비 둔화

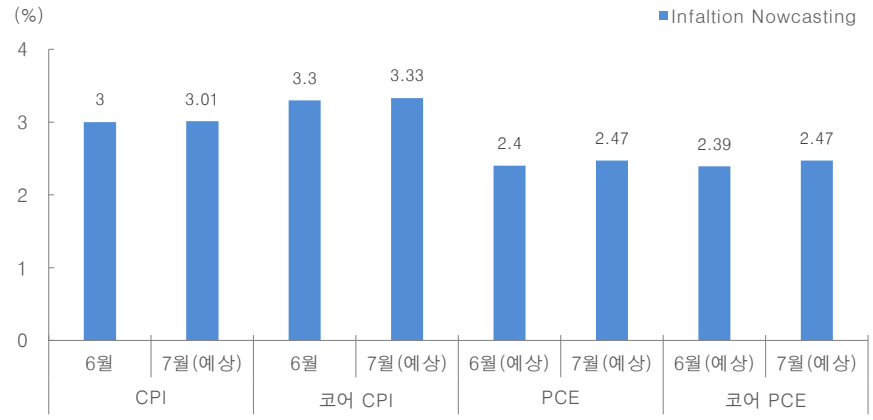
지난 6월 미국 CPI(YoY)는 +3.0%로 3개월 연속 전월대비 하락했다. 물가 상승률의 둔화는 연준의 기준금리 인하 가능성을 높여주면서 주식시장의 강세를 뒷받침하는 요인이 되었다.

클리블랜드 연준의 Inflation Nowcasting에 따르면 7월 CPI(YoY)는 +3.01%, 코어 CPI(YoY)는 +3.33%로 지난 6월 데이터 수준을 기록할 것으로 예상되고 있다. 현재 컨센서스 기준으로 살펴보면 미국 CPI(YoY)는 2025년 연말까지 +2.3% 수준으로 꾸준히 하락할 것으로 예상되고 있다.

슈퍼코어 CPI 상승률 2개월 연속 하락도 물가 우려를 완화시켜 주는 요인

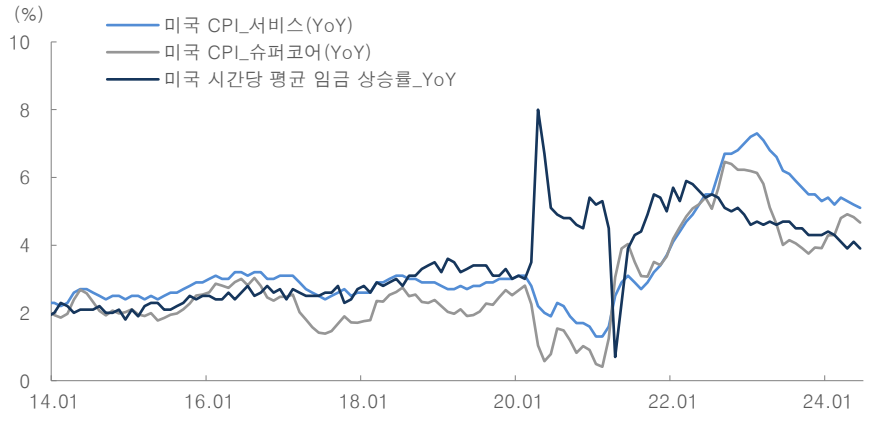
미국 서비스 부문의 물가 상승률은 아직 높은 수준을 나타내고 있다. 하지만 인플레이션의 원인 중 하나라고 볼 수 있는 높은 임금상승률이 고용시장의 둔화와 함께 하락세를 나타내고 있어 물가 상승압력은 점차 낮아지고 있다고 판단한다. 또한 근원 서비스 CPI에서 주거비를 제외한 슈퍼코어 CPI 상승률(YoY)이 최근 2개월 연속 전월대비 둔화되는 모습을 보여주고 있다는 것도 물가에 대한 우려를 완화시켜 주는 요인 중 하나다.

그림 81. **클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 기준 미국 물가 예상치**



자료: 클리블랜드 연준, 대신증권 Research Center

그림 82. **미국 임금 상승률 둔화와 함께 서비스 물가, 슈퍼코어 물가 상승률 하락**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 구매물가 지수 부진은 기대 인플레이션 상승을 억제

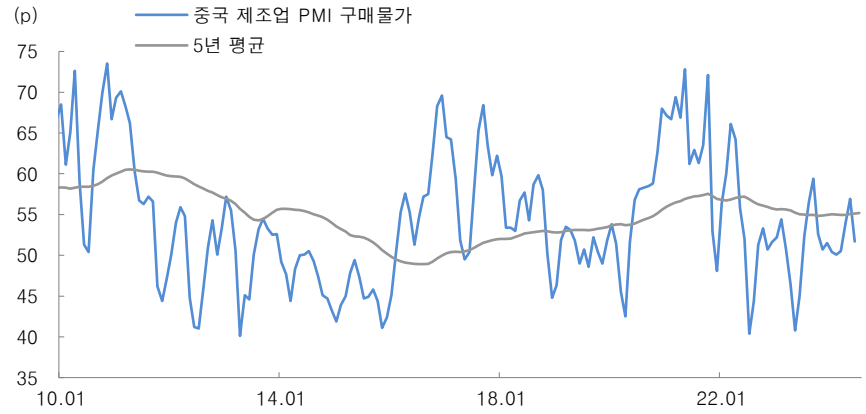
수요 불확실성 속에 중국 제조업 PMI 신규수주 지수 경기판단 기준선 하회중

향후 물가 측면에서 주목해야 할 지표중 하나는 중국 제조업 PMI 구매물가 지수다. 앞서 살펴본 것처럼 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 원자재 가격에 민감하게 반응하고, 시장금리의 움직임에 미치는 영향력이 컸기 때문이다.

현재 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 5년 평균값을 하회하고 있다. 수요에 대한 불확실성 속에 중국 제조업 PMI 신규수주 지수가 경기판단 기준선인 50선을 하회하고 있는 만큼 단기적으로 중국 제조업 경기가 원자재 가격의 강세를 이끌만한 힘은 부족해 보인다.

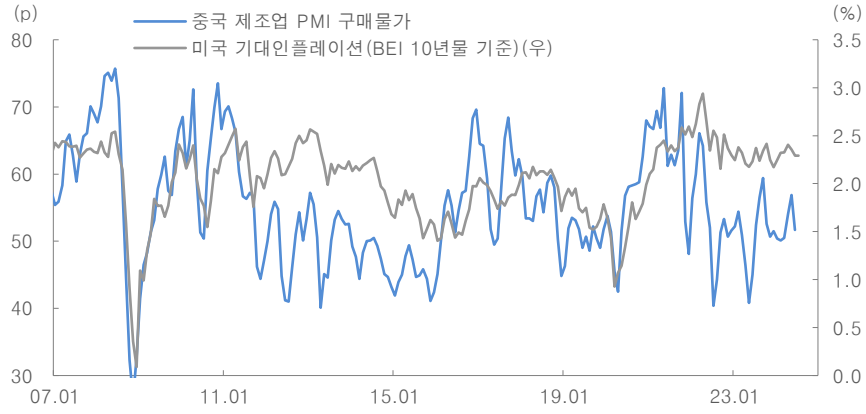
중국 제조업 PMI 구매물가 지수의 부진 가능성은 글로벌 기대 인플레이션의 상승을 억제하면서 물가 상승률 하락에 도움을 줄 가능성이 높고, 주요국 중앙은행의 기준금리 인하 가능성을 높이는 원동력이 될 수 있다.

그림 83. **중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 최근 5년 평균을 하회**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 84. **중국 제조업 PMI 구매물가 지수 부진은 기대 인플레이션 억제 요인**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 경기 확장 국면에 더해 물가 상승률 하락은 주식투자에 좋은 환경

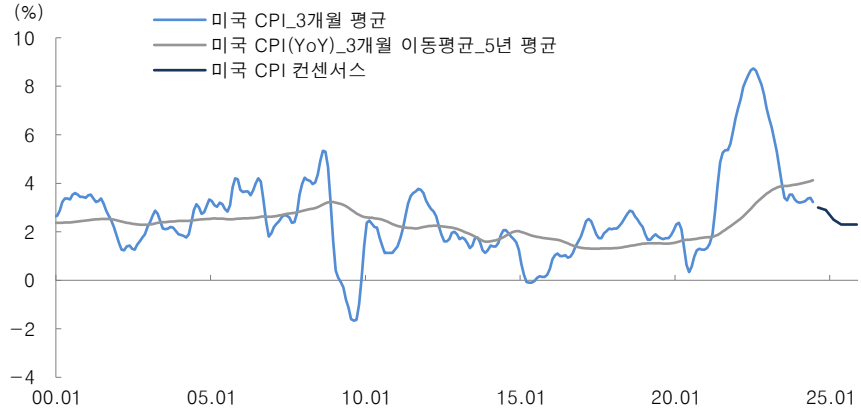
OECD G20 경기선행지수 확장 국면과 물가 상승률 하락은 글로벌 주식시장에 투자하기 좋은 환경

현재 미국 CPI(YoY)는 5년 평균값인 4.13%를 1%p 이상 하회하고 있다. 시장의 기대와 다르게 물가 상승률이 급등하지 않는 한 미국 CPI 상승률(YoY)은 과거 5년 평균값을 당분간 하회할 가능성이 높다. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수의 부진 또한 물가의 급등 가능성을 제한하고 있다.

앞서 살펴본 것처럼 OECD G20 경기선행지수가 확장(2국면)에 위치한 가운데, 물가 상승률(YoY)이 과거 평균을 하회하면서 하락하는 흐름은 글로벌 주식시장에 투자하기 좋은 환경이었다. 특히 신흥국 증시가 탄력적으로 상승할 수 있는 국면이었다.

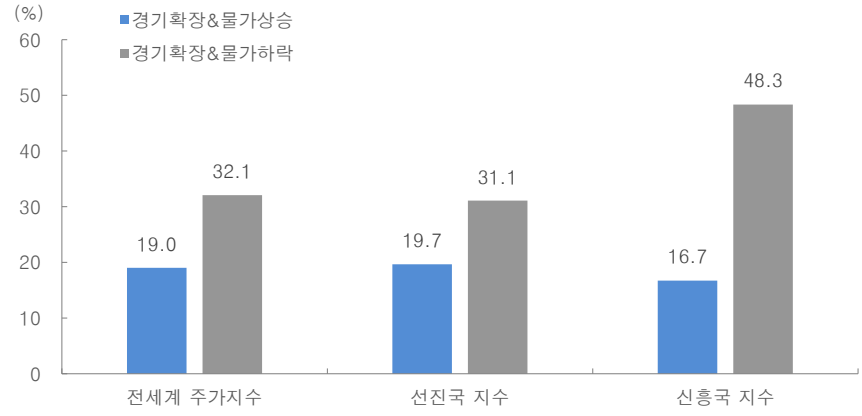
앞서 살펴본 것처럼 글로벌 경기 둔화 신호가 일부 나타나기 시작했지만, 글로벌 주식시장에 투자하기 좋은 환경이 지속되고 있는 만큼 현재 진행되고 있는 흐름을 충분히 활용할 필요가 있다고 판단한다.

그림 85. **미국 CPI 상승률(YoY)과 향후 컨센서스 기준 경로**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 86. **글로벌 경기 확장(2 국면)에서 물가 상승률이 하락하면 더 높은 성과 기록**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 경기 후퇴(3국면) 진입은 미국 장기국채에 긍정적인 환경

글로벌 경기 후퇴 국면 진입시 자산군의 선호도가 바뀔 수 있음은 염두

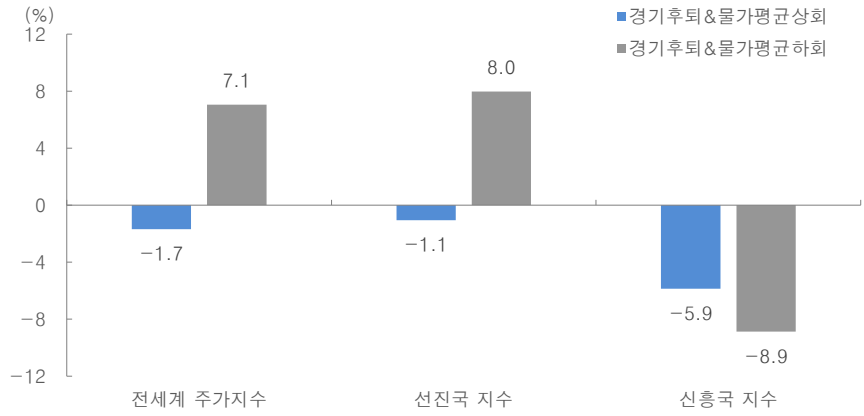
만약, OECD G20 경기선행지수의 개선 속도가 점차 느려지다 후퇴(3국면)로 넘어간다면, 자산군에 대한 선호도가 빠르게 바뀔 수 있다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

앞서 살펴본 것처럼 확장(2국면)에 있던 OECD G20 경기선행지수가 하락 전환되면서 후퇴(3국면)에 진입해도 물가 상승률이 과거 5년 평균을 하회하는 상황이라면 선진국 주식시장은 견조한 상승흐름을 이어갔다. 반면, 신흥국 증시는 글로벌 경기 후퇴 국면 진입시 선진국 시장보다 먼저 하락세로 전환되었다.

글로벌 경기 후퇴 국면에선 미국 장기국채 투자매력도 확대

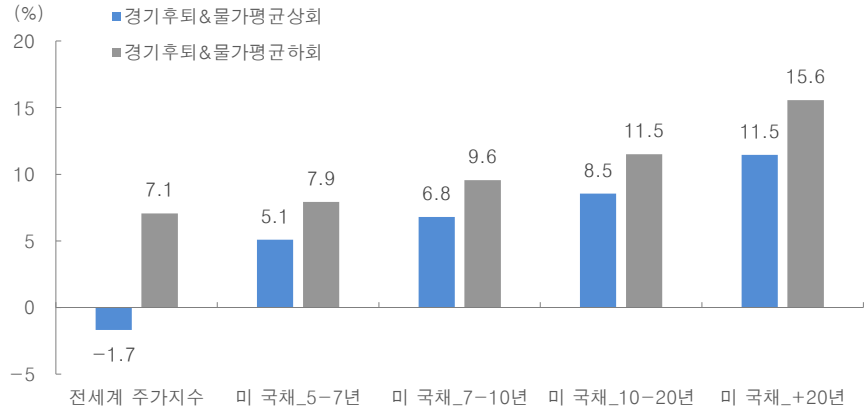
자산군을 넓혀서 살펴보면 OECD G20 경기선행지수의 후퇴(3국면)에서 주식시장의 투자매력도는 낮아졌다. 미국 국채, 특히 장기국채의 성과가 주식시장 대비 높아질 수 있는 환경이기 때문이다. 글로벌 경기 후퇴 국면에서 미국 국채 만기 10년 이상 지수 성과는 전세계 주가지수 수익률을 상회했는데, 미국 CPI 상승률(YoY)이 과거 5년 평균치를 하회할 때의 성과가 상회할 때보다 더 높게 나타났다.

그림 87. 글로벌 경기 후퇴(3국면)에서 물가 상승률이 평균 하회할 때 선진국 증시는 견조



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 88. 글로벌 경기 후퇴와 물가 상승률 평균 하회는 미국 장기 국채에 긍정적인 환경



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유동성의 영향력은 약해진 상황. 향후 유동성 확대시 달러 약세와 금 주목

주요국 M2 증가율과 M2/GDP 둔화로 유동성 영향력 약화

글로벌 유동성이 금융시장에 미치는 영향력은 약해진 상황이다. 주요국 M2 증가율은 2023년 10월 고점 이후 둔화되기 시작했고, 현재 낮은 수준에서 등락을 반복하고 있다. 주요국 GDP 대비 M2 역시 추세선은 하락하고 있는 가운데 현재 수준 또한 추세선을 하회하고 있다는 점에서 단기적으로 유동성의 힘을 기대하기는 어렵다고 판단한다.

글로벌 인플레이션 둔화로 기준금리를 인하하는 중앙은행 확대는 글로벌 유동성 개선에 긍정적 요인

중장기적으로 기대할 만한 부분은 글로벌 물가 상승률이 낮아지면서 각국 중앙은행들의 기준금리 인하 여력이 높아지고 있다는 점이다. 글로벌 중앙은행들의 통화정책 행보를 점검하기 위해 글로벌 중앙은행 기준금리 순상향 비율을 산출했다. 글로벌 중앙은행 기준금리 순상향 비율은 최근 6개월 전 대비 기준금리를 인상한 중앙은행 수에서 인하한 중앙은행 수를 뺀 후 분석 대상 중앙은행 수로 나눠준 값(글로벌 중앙은행 기준금리 순상향 비율 = (최근 6개월 전 대비 기준금리 인상 중앙은행 수 – 기준금리 인하 중앙은행 수)/분석 대상 중앙은행 수)이다.

글로벌 기준금리 순상향 비율은 2023년 6월을 기점으로 하락하고 있고, 최근에는 (-)로 전환되면서 기준금리를 인하하는 중앙은행의 수가 상대적으로 더 많아지고 있는 상황이다. 글로벌 중앙은행들의 완화적인 통화정책이 유동성 증가로 이어지는지 여부를 지켜볼 필요가 있다.

유동성 측면에서 주목해야할 또 하나의 이벤트는 미국 대선이다. 미국 대선에서 도널드 트럼프 전 대통령의 당선 가능성이 높아지면서 재정 적자 확대에 대한 우려가 높아지고 있다. 재정 적자의 확대는 중장기적으로 인플레이션을 유발하는 요인이지만 단기적으로는 유동성이 늘어나면서 주식시장에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다고 판단한다.

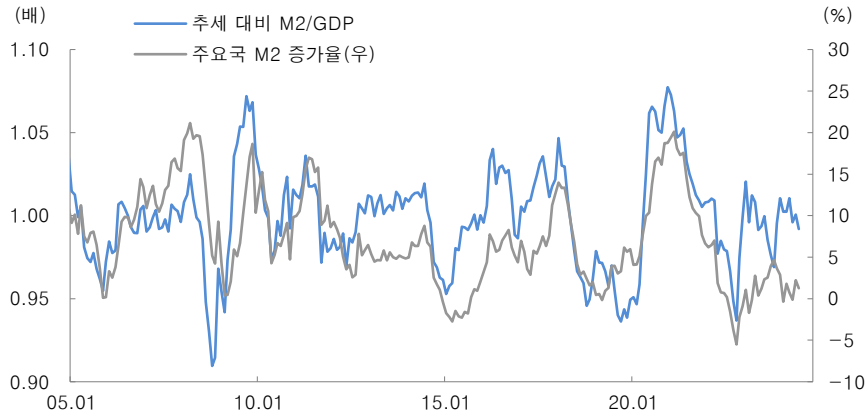
글로벌 유동성 확대시 달러 약세, 미국 이외 자산시장, 금 관심 필요

앞서 살펴본 것처럼 글로벌 유동성이 경제 규모 대비 의미있게 늘어날 경우 달러는 약세가 예상되고, 이에 따라 유럽 채권과 신흥국 등 미국 이외 자산 시장에 대한 투자자들의 관심이 높아질 수 있다. 또한 유동성이 확대될 때 금 가격이 탄력적으로 상승했다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.

한편, 달러의 향후 방향성에 있어 살펴볼 지표는 미국을 제외한 주요국 외환보유고 증가율(YoY)이다. 2022년 9월 저점 이후 회복세가 이어졌던 미국 제외 주요국 외환보유고 증가율은 지난 3월 이후 둔화되는 모습이 나타나고 있다. 이에 따라 달러 역시 약세 흐름을 멈추고 강세 흐름을 나타냈다.

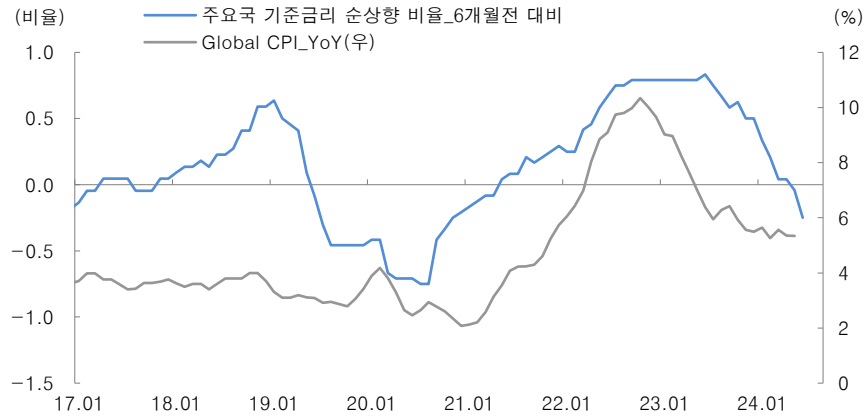
미국 제외 외환보유고 증가율이 개선되기 위해서는 글로벌 교역의 확대가 필요하다. 하지만 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 둔화되기 시작하면서 글로벌 교역에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높아졌다. 연준의 기준금리 인하가 가시화된 만큼 달러 약세 압력은 점차 높아질 수 있겠지만, 글로벌 제조업 경기가 다시 살아나기 전까지는 달러가 추세적인 약세 흐름을 나타내기는 쉽지 않을 것으로 예상한다.

그림 89. 글로벌 유동성 관련 지표는 최근 지지부진한 모습



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 90. 글로벌 인플레이션이 둔화되면서 기준금리를 인하하는 중앙은행 늘어나는 모습

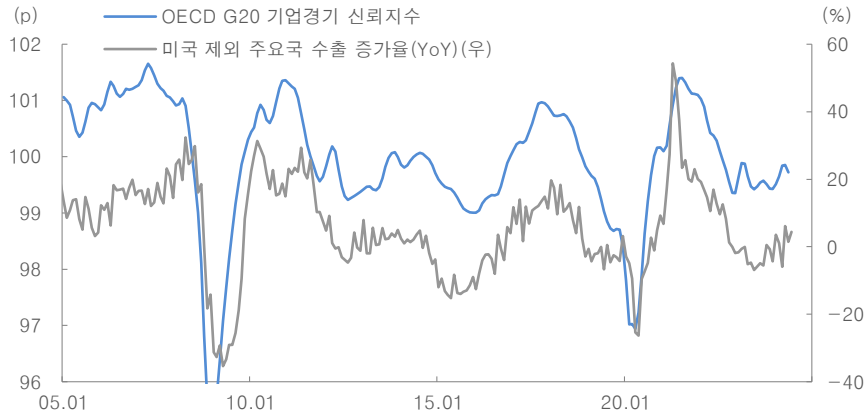


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 91. 미국 제외 주요국 외환보유고 증가율(YoY)이 둔화되면서 달러 약세를 제한

자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 92. OECD G20 기업경기 신뢰지수 둔화는 글로벌 교역 개선에 부정적인 요인



자료: OECD, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

정리: 글로벌 경기 확장과 물가 둔화 국면을 활용해야 하는 시기

글로벌 경기 확장과 물가 상승률 수축 국면은 주식시장에 투자하기 좋은 환경

앞서 다양한 지표를 기준으로 국면을 나누고 각 국면별로 주요 투자 자산의 성과와 특징들을 살펴보았다. 현 시점에서 주목해야 할 지표와 국면 흐름은 다음과 같다.

1) 글로벌 경기 관련: OECD G20 경기선행지수는 확장(2국면) 진행중

2) 물가 관련: 미국 CPI(YoY)는 5년 평균치를 하회하며 하락중

글로벌 경기가 확장 국면에 위치해 있는 가운데 물가 상승률이 평균을 하회하며 하락하는 상황은 글로벌 주식시장에 투자하기 좋은 환경이었다. 글로벌 전반적으로 물가에 대한 부담이 완화되면서 중앙은행들이 기준금리를 인하할 수 있는 여건이 마련되었고, 이미 기준금리를 인하하기 시작한 중앙은행의 수가 상대적으로 많아지고 있다.

중국을 중심으로 글로벌 제조업 경기의 둔화 신호가 나타나고 있다는 점은 글로벌 경기에 부정적인 영향을 줄 수 있는 요인이다. 하지만, 글로벌 경기의 연착륙 가능성이 높은 상황에서 지지부진한 제조업 경기는 오히려 기대 인플레이션의 상승을 제한하고, 중앙은행의 통화완화 정책 시행을 뒷받침할 수 있는 환경을 만들어 줄 수 있다.

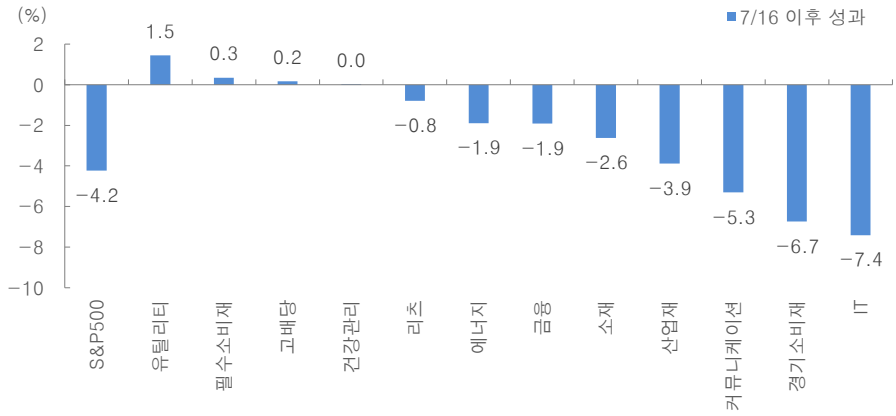
최근 글로벌 주식시장의 조정과 함께 글로벌 경기 후퇴 국면에서 강세를 나타냈던 자산들이 부각되고 있다. 유틸리티, 필수소비재, 건강관리 등 경기 방어 섹터는 S&P500 지수의 조정에도 상승세를 기록중이고, 고배당 지수와 리츠 등 인컴형 자산도 양호한 성과를 나타내고 있다.

최근 주식시장 조정은 경기 국면 전환보다는 기술적 부담에 따른 단기 조정이라 판단

하지만 글로벌 경기 국면이 전환되었다고 하기에는 아직 이른 시점이다. OECD G20 경기선행지수 후퇴(3국면)에서 강세를 나타냈던 대표 자산인 미국 국채도 조정을 받고 있기 때문이다. 주식시장의 강세가 지속되는 과정에서 시장 금리도 과도하게 하락한 상황이었다. 주가지수와 국채의 가격 조정은 단기적으로 높아졌던 기술적 부담이 해소되는 과정이라 볼 수 있다.

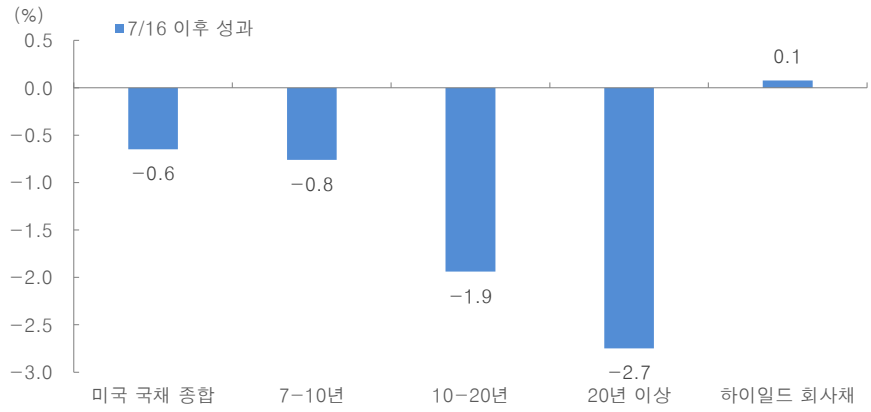
특히, 위기 국면에서 민감하게 움직이는 하이일드 회사채가 견조한 상승세를 유지하고 있다는 점은 주식시장의 조정 국면이 단기에 그칠 가능성을 보여주는 흐름이다. 글로벌 주식시장의 조정은 중장기적인 관점에서 비중을 확대하는 기회로 활용할 필요가 있다고 판단한다.

그림 93. **최근 S&P500 조정 국면에서 경기방어, 인컴형 자산 견조한 흐름**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 94. 미국 국채도 장기물 중심으로 조정. 반면, 하이일드 회사채 지수는 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 95. 주식시장 조정에도 안정적인 하이일드 회사채 스프레드

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 : 조승빈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.