금리인하는 긍정적, OECD CLI에 주목

BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

금리인하 기대로 쌓아 올린 주식시장

금주 FOMC에서 금리인하 기대감이 높다. 금리를 결정하는 주요 변수인 core PCE가 예상보다 낮아졌고, 실업률은 상승 흐름을 유지하고 있기 때문이다. Taylor 준칙금리는 6월 6.11%를 정점으로 9월에는 5.84%까지 하락한 상태다. 우리는 향후 Taylor 준칙금리는 6.15% 수준까지 반등한 이후에 2026년 하반기부터 본격적으로 하락할 것으로 예상한다. 미국 금리인하가 단행될 경우 주식시장에는 긍정적으로 작용할 수 있다. 3Q25 기업실적 개선으로 인해 S&P500 12MF PER이 23.1x로 소폭 낮아졌으나, 여전히 valuation 부담은 높은 상태다.

OECD G20 경기선행지수는 36개월 상승세를 유지 중인데, 이 기간 중에 글로벌 주식시장은 83.6% 상승했다. 2003~2007년 이후 가장 길고, 높은 주가상승률을 기록 중이다. 다만 2025년 들어서면서 OECD 미국 경기선행지수 상승세가 주춤해진 상태다. 특히 Conference-board 미국 경기선행지수는 2021년 12월을 정점으로 4년 가까이 하락세를 이어가고 있는데, 이러한 경기선행지수 하락은 선례를 찾아보기 어려운 수준이다.

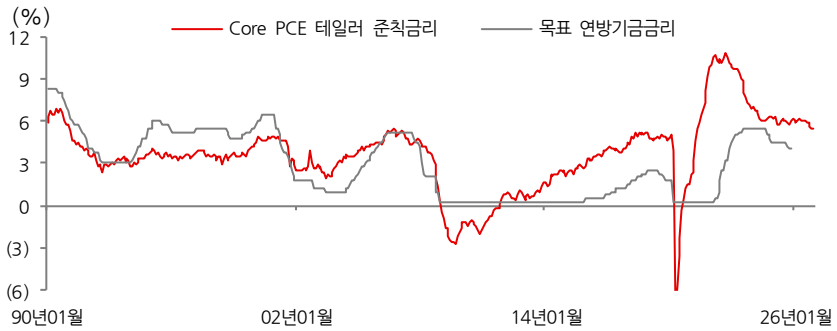
2025년 들어서면서 미국 경기선행지수 구성항목 중에서 (+) 기여도를 보이는 항목은 S&P500, 선행신용스프레드, 장단기 스프레드에 국한되는데, 이는 금융지표에 극단적으로 의존하고 있다는 의미다. 반면에 실물지표들은 (-) 기여도를 기록 중이다. 결국 2025년 미국 경기선행지수는 금리인하를 계기로 한 금융지표에 의존할 수밖에 없는 구조를 형성 중이다. 아직까지는 금융지표들이 양호한 흐름을 보이고 있고, 금리인하 기대감이 높다는 점이 우호적이다. 그러나 실물지표 개선이 따라주지 않는 주가상승이 언제까지 이어질지는 불안할 수밖에 없다.

Ⅰ. 금리인하는 긍정적, OECD CLI에 주목

금리인하 가능성은 높아진 상황

미국 셧다운으로 인해 경제지표 발표가 미뤄지고 있으나, 9월까지 고용지표 부진을 고려하면 금주 추가적인 금리인하 가능성이 높다. 9월 Taylor 준칙금리가 5.84%로 하락했다는 점도 금리인하 기대감을 높일 수 있는 요소다. 우리는 Taylor 준칙금리가 6.4% 수준까지 상승할 것으로 예상했으나, 물가상승이 예상치를 하회하는 가운데 실업률은 오히려 예상치를 상회하면서 준칙금리 상승을 제한하는 흐름이다(2025년말 6.15%로 수정).

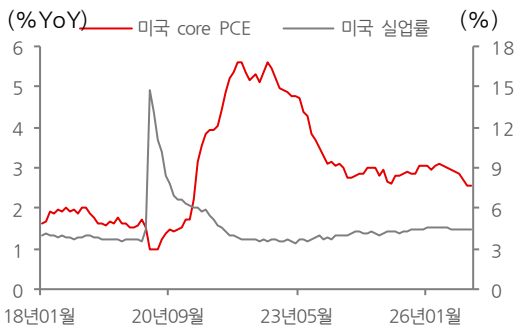
Fig. 1: 예상치를 하회하는 Taylor 준칙금리



자료: BEA, 미 노동부, BNK투자증권

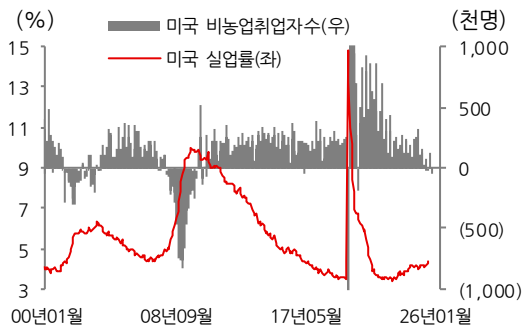
Taylor 준칙금리를 결정하는 변수는 core PCE, 실업률이다. 아래 그림에서 보는 바와 같이 2026년 core PCE는 3.1%YoY까지 상승한 이후 둔화될 전망이며, 실업률은 4.5% 전후에서 고점을 형성할 것으로 예상된다.

Fig. 2: 미국 core PCE, 실업률 전망치



자료: Bloomberg consensus, BNK투자증권

Fig. 3: 고용시장 부진이 금리인하 단서를 제공

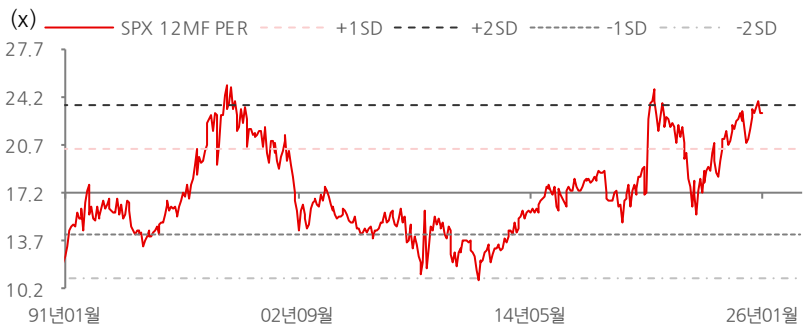


자료: 미 노동부, BNK투자증권

2025년 미국 고용시장은 관세 발표 이후부터 부진한 흐름을 이어가고 있다. 2025년 9월까지 경제활동인구는 270.1만 명 증가했는데, 비농업취업자수는 68.4만 명 증가에 그치고 있다. 반면에 실업자는 71.7만 명 증가하면서 비농업취업자수 증가를 상회하는 상황이다. 이러한 사실은 고용시장이 부진이 장기화되고 있음을 보여준다(최근 실업급여청구건수 감소는 고용시장에 긍정적이나, 민간 고용은 여전히 부진한 흐름).

12월 FOMC에서 추가 금리인하가 단행될 경우 국채수익률 하락으로 이어질 수 있다는 점에서 주식시장에도 긍정적으로 작용할 수 있다. 이미 금리인하 기대감이 상당부분 반영되고 있다는 점도 사실이다. 그러나 2000년 IT버블 붕괴가 소비자물가 상승에 따른 급격한 금리인상으로(1월 5.5% → 5월 6.5%) 인해 촉발됐다는 점을 고려하면 차별적이다. 즉 금리인하가 단행된다면 급격한 주식시장 조정에 대한 우려는 제한적일 수 있다.

Fig. 4: 금리인하가 주식시장에 긍정적이나, valuation 부담은 여전



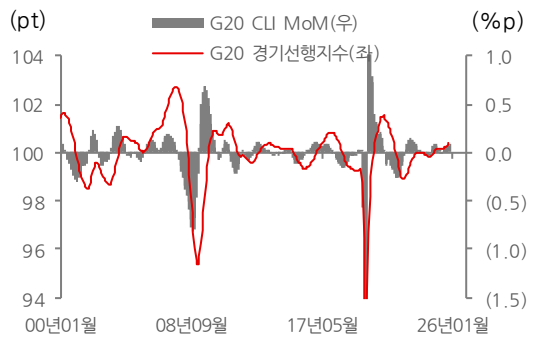
자료: Bloomberg, BNK투자증권

S&P500 12MF PER은 23.1x로 소폭 하락한 상황이다. 1991년 이후 S&P500 12MF PER 평균값은 17.2x로 나타나는데, 현재 23.1x는 $+2\sigma$에(23.5x) 근접한 수준이다. 2025년 10월 S&P500 12MF PER이 24.0x까지 상승했으나, 3Q25 기업실적 호조로 인해 valuation 부담이 소폭 완화된 것이다. 물론 현재 S&P500 12MF PER 23.1x도 역사적인 평균과 비교하면 월등히 높은 수준이라는 점에서 안심할 수 있는 상황은 아니다.

OECD 경기선행지수 상승세는 이어질 수 있나?

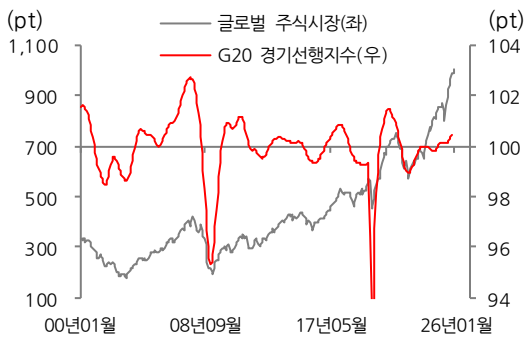
우리는 금주에 발표되는 지표 중에서 OECD 경기선행지수를 유심히 지켜봐야 할 것으로 판단한다. 왜냐하면 OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월을 저점으로 36개월 상승세를 유지해 오고 있는데, 이는 과거 사례와 비교했을 때 상당히 긴 시간이기 때문이다. 또한 9~10월에 OECD 미국 경기선행지수 상승세가 주춤해진 상태라는 점도 변수로 작용할 수 있기 때문이다.

Fig. 5: 36개월 상승 중인 OECD 경기선행지수



자료: OECD, BNK투자증권

Fig. 6: OECD 경기선행지수가 글로벌 주가상승을 설명



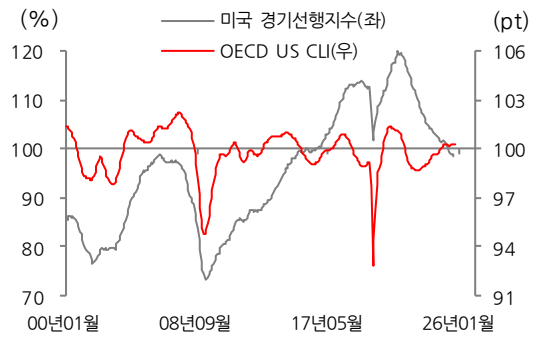
자료: OECD, BNK투자증권

역사적으로 보더라도 OECD G20 경기선행지수는 글로벌 주식시장에 미치는 영향이 크다는 사실을 알 수 있다. 그림6에서 보는 바와 같이 OECD G20 경기선행지수가 상승세를 유지하는 국면에서 글로벌 주식시장도 강한 상승세를 유지했다. 2022년 10월부터 글로벌 주식시장은 83.6% 상승했는데, 이는 2003~2007년 이후 가장 길고 높은 주가상승률이다(중국 고성장에 따라 131.6% 주가상승).

2025년 OECD 미국 경기선행지수는 0.038pt 상승에 그치면서 사실상 횡보세를 유지하고 있다. 반면에 Conference-board 경기선행지수는 2021년 12월을 정점으로 4년 가까이 하락세를 유지 중이다(2006~2009년에는 36개월 하락보다 긴 하락 국면이 진행 중). 이러한 OECD와 Conference-board 미국 경기선행지수의 차이는 구성 항목이 일부 다르기 때문에 나타나는 것이다.

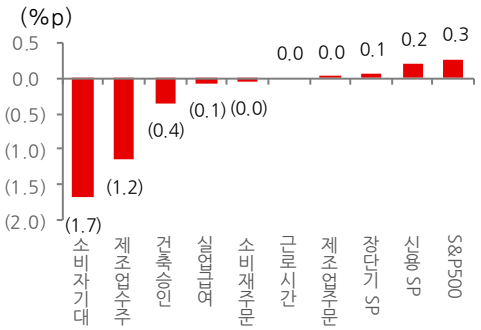
그림8은 2025년 1~8월까지 Conference-board 경기선행지수를 구성하는 항목들의 누적 기여도를 나타낸 것이다. S&P500, 선행신용스프레드, 장단기 금리스프레드 등 금융지표만이 경기선행지수에 우호적으로 작용한 것으로 나타난다. 반면에 소비자기대지수, 제조업 수주, 건축승인건수, 실여급여 등 실물지표들은 일제히 (-) 기여도를 기록 중이다.

Fig. 7: OECD, Conference-board 미국 경기선행지수



자료: OECD, Conference-board, BNK투자증권

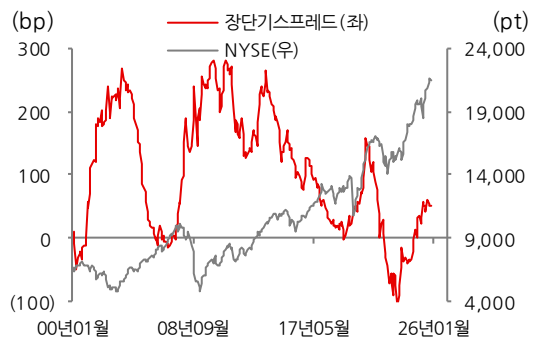
Fig. 8: 2025년 미국 경기선행지수 기여도



자료: Conference-board, BNK투자증권
주: 8월까지 누적 기여도

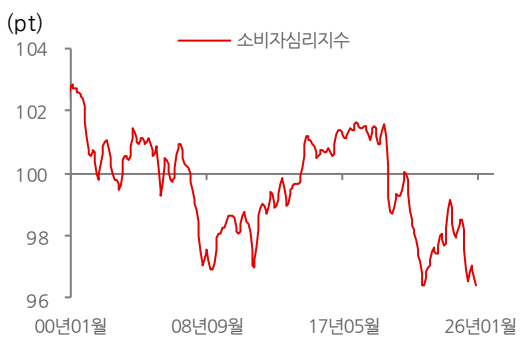
그림 9,10은 OECD 경기선행지수에서 가장 뚜렷한 차이를 보이는 지표를 나타낸 것이다. Conference-board 경기선행지수와 마찬가지로 금융지표인 NYSE 지수와 장단기 금리스프레드가 OECD 미국 경기선행지수에 우호적으로 작용하고 있다. 반면에 소비자심리지표는 2000년대 들어서 가장 낮은 수준까지 하락한 상태다. 현재 미국 소비자심리지표는 2022년 7월과 동일한 수준이다. 2022년 러시아, 우크라이나 전쟁으로 인해 에너지가격이 급등하면서 6월 미국 소비자물가가 9.1%YoY까지 상승한 상황에서의 소비자심리지표인 것이다.

Fig. 9: 미국 OECD 경기선행지수는 금융지표가 주도



자료: OECD, BNK투자증권

Fig. 10: 소비심리지수는 소비자물가 9.1%YoY 수준



자료: OECD, BNK투자증권

소비자기대지수나 소비자심리지수에 영향을 미치는 변수는 경기전망, 고용시장(임금), 소비자물가, 유가 등이 반영된 결과물인데, 현재 소비자심리지수는 크게 악화된 상태가 지속 중이다. 금융지표들의 선전에도 불구하고 소비자심리지수가 크게 악화된 상황이라는 점에서 향후 OECD 경기선행지수 방향성이 주식시장에 미치는 영향이 커질 수밖에 없어 보인다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단