Macro

아직 싸이클을 포기하지 말자

Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com

- 혼란스러우나, 미국의 명분만 충족되면 전쟁은 빠르게 일단락될 여지 있어
- 전쟁 이전 매크로 환경을 감안하면, 일정 수준의 유가 상승은 견뎌낼 전망
- 한국 수출의 경우 모멘텀이 매우 강함, 3분기 경 경기 모멘텀 고점 예상

순항 중이던 글로벌 경기, 일정 수준의 유가 상승은 견뎌낼 수 있어

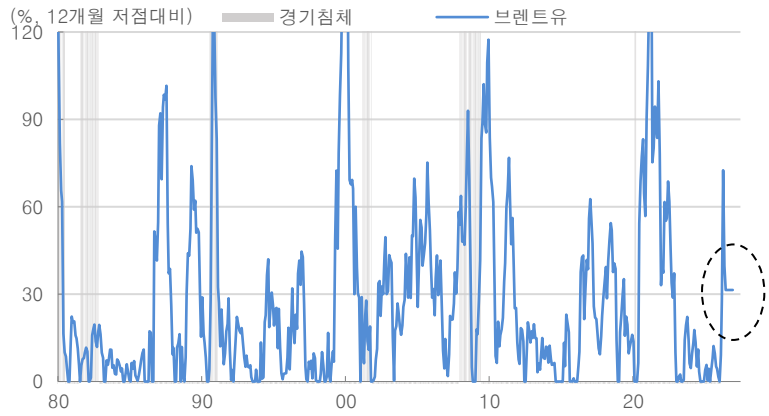
올해 들어 글로벌 경기는 주요국들의 PMI 가 일제히 확장 국면에 진입하며 순항하던 도중 전쟁이라는 암초를 만나버렸다. 긴장이 좀처럼 완화되지 않는 것 같지만, 종전의 열쇠는 아직 트럼프가 쥐고 있다. 이번 전쟁의 사후적 명분만 획득한다면 의외로 사태가 빠르게 진정될 수 있다.

전쟁 이전 매크로를 이끌던 두 축은 주요국의 재정 확대와 글로벌 AI 투자 모멘텀이었다. 아직 둘 다 훼손된 것은 없다. 4 월 이후 에너지 시장이 안정돼 국제유가가 전쟁 이전 대비 30~40% 정도 상승한 수준으로 떨어진다고 가정하면, 역사적인 경험에 비추어 볼 때 싸이클의 방향성은 유지될 것으로 전망한다.

올해 3분기 경 제조업 싸이클 정점 예상

한국 수출도 글로벌 경기와 마찬가지로 호조를 보이고 있었는데, 수출 증가율이 이미 역사적 고점에 진입했을 정도로 좋아지는 속도가 너무 빠르다. 한국 수출 및 글로벌 제조업 싸이클은 올해 3 분기 정도면 모멘텀이 정점에 이를 것으로 보며, 원화 강세도 비슷한 시기 마무리될 것으로 예상한다.

30~40% 정도의 유가 상승이라면 치명적이지 않아



자료: LSEG 대신증권 Research Center
주: 3 월 브렌트유 100 달러 후 연말까지 80 달러 가정

Ⅰ. 전쟁 이전의 매크로

순항 중이었'던' 글로벌 경기

전쟁을 잠시만 잊고 2월 말로 되돌아 가보자. 그 때 매크로는 어떤 국면에 있었을까? 간단한 몇 가지 지표만 보고 판단해야 한다면, 필자보다 더 많은 싸이클을 겪어온 관록있는 선배 이코노미스트들은 이렇게 생각했을 것 같다. "다시 상승 싸이클이 시작됐다!"

주요국 경기 코로나 이후 처음으로 동시다발 확장 국면에 진입

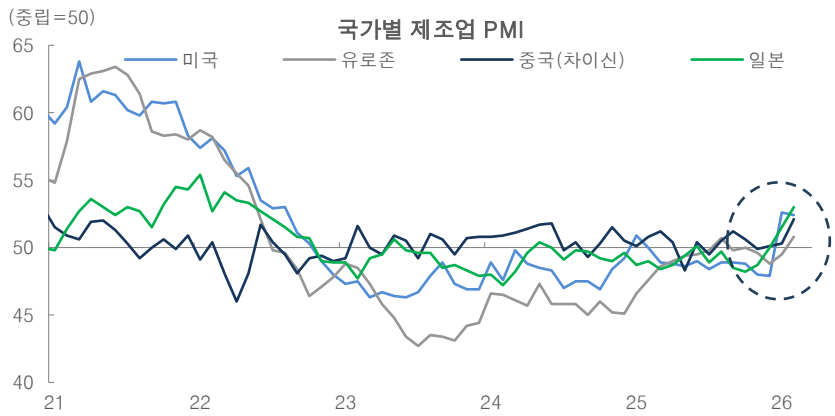
올해 1-2월 ISM 제조업지수는 52.6-52.4를 기록했다. 지난번 싸이클이 꺾여가던 2022년 여름 이후 최고치이다. 서비스업지수는 56.7까지 상승했는데, 이 역시 3년 반 만의 최고 수준이다. 해가 바뀐 이후 상승 속도가 눈에 띄게 빨랐다.

하지만 진짜 핵심은 점은 단순히 PMI의 레벨이 높아진 것이 아니라, 주요국들의 체감경기가 동시에 좋아지고 있다는 것이었다. 사실 ISM PMI는 이미 지난 몇 년 간 가끔씩 반등을 보인 경우가 있었지만, 당시에는 일시적 재고 소진, 대선 등 미국 내부적인 요인들에 의한 것이었다. 정작 미국 외 국가들의 체감 경기는 별다른 개선이 없었다. 그리고 미국의 경기 반등도 오래 가지 못했다.

하지만 지금은 미국/유로존/중국/일본 제조업 PMI가 동시에 확장 국면에 진입했다. 한국 수출 증가율은 굳이 언급할 필요도 없다. 중국 수출도 좋았다. 지난 1년 여 동안 누적된 주요국들의 금리 인하 효과와 각국의 재정 확대 기대감, 견고한 AI 투자 모멘텀 등이 복합적으로 작용한 결과였다.

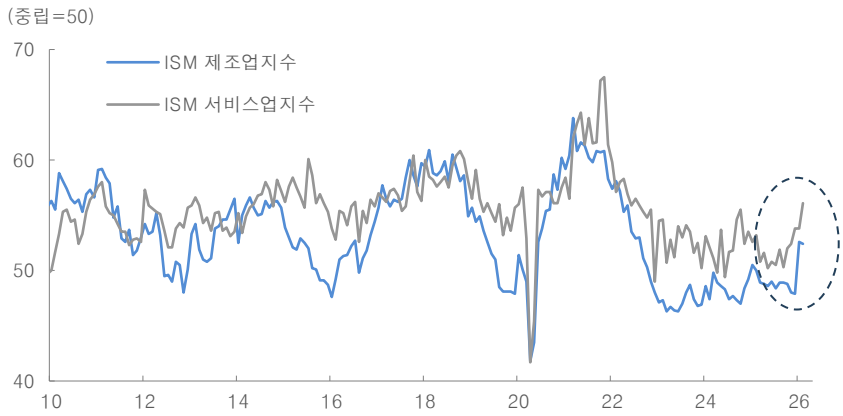
이를 볼 때 연초 미국 증시에서 나타났던 Cyclical 업종과 비미국 증시의 상대적 강세는 단순히 소프트웨어 주식들에 대한 비관론이 커지면서 생겨난 순환매가 아니라, 매크로 상승 싸이클이 시작되고 있다는 것에 대한 베팅이기도 했다는 것을 알 수 있다.

그림 1. 제조업 PMI 동시다발 확장 국면 진입



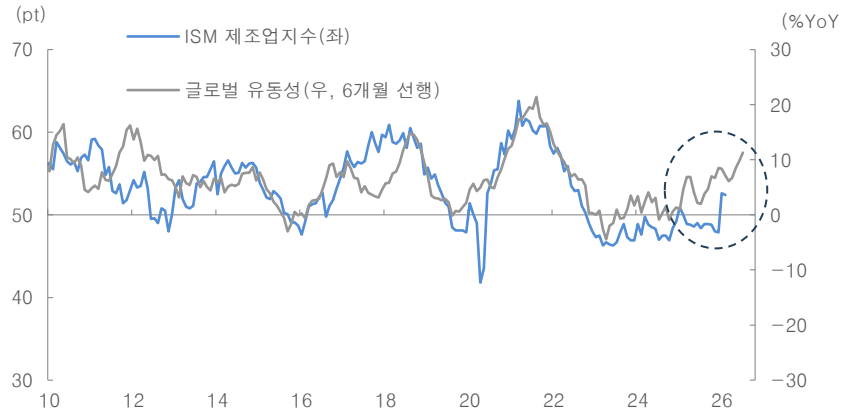
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 올해 들어 미국 기업들의 체감 경기 빠르게 개선



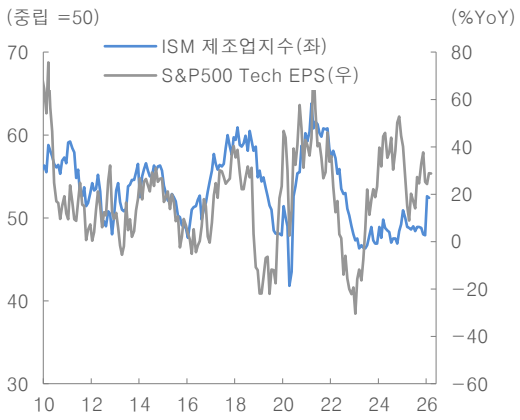
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 3. 현재 유동성 증가 속도는 꽤 가팔라



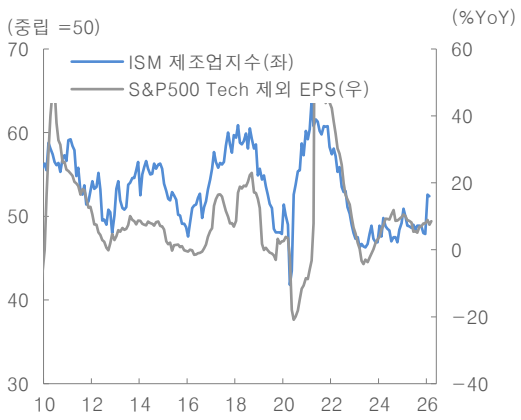
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 4. 그동안 제조업 경기와 무관하게 증가한 Tech 이익



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 5. Tech 외 산업의 이익 개선될 수 있는 환경



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

무늬만 바뀌었던 관세

예상된 상호관세 위법 판결, 새로운 관세는 기존 관세와 키 맞추기, 경제에 미치는 영향은 제한

2월 말 트럼프 행정부는 모두의 예상대로(?) IEEPA 관세 판결에서 패소했다. 그리고 역시나 모두의 예상대로 무역법 122조를 활용해 150일 동안의 10% 글로벌 보편 관세 부과를 결정했다. 이후 트럼프 대통령은 관세율을 15%까지 인상하겠다고 언급했으나, 현재까지 공식적인 관세율은 10%이다.

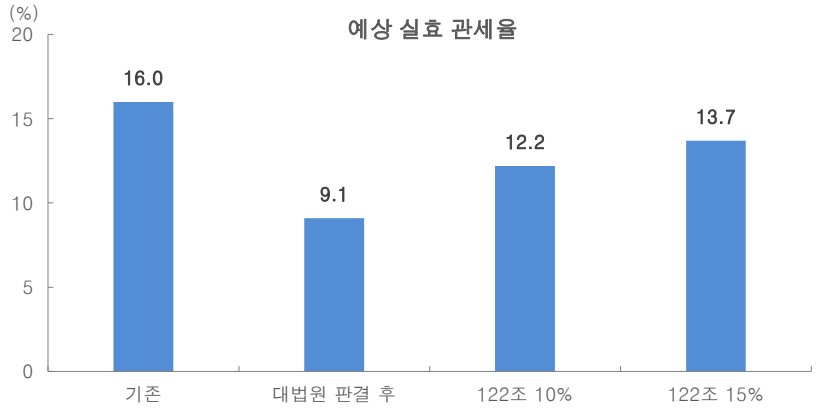
우선 관세율을 15%까지 인상하겠다는 트럼프 정부의 위협은 위협적이지 않다. 굳이 15%를 꺼내든 이유는 EU, 한국, 일본 등 주요 수입국들과 무역합의를 통해 설정한 관세율이 15%이기 때문에, 이에 부합하는 수준까지 맞추기 위함일 뿐이다.

150일 간의 유예기간이 끝난 후 트럼프 행정부가 의회 동의 없이 관세를 부과할 수 있는 수단으로 무역법 201조, 232조, 301조, 338조가 거론된다. 이 중 법적 리스크가 높다고 평가되는 338조를 제외하면, 트럼프 1기 당시처럼 232조와 301조를 활용해 품목별 관세를 부과해 전반적인 관세율 수준을 2025년 수준까지 올릴 것으로 예상된다.

다시 한번 언급하지만, 이는 기존 거시 경제 전망에 별다른 위협이 되지 않는다. 우선 The Budget Lab at Yale에 따르면, 122조로 올해 연말까지 15% 관세율이 유지될 때 예상 실효 관세율은 13.7%인데, 이는 기존 IEEPA 활용 당시 16.0%에 비해 오히려 낮다. 이는 다른 것 보다는 대중 관세율이 크게 낮아진 영향으로 보인다.

이미 제이미슨 그리어 USTR 대표는 301조 조사 착수가 기존 합의를 준수하기 위한 절차임을 스스로 밝혔다. 기존 무역합의를 통해 설정한 관세율을 맞추기 위함이라는 것이다. 무엇보다 중간선거를 앞둔 상황에서 트럼프 정부는 더 이상 관세 문제로 혼란을 일으킬 수는 없다. 새로운 관세 부과 과정에서 일시적인 불확실성이나 마찰이 생길 수는 있어도 이것이 물가나 경기에 영향을 미치는 변수로 보기는 어렵다.

그림 6. 무역법 122 조 관세율 15%로 올려도 기존보다 낮아



자료: The Budget Lab at Yale, 대신증권 Research Center

미국 고용에 대한 과도한 우려

미국 고용 상황 양적 지표 약화에도 취약하지 않아, 대규모 해고 없는 인력 효율화 과정으로 보아야

미국 경제지표들 중 그나마 조금 깨름칙한 것은 고용이다. 1월 +12.6만 명 급증했다가 2월에는 -9.2만 명 급감했다. 대부분 산업들에 걸쳐 1월 대비 약해졌으며, 일부 경기에 민감한 일자리들도 하향 조정되었다. 1월 데이터 발표 당시의 반응과 달리 아직 고용은 불안한 상태일 수 있다.

하지만 몇 가지 변명은 가능하다. 우선 1월 고용 데이터 수집 기간 당시 날씨가 매우 온화했는데, 이후 1월 말 – 2월 초에는 한파가 닥쳤기 때문에, 일시적인 되돌림일 가능성이 있다. 헬스케어 업종의 파업 영향도 있었다. 3개월 이동평균으로 보면, 고용은 지난해 3-4분기를 기점으로 더 나빠지지 않았다.

무엇보다 가장 중요한 점은 해고가 크게 늘지 않고 있다는 것이다. 최근 언론들에서 빅테크 업체들을 포함한 많은 기업들이 AI 도입으로 인력을 감축하고 있다는 기사가 쏟아져 나온다. 지난 1~2년 간 AI 기술은 엄청난 속도로 발전했고, 분명 특정 분야의 인력 감축으로 이어졌을 것이다. 하지만 AI가 전산업에 거쳐 광범위한 해고를 유발하고 있다는 근거는 아직 없다. Tech 업종의 감원 계획도 오히려 3~4년 전에 비해 적다.

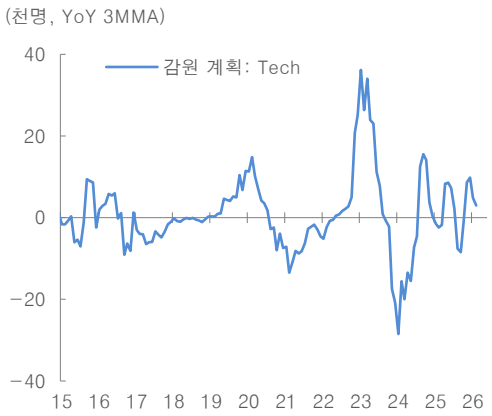
반대로 Tech를 제외한 민간의 감원 계획은 2023년부터 추세적으로 늘고 있는데, 그 속도가 매우 완만하다. 해고가 크게 늘지 않고 있다는 필자의 주장은 실업수당 청구 데이터에 기반하는데, 이 또한 자발적 퇴직 유도 등 나름의 지적들이 있다고 하더라도 추이가 너무나 안정적이다.

지금의 미국 고용은 실업률이 완만하게 상승했던 1962년, 1995년과 닮아 있다. 두 번 모두 연준의 긴축으로부터 살아남은 연착륙 사례로 기억된다. 당시 기업들의 이익 증가세가 둔화되었지만 감소하지는 않았다. 마찬가지로 2026년 현재의 기업이익도 견고하게 증가하고 있다. 기업 이익이 크게 줄지 않는데 대량 해고가 발생한 적은 없다.

따라서 2023년 이후 감원 계획의 상승은 고용 시장이 유례 없이 과열되었던 2022년 이후 기업들이 약간의 해고/적극적인 채용 축소로 점진적인 인력 효율화에 나서고 있는 것으로 보는 것이 더 적절하다. 물론 현재의 고용 시장은 2022년 대비 훨씬 냉각되어 있기는 하지만, 취약하다고 우려할 상황은 아니다.

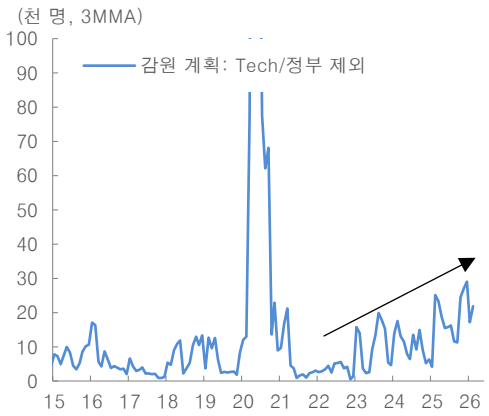
수년 간 줄어들던 구인건수는 오히려 지난해 말 이후 조금이나마 늘고 있다. 무엇보다 연초 이후 기업들의 경기 전망이 눈에 띄게 개선되었던 점을 감안하면, 이번 지정학 리스크가 장기화되지 않는 이상 하반기 이후 고용 시장은 회복세를 보일 가능성이 높다.

그림 7. Tech 부문 감원 계획 증가 속도 과도하지 않아



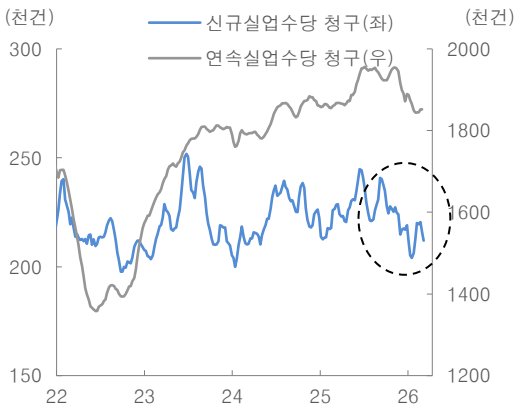
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 8. Tech 외 민간은 점진적으로 증가 중



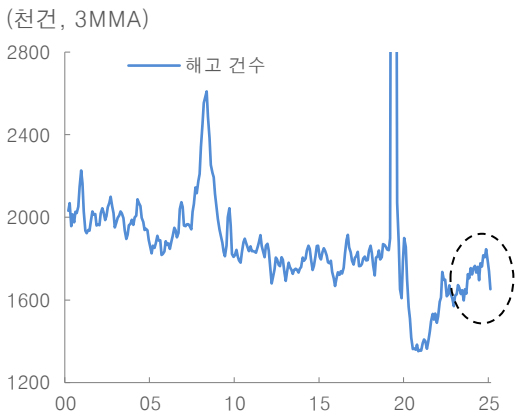
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 9. 너무 안정적인 실업급여 청구



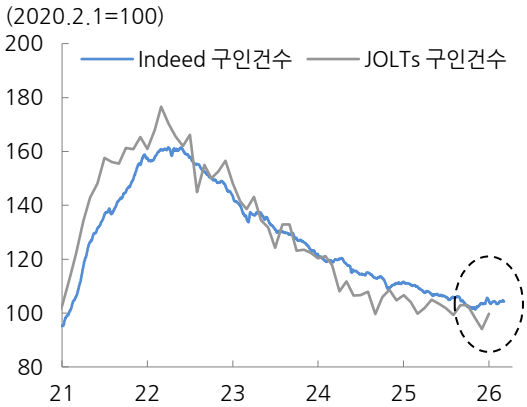
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. 실제 해고 건수는 오히려 줄어



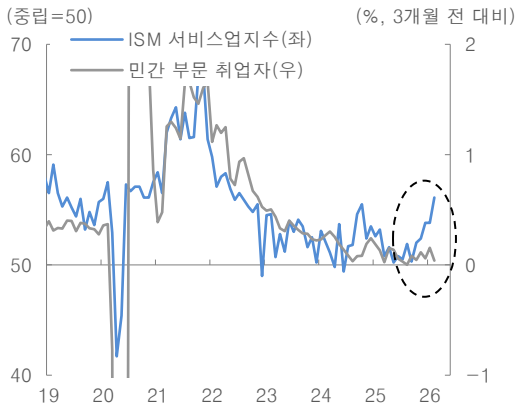
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 11. 지난 연말 이후 구인건수 감소 나타나지 않아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12.기업 심리 반등, 고용 취약성 우려 과도해



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

II. 아직 싸이클을 포기하지 말자

4월부터는 긴장 완화 예상

개인적으로 전쟁을 예측하는 것이 이코노미스트의 주 역할은 아니라고 생각한다. 그럼에도 불구하고 가정을 세우지 않으면 논리를 전개할 수 없기에 각자의 기준은 필요하다.

아직 전쟁 장기화 가능성 낮다는 데 무게, 미국이 명분만 얻는다면 의외로 빠르게 사태 해결될 가능성

당사는 3월 말 정도면 이번 전쟁이 상당 부분 마무리되고, 4월 이후에는 긴장이 완화되는 국면이 전개될 것으로 예상하고 있다. 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부의 유가 상승 부담이 크다는 점, 에너지 공급 차질이 장기화될수록 미국의 동맹국들 및 걸프의 아랍 국가들, 그리고 중국의 잠재적인 부담이 커질 수밖에 없다는 것 등을 감안했다.

이란의 반격 강도는 상당히 줄어들었고, 미국도 기존 예상보다 더 빠른 속도로 이란을 제압했다는 것을 인정했다. 애초에 미국은 이번 전쟁을 계획도 명분도 없이 시작했고 이란도 끝까지 간다는 자세를 보이고 있지만, 여전히 긴장 완화의 키는 트럼프가 쥐고 있다고 본다. 이번 전쟁이 정당했다는 사후적인 명분만 얻어낸다면 전쟁에서 발을 뺄 가능성이 높다고 판단한다. 길게 보면 미국의 대책 없는 전쟁으로 아랍 국가들의 피해가 막심한 상황에서, 전쟁이 길어질수록 중국의 역내 영향력이 강화될 위험도 고려해야 한다.

TACO가 재등장할 가능성도 배제해서는 안된다. 이미 3/9일 국제유가가 장중 처음으로 100달러를 돌파하자 트럼프는 '전쟁이 곧 끝날 것'이라는 TACO에 가까운 발언이 나왔다. 이후 트럼프의 발언이 오락가락하고 있는 까닭은 의외로 미국 시장이 아직까지 잠잠하기 때문일 수 있다. 지난해부터의 사례를 보면 트럼프는 금융시장, 특히 채권시장이 불안해질 때 물러서는 모습이었는데, 채권 시장이 인플레 우려를 더 크게 반영해 금리 상승이 확대되는 순간 진짜 TACO가 나올 수 있다.

그림 13. 금융시장, 특히 채권 시장이 불안해질 때 TACO

자료: LSEG 대신증권 Research Center

아직 싸이클을 포기할 때는 아니다

에너지 공급 차질이 장기화되지 않는다는 가정 하에, 당사는 WTI 유가가 2분기에 평균 75달러 수준까지 하락할 것으로 예상하고 있다(브렌트유 기준 약 80달러).

2분기 사태 진정 이후 국제유가 80달러 내외로 하락 예상, 전쟁 이전 대비 30% 정도 상승이면 역사적으로 결코 과도하지 않음

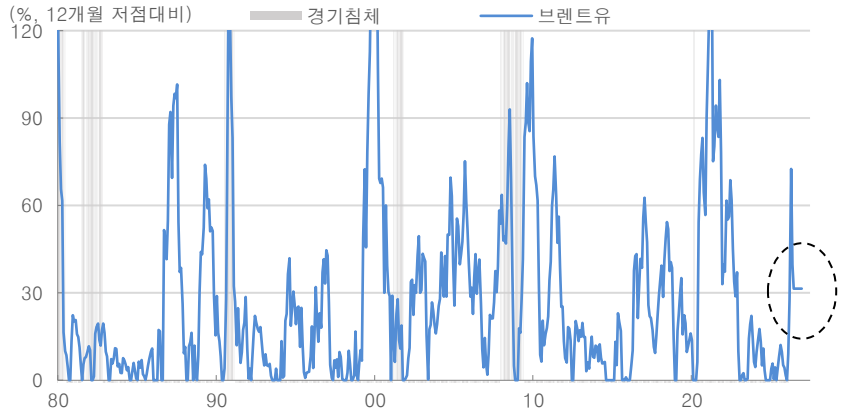
이는 이번 사태가 어느 정도 마무리된다 해도 국제유가가 연초 대비 +30% 가량 상승하는 것을 의미한다. 그런데 역사적으로 보면 상승폭이 결코 과도하지 않다. 과거 국제유가가 100% 내외 상승하는 경우 경기 침체 위험이 높아지는 경향을 보였으나, 30~40% 정도의 상승은 감내할 수 있을 만한 수준이다.

중동 지역의 군사 충돌로 인한 유가 상승, 그리고 경기침체 우려 등이 겹치는 상황은 자연스레 1990년 걸프전을 생각하게 된다. 당시에도 국제유가가 3개월 만에 100% 넘게 급등했다. 미국은 이라크의 쿠웨이트 침공과 동시에 침체에 빠졌다. 하지만 1990년 경기 침체를 유발한 근본적인 원인은 유가 급등이 아니라 80년대 연준 금리 인상 및 Regulation Q에 따른 S&L 부실화였다(물론 이 지점에서 누군가는 최근의 사모대출 시장의 혼란을 떠올릴 수 있다).

물론 이번 유가 상승은 공급 차질의 영향이고, 과거 침체 없이 유가가 30% 이상 상승한 것은 대부분 수요 회복을 동반했다는 점에서 차이가 있다. 하지만 앞서 언급했듯 전쟁 이전 글로벌 경기는 결코 나쁘지 않았으며, 수요가 회복되기 시작했다는 것을 기억할 필요가 있다. 지난 수십년 간 미국 가계의 에너지 소비 비중이 꾸준히 줄어들었다는 점도 과거에 비해 유가 상승이 경기 침체를 유발할 위험을 낮추는 요인이다.

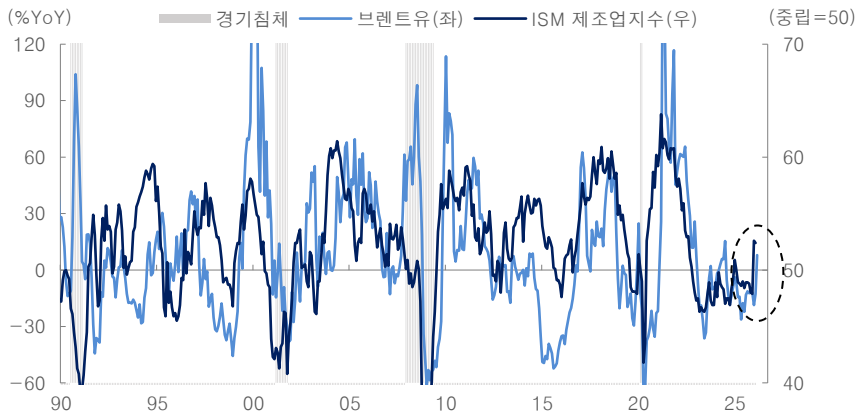
단기적으로 에너지 가격 상승과 전쟁에 따른 불확실성이 3~4월 매크로 지표들에 부정적 영향을 끼치는 것은 불가피하다. 하지만 4월 이후 유가가 점차 안정되기 시작한다면 벌써부터 매크로 상승 싸이클을 포기할 필요는 없다.

그림 14. 30~40% 정도의 유가 상승이라면 치명적이지 않아



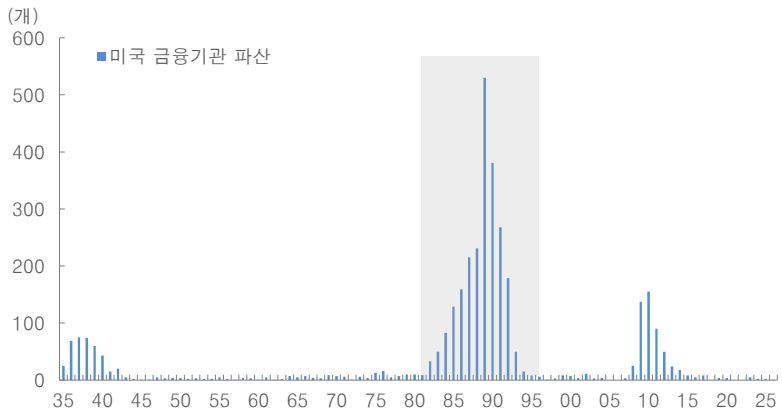
자료: LSEG 대신증권 Research Center
주: 3월 브렌트유 100달러 후 연말까지 80달러 가정

그림 15. 대부분 수요 확대를 동반했던 과거 유가 상승, 그럼 지금은 수요가 나쁜가?



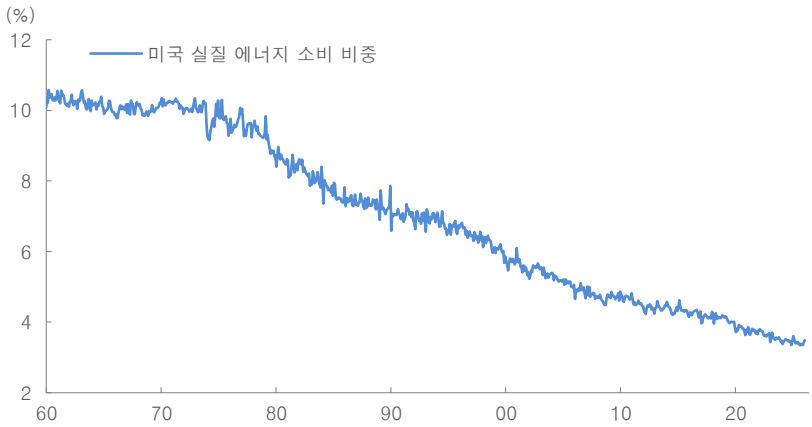
자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 16. 걸프전이 트리거가 되었으나, 장기간 금융 부실이 누적된 상태였던 1990 년



자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 17. 갈수록 낮아지는 미국 가계의 에너지 소비 비중



자료: LSEG 대신증권 Research Center

변한 것 : 상흔은 남는다

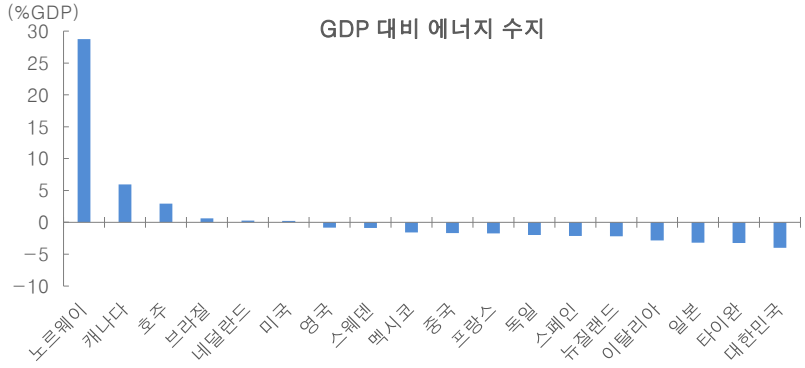
아직 싸이클을 포기할 때가 아니라고 했지만, 4월 이후 에너지 시장이 점진적으로 정상화되는 시나리오를 가정하더라도 조금은 내려놓아야 할 것들은 있다.

부정적 공급 충격인 것은 맞아, 비미국 경제에 일부 악영향은 불가피할 수 있어

우선 유럽과 아시아의 성장률 전망이 조금씩 하향 조정될 수 있다. 석유 및 천연가스 수입 의존도가 높은 한국이나 일본은 이번 사태가 생산 차질까지 이어지지는 않더라도 경상수지 악화 및 에너지 요금 인상 등을 통해 성장 하방 압력으로 작용할 것으로 보인다.

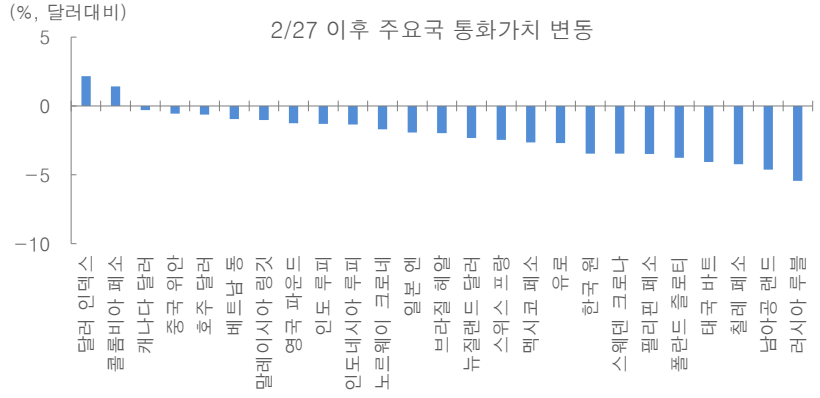
사실 이러한 인식은 이미 외환시장에 빠르게 반영되었다. 전쟁 발발 이후 유럽권이나 아시아 통화들의 약세는 두드러진 반면, 미국이나 캐나다 통화는 오히려 강했다. 전황이 진정되는대로 달러도 최근의 강세를 빠르게 되돌릴 가능성이 높지만, 어찌됐든 공급 충격으로 에너지 가격이 20~30% 가량 상승한다면 그만큼 달러 약세에 대한 눈높이도 조정이 필요하다. 만약 유가 상승이 장기화되면 결국 미국 경제에도 악영향을 미치겠지만 그 충격이 너무 비대칭적이라는 점에서 달러로의 쏠림은 더 강해질 수밖에 없다.

그림 18. 유럽과 아시아 국가들의 타격이 클 수밖에 없는 상황



자료: UN Comtrade, IEA, 대신증권 Research Center
주: 석유 및 천연가스 수출입만 고려

그림 19. 전쟁 발발 이후 유럽/아시아 통화 약세, 캐나다/호주는 분전



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

변하지 않은 것 : 방향성

경기 확장을 주도했던 두 축, 재정확대와 AI 투자 모멘텀은 아직 변한 것 없어, 경기 상승 싸이클 지속될 전망

상흔이 남더라도 실물 경기의 상승 싸이클은 계속될 것으로 보고 있다. 돌이켜보면 지난해 말부터 올해 초까지 필자를 포함해 2026년 매크로 환경을 낙관적으로 전망한 사람들의 핵심 논리는 견고한 AI 투자 모멘텀과 주요국의 재정확대였다.

그렇다면 지금 상황에서 재정확대와 AI라는 두 가지 핵심 축 중 어느 하나가 크게 약해졌는지가 중요한데, 전쟁 이후에도 달라진 것은 없었다. 현재 주요 국가들은 일제히 재정을 확대하는 방향으로 가고 있다. 미국은 지난해 통과한 OBBBA 법안의 감세 효과가 올해부터 시작된다. 미국 가계는 올해 세금 환급 시즌에(3-4월) 평년보다 많은 금액을 환급받게 된다.

사실 미국 소비의 경우 최근 'K-Economy'로 대표되는 양극화 문제로 이전만큼 강한 모습을 보이지는 못하고 있지만, 앞서 언급했듯 고용 시장에 별다른 문제가 일어나지 않는 이상 균열이 더 커지지는 않을 것이다. 지금부터 이번 상승 싸이클이 끝날 때까지는 소비 보다는 투자가 확장을 주도할 것으로 보인다.

유럽의 재정확대도 조금씩 효과가 뚜렷해지던 참이었다. 올해 초 다소 되돌림이 나타났지만 지난해 말 독일의 제조업 수주가 2021년 이후 최고치로 급등했다. 지난해 이맘 즈음 통과한 국방/인프라 부양안이 본격적으로 집행되기 시작했다.

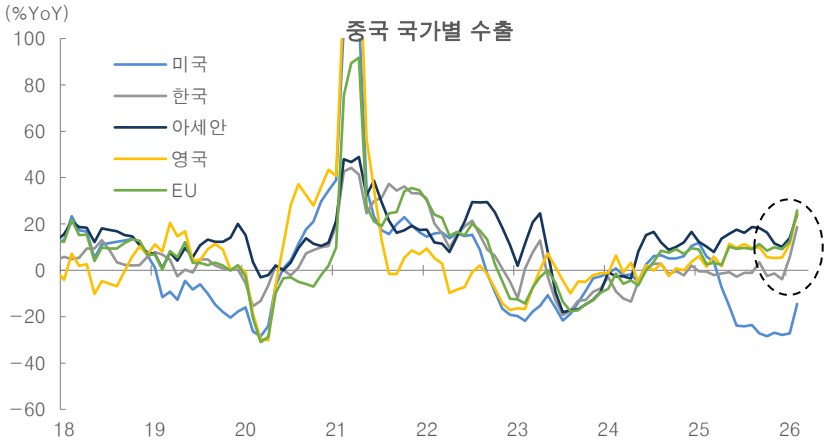
물론 여기에도 나름의 함정(?)이 있다. 우선 국방 투자가 늘고 있지만, 독일의 구조적 탈산업화로 화학이나 자동차 등 기존의 주요 산업들은 당장 큰 반등을 기대하기 어렵다는 점이다. 패스트트랙 도입으로 올해 2분기 이후 정책 집행이 빨라질 것이라는 전망이 지배적이나, 관료체제의 비효율로 만성적인 집행 차질을 겪고 있다는 점도 고려해야 한다. 유럽의 부양안은 경기 개선에는 분명 효과적이지만, 게임 체인저가 되기는 어렵다. 이는 올해 유로화 강세와 달러 약세 수준에 그만큼 한계가 있음을 의미한다.

그 밖에 일본도 총선 이후 사나에 총리의 장악력이 강해지면서 확장 재정이 힘을 얻을 가능성이 높아졌고, 중국도 양회해서 확장적인 재정 기조를 이어가기로 결정했다. 이번 사태가 에너지 위기로 번진다면 각 정부의 대응 방식이 투자 확대에서 위기 지원으로 바뀌겠지만, 단기간에 그치는 시나리오라면 달라질 것은 없다.

그림 20. 지난해 말 급증한 독일의 제조업 수주

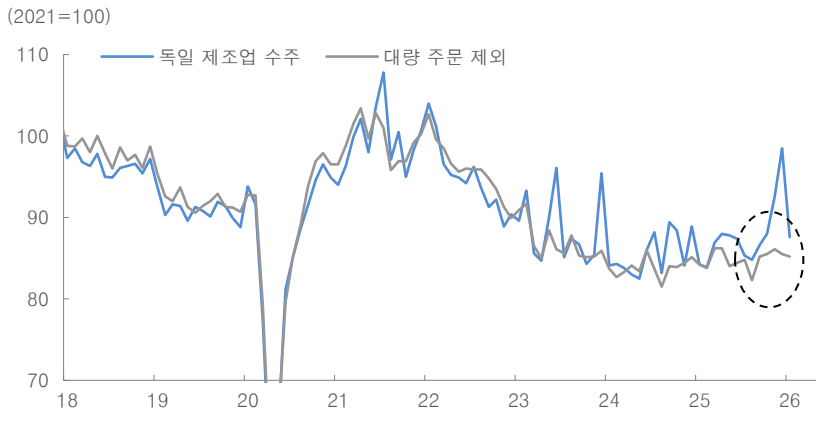
자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 21. 중국의 경우 연초 유럽향 수출이 매우 크게 증가함



자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 22. 정부 대량 주문을 제외하면 아직 약하다는 것이 문제



자료: LSEG 대신증권 Research Center

금리 인하로 민간의 레버리지도 확대 중

주요국들의 재정 부양과 함께 민간의 레버리지도 뚜렷한 확대 싸이클에 있다. 미국의 경우 이미 2024년부터 민간의 레버리지 증가 속도가 가팔라졌고, 이것이 결국 유동성 증대를 통해 시차를 두고 실물 경기에 영향을 주고 있는 단계로 진입했다.

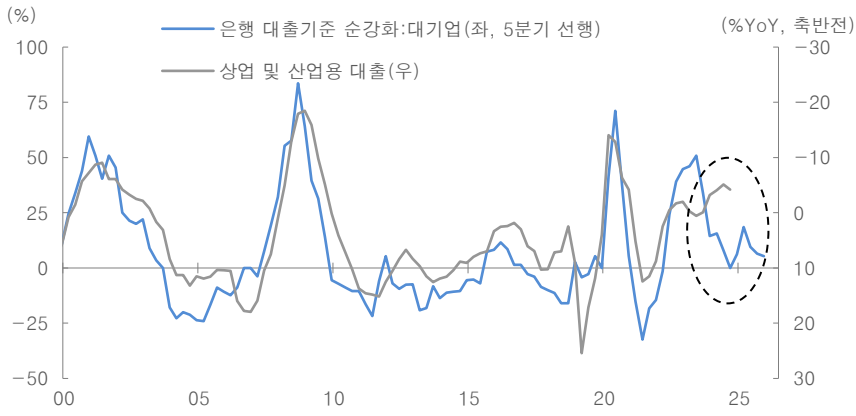
2024년 증가 속도가 워낙 가팔랐던 탓에 최근에는 모멘텀이 다소 둔화되었지만 하반기 주요 기업들의 IPO가 예정되어 있는 점, 미국이 은행 부문의 규제 완화를 밀어붙이고 있는 점 등을 감안하면 민간의 유동성 확대 기조는 당분간 유지될 것으로 보인다.

미국과 마찬가지로 유럽도 지난해부터 은행들의 대출 증가세가 점점 빨라지고 있다. 단순히 재정 확대 외에도 금리 인하 이후 민간의 레버리지 싸이클이 작동했다는 점에서, 한 달여의 유가 상승을 겪는다고 해서 당장 싸이클이 부러질 가능성은 낮다고 판단된다.

그림 23. 꽤나 가파른 미국의 민간 레버리지 확대

자료: LSEG 대신증권 Research Center
주: 상업은행 대출 + 주식 발행 + 비금융 채권 발행

그림 24. 특히 기업 대출의 경우 더 증가할 여지 남아 있음

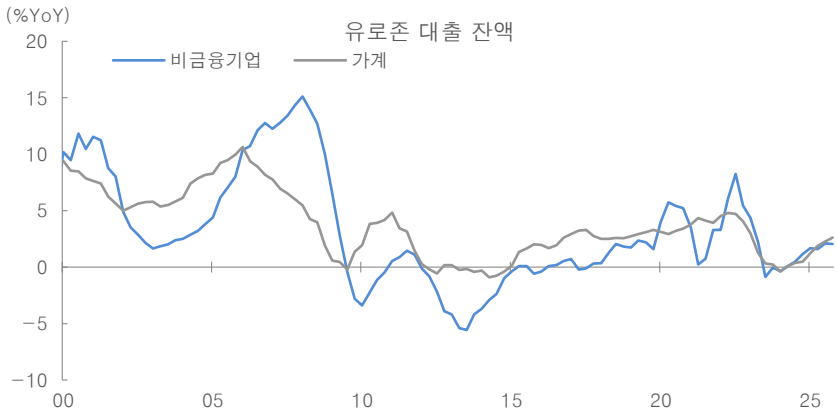


자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 25. 미 연준, 은행들의 자기자본 규제 완화 조치 발표

자료: PYMNTS

그림 26. 유로존도 은행 대출 증가세 확대 중



자료: LSEG 대신증권 Research Center

애매한 것 : 통화정책은 어디로?

다소 애매한 부분이 있다면 통화정책이다. 부정적 공급 충격의 경우 기본적으로 통화정책에는 딜레마가 되기 때문이다.

단기화 시나리오에서는 금리 인하는 소멸보다는 지연, 장기화될 경우에도 섣불리 긴축에 나서지는 않을 것으로 예상

우선 연초 이후 국제유가의 흐름은 러-우 전쟁이 있었던 2022년과 거의 흡사한데, 연준은 당시 상반기 유가 충격이 헤드라인 및 Core 인플레이션에 미친 영향을 각각 0.9%p, 0.2%p 정도로 추산했다. 실질 유가의 10% 상승이 1년 내 GDP에 미치는 부정적 영향은 0.04%p 정도에 그쳤다.

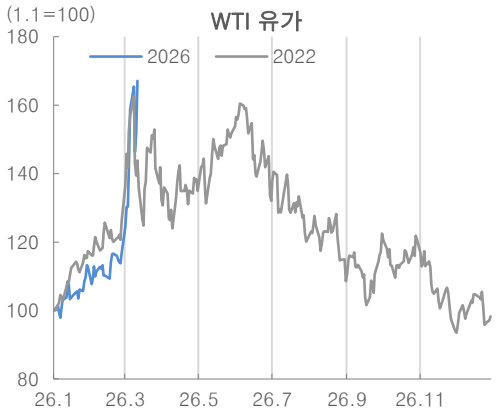
지금과 당시의 차이점은 크게 두 가지다. 1) 먼저 상반기 내내 유가 상승이 이어졌던 2022년과 달리 당사는 2분기 이후 유가 안정을 예상하고 있다는 점, 2) 2022년은 고용시장이 역사적 호황이었던 반면 현재는 균형점 수준으로 냉각되어 있다는 점이다. 따라서 이번 유가 상승은 인플레이션에 미치는 영향은 당시 보다 적고, 성장에 미치는 영향은 더 클 수 있다. 최근 유가와 함께 이슈가 되고 있는 질소 비료는 물류 차질이 계속된다면 시차를 고려할 때 빠르면 4분기 부터 인플레이션에 영향을 줄 수 있다.

이번 유가 상승의 충격이 단기적이라면 금리 인하 시점이 지연될 수는 있어도 인하 내러티브가 완전히 훼손되지는 않을 것으로 예상한다. 다만 장기화되는 시나리오도 일정 부분 대비할 필요가 있는데, 이 경우 긴축의 위험이 커지기는 하나 미국과 비미국 모두 2022년처럼 경제의 수요가 과열된 상태가 아니었다는 점에서 성급하게 금리 인상에 나서지는 않을 전망이다.

사실 진짜 문제는 미국의 인플레이션 압력이 이번 사태를 차치하더라도 꽤 높다는 데 있다. Core 인플레이션의 모멘텀은 지난해 말부터 오히려 강화되었는데, 비주거 서비스 부문의 물가가 잡힐 듯 잡히지 않고 있는 것이 핵심이다.

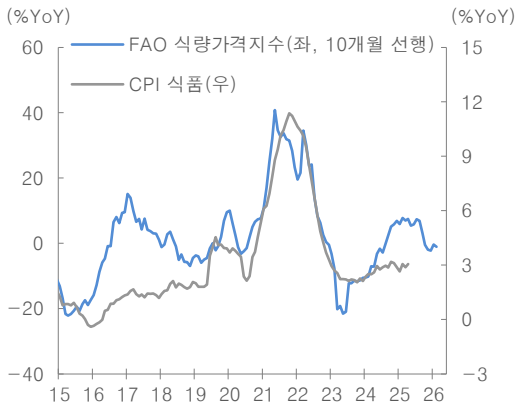
연준이 이 물가를 잡는 방법은 매우 간단(?)하다. 금리를 올려 경기 침체를 일으키면 된다. 하지만 트럼프 재집권 이후 정치적 프레임에 갇힌 연준은 인플레이션을 잡기 위해 경기 침체를 불사하기가 매우 어려워졌다. 우선은 2%대 중반 수준에서 나름의 타협점을 찾을 것으로 예상한다.

그림 27. 지금까지 유가 궤적은 2022 년과 유사



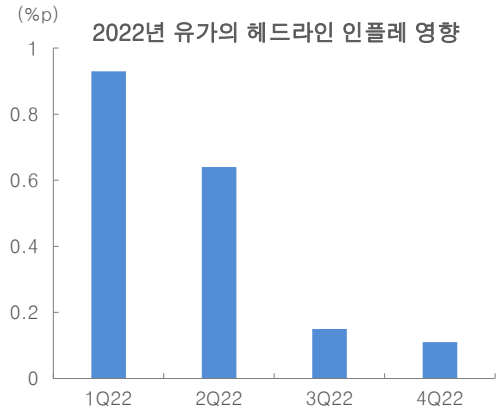
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 28. 식품 가격의 시차는 7~10 개월



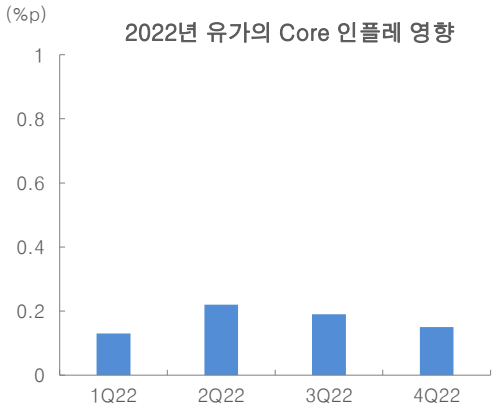
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 29. 2022 년 유가 충격이 헤드라인 물가에 미친 영향은 +0.9%p



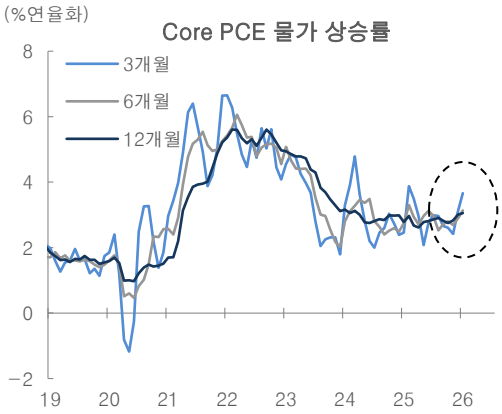
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 30. Core 인플레에 미친 영향은 +0.2%p 정도



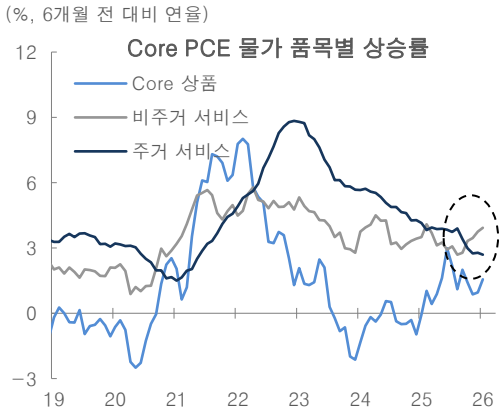
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 31. 연말 오히려 모멘텀이 확대되었던 인플레



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 32. 결국 서비스가 문제



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

한국, 고점도 빨리빨리?

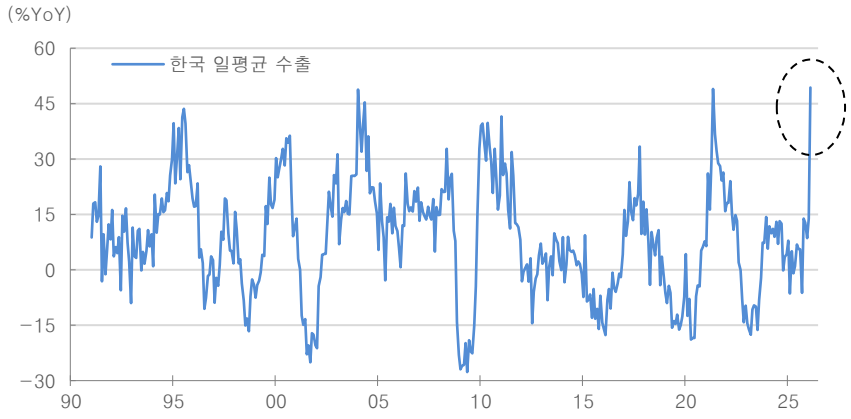
글로벌 경기와 마찬가지로 순항 중이던 한국도 전쟁이라는 암초를 맞닥뜨렸다. 역시 전쟁 단기화 시나리오에서는 한국 경제도 기존의 가던 길을 갈 것으로 전망한다.

한국 수출 모멘텀 너무 빨라, 올해 중후반 고점 예상

한국의 걱정거리(?)라고 한다면 지표가 좋아지는 속도가 너무 빠르다는 것에 있다. 2월 일평균 수출은 +49.3% 증가했는데, 기저효과를 감안하더라도 이 정도 증가율을 기록한 것은 1990년 이후 3~4회 정도밖에 없었다. 중국의 2월 수출도 급증했던 점을 볼 때 한국만의 호조는 아니라는 점에서는 다행이나, 속도가 다소 과열 스러운 것은 사실이다.

현재 속도라면 한국 수출 모멘텀은 2-3분기 중 정점을 통과할 가능성이 높다. 금융위기 이후 ISM 제조업지수가 확장 국면에 진입한 후 고점에 도달하기 까지는 통상 1~2년이 소요되었는데, 한국 수출이 글로벌 경기의 바로미터 역할을 한다는 것을 감안하면 이번에는 이보다 짧을 가능성이 있다. 코로나 당시에는 2020년 6월 확장 국면에 재진입해 2021년 3월 고점까지 9개월이 걸렸다.

그림 33. 좋아지는 속도가 너무 빠른 한국



자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 34. 과거 제조업 확장 국면 진입 후 고점까지 대체로 1~2년 소요

자료: LSEG 대신증권 Research Center

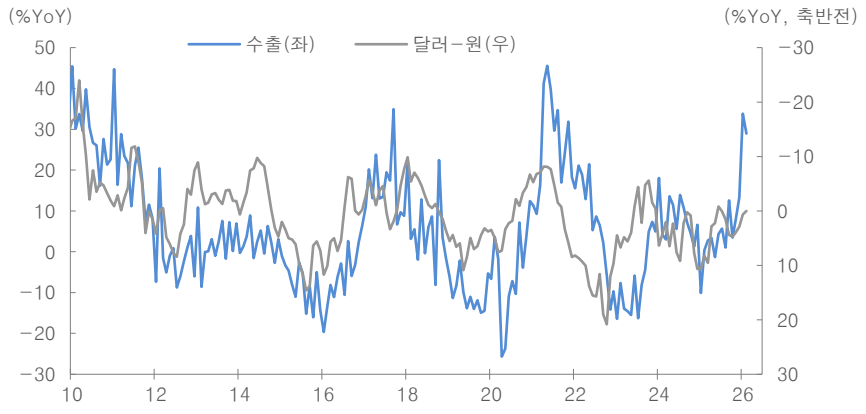
원화 강세 모멘텀도 올해 중반 마무리 예상, 무역적자 우려는 과도해

최근 자본 이동의 중요도가 부각되고 있지만 그간 원화 가치의 등락은 주로 한국 수출 경기 혹은 글로벌 제조업 경기에 연동되어 왔다. 한국 수출이 2-3분기 중 고점을 확인하고 점차 둔화되는 흐름이라면, 전쟁 종료 후 재개될 원화 강세도 올해 중반이면 마무리 될 가능성이 높다. 마찬가지로 글로벌 제조업 경기가 대략 3분기 정도에 피크아웃 한다면 빠르면 올해 말부터 미국 자산의 상대적인 매력이 다시 높아질 수 있다.

당장은 유가 상승이 원화 가치를 짓누르고 있는 상황인데, 무역수지와 원화 가치의 관계가 지난 2~3년 간 많이 약해졌지만 근본적인 외환수급과 펀더멘털과 관계가 깊다는 점에서 한번 짚고 넘어갈 필요는 있다.

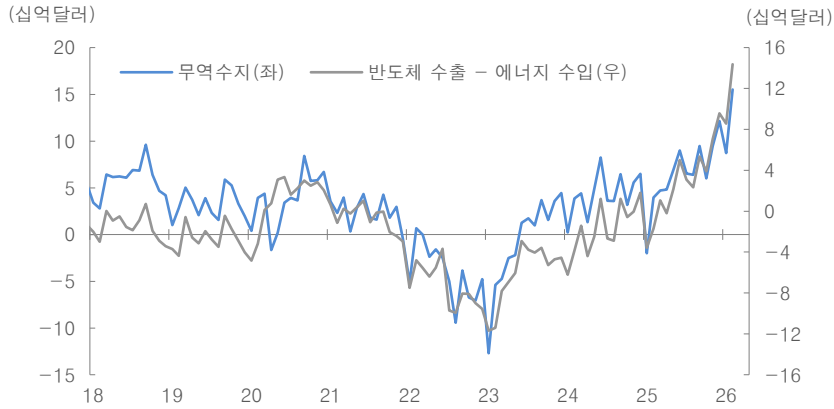
단순하게 반도체 수출에서 에너지 수입을 차감하면 꽤나 훌륭한 무역수지의 대리 지표가 된다. 현재는 반도체 가격 상승 덕분에 무역수지가 사상 최대를 기록 중이다. 반도체 가격이 급전직하 하는 것이 아니라면, 단순 산식으로 국제유가가 140~150 달러 수준으로 상승하지 않는 이상 2022년 러-우 전쟁 당시와 같이 한국이 무역수지 적자에 노출될 위험은 낮다.

그림 35. 수출 모멘텀 감안하면 원화 강세 전환도 올해 중반 즈음 마무리 예상



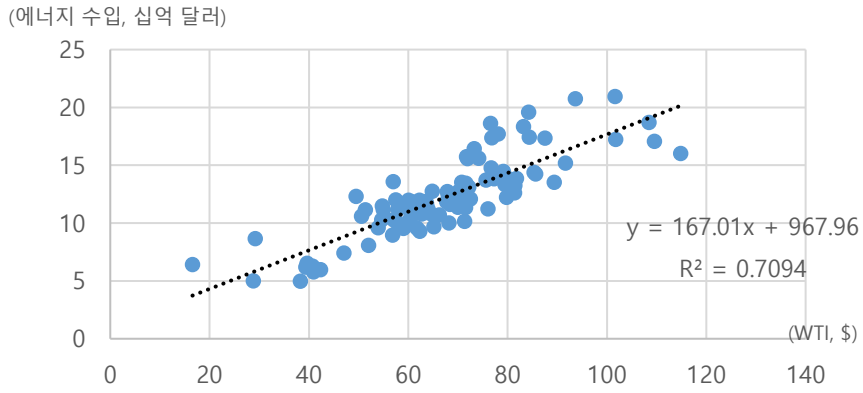
자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 36. 무역수지 ≒ 반도체 수출 – 에너지 수입



자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 37. 국제유가 140~150 달러 수준 상승 아니면 무역적자 가능성 희박해



자료: LSEG 대신증권 Research Center

사모 대출, 연준 스탠스가 바뀔 때 비로소 진짜 위험이 될 듯

역사적인 신용위기는 대부분 긴축 싸이클 후반 이후에 발생, 연준 스탠스가 바뀌면 사모 대출 리스크 본격화될 수 있음

종합하면 4월 이후 에너지 시장이 점차 안정을 찾는 시나리오 하에서는 상승 싸이클이 계속될 것으로 예상한다. 다만 동시에 싸이클이 얼마나 힘을 되찾을 수 있을지, 그리고 어디까지 갈 수 있을지는 결국 전쟁과 에너지 가격이 안정되는 속도에 달려 있다.

만약 전쟁과 에너지 공급 차질이 장기화되는 시나리오로 갈 경우, AI라는 강력한 요소가 있는 이상 글로벌 침체 위험은 적다고 보고 있지만 비미국 경제는 상당 폭 둔화가 불가피하다. 100달러 수준의 유가가 계속된다면 올해 한국 성장률의 눈높이를 2%대에서 1%대 중반까지 낮출 필요가 있다.

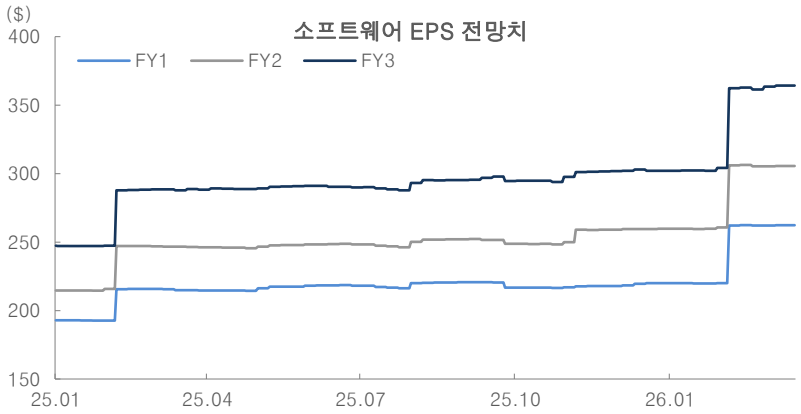
최근 중동 전쟁과 함께 이슈가 되는 또 다른 리스크는 사모 대출 문제이다. 시가 평가(mark-to-market)가 되지 않고 데이터가 불투명하다는 이유 등에 최근 환매 사태가 연이어 터지면서 불안이 커지고 있다.

여러 조사에 따르면 사모대출 시장 규모는 이미 하이일드나 레버리지 론을 넘어섰다. 마냥 간과할 수는 없는 규모다. 다만 금융위기의 원흉이었던 복잡한 파생상품들에 비해 상대적으로 구조가 단순하고, 레버리지 비중이 훨씬 적다는 것이 시스템 위기의 가능성을 낮추는 요인으로 제기된다.

올해 들어 사모대출 시장의 불안이 확산된 시발점은 앤트로픽의 코워크 출시 이후 소프트웨어 회사들의 전망이 어두워지면서였다. 하지만 시장은 중기적으로 소프트웨어 업종의 이익은 여전히 증가할 것으로 예상 중이다. 정말 장기적으로 소프트웨어 기업들의 상당수가 대체될지는 아직 알 수 없으나, 적어도 단기적인 관점에서는 기업 이익이 심각하게 훼손될 위험이 크지 않다. 정작 전쟁 발발 이후 소프트웨어 업종의 주가는 상대적으로 괜찮고 연초 이후 좋았던 Cyclical 업종들이 약했던 점을 볼 때, 이번 혼란에는 일정 부분 순환매 성격이 자리하고 있다고 볼 수 있다.

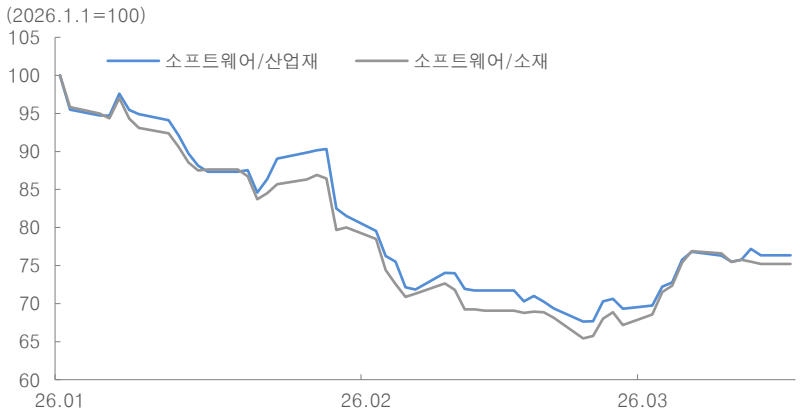
개인적으로 해당 시장에 전문가는 아니지만, 역사적으로 대부분의 대규모 신용 위기는 연준의 금리 인상 싸이클 후반이나 인상 후 동결 기간에서 발생했다. 이를 참고하면 사모대출 문제가 정말로 심각해질 위험이 높아지는 때는 연준이 예상과 달리 긴축으로 돌아서는 경우다. 또는 이번 전쟁이 장기화되는 시나리오도 비슷한 트리거가 될 수 있다.

그림 38. 소프트웨어 업종 이익은 여전히 증가할 것으로 전망 중



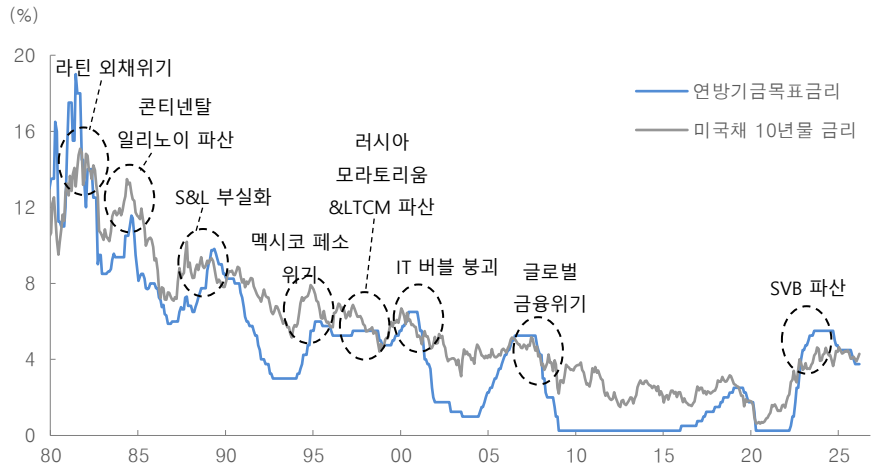
자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 39. 전쟁 전후로 소프트웨어 상대적 약세는 오히려 반전



자료: LSEG 대신증권 Research Center

그림 40. 역사적으로 대규모 신용 위기 등은 대부분 긴축 싸이클 후반 이후에 등장



자료: LSEG 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.

(담당자:이정훈)

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