



2026.08.12

경계전략 spin-off : Back to the basic

진부한 경제지표와 신박한 이야기

상상인증권 리서치센터

Chief Economist 정원일 | 경제분석/투자전략/계량 02-3779-3140, wi.jeong@sangsanginib.com

경계전략 spin-off : Back to the basic

진부한 경제지표와 신박한 이야기

CONTENTS

01	미 고용시장, 진짜는?	8
02	이제는 바꿔야 할 물가목표 2%	14
03	단기지표로 보는 새로운 이야기	21
04	생소한 느낌, 한국 경제 해석	28

Executive Summary

Chapter 1. 미 고용시장, 진짜는?

- 팬더믹 이후 낮아진 경제활동참가율은 추가 하락 진행되어 팬더믹 초기 수준으로 회귀
- 해고되는 근로자는 증가세가 주춤한 가운데 자발적 퇴사는 증가하며 기업체는 사람을 더 많이 구하는 중
- 비농업고용의 절대수준은 둔화되고 있으나, 제조업 부문에서 회복 본격화되며, 실업수당 청구 감소
- 총요소생산성의 확대로 노동생산성이 높아지는 만큼 임금 상승 역시 가시화될 수 밖에 없음
- 결국 노동시장의 구조적, 마찰적, 이론적 변화는 모두 임금 상승을 지지하는 요소로 작용할 것

Chapter 2. 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

- BIS의 최근 연구에서는 통화정책의 실질적인 목표 변화에 대한 이력을 분석하였음
- 물가목표는 2%에 고정되었으나, 그 달성시기와 경제환경 등에 대한 유연한 대처가 진행되었음을 언급
- 헤드라인 CPI는 유가 등 공급측 요인에 많은 부분 영향을 받으나 최근 동향은 AI 투자 등 성장률을 반영
- 장기 기대인플레이션은 2010년대 당시 2~3% 수준이었으나 최근 3~4%대로 regime이 변화하였음
- 테일러 준칙 회귀식으로 추정된 적정 물가 수준 역시 3% 중반 수준으로 현재 물가가 적정 물가임을 확인

Executive Summary

Chapter 3. 단기지표로 보는 새로운 이야기

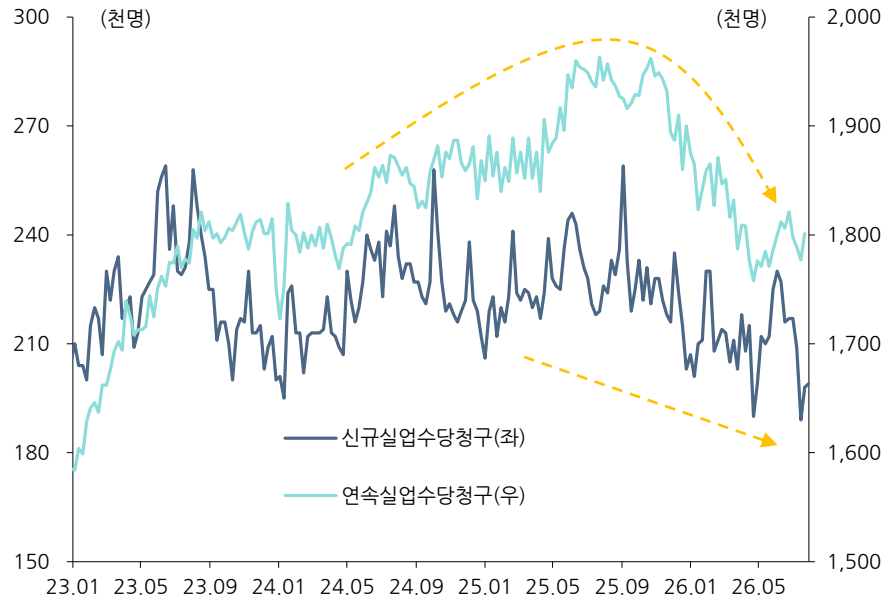
- 금년 상반기는 미국보다 유로존의 성장세가 더욱 긍정적인 모습을 보였으며, 이에 따라 서프라이즈지수의 차별화 진행
- 다만 미국 성장률의 둔화는 수입수요의 증가 가속으로 발생한 만큼 향후 산업경기의 회복 기조 가능성
- 특히 첨단기술과 관련된 산업의 생산기조와 설비가동률을 감안한다면 추가 수입수요 존재
- 소비심리와 소매판매 실적의 디커플링 진행중이나 임금상승 가능성을 반영하면 재고 소진으로 생산 확대
- 결국 통화정책상의 관심에서 현재의 물가는 적정 수준이며, 성장 궤적이 반영된 통화정책 변화 가능성은 제한적

Chapter 4. 생소한 느낌, 한국 경제 해석

- 한국 경제는 전통적으로 대외 경기에 민감한데, 최근 교역조건 개선으로 빠른 경기확장세
- 반도체 뿐만 아니라 20대 수출품목 전반적으로 수출증가 기조 발생하는 것은 강한 수요에 기인
- 가계 차원에서의 소득 증가속도는 일반적으로 부정적으로 보고 있으나 전체 임금 총액 상승분을 감안할 필요
- 순자산 증가속도가 높아지는 가운데, 부채보유가구의 비중이 빠르게 하락한 것은 자산건전화로 해석
- 호조를 보이는 대외경기와 내수 소비 증가 가능성을 반영한 향후 3개월 KOSPI 밴드는 7500~8900pt

Focus Chart - 미국

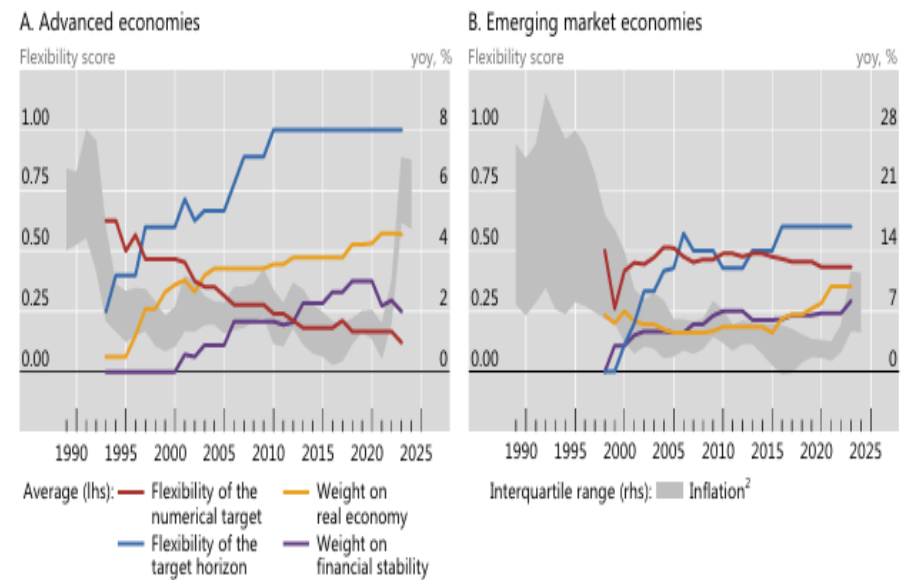
Focus Chart 1. 실업 상태에 빠져서 수당 청구하는 인원은 지속 감소



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 고용시장을 확인하는 지표는 여러가지가 존재하므로 하나의 지표에 매몰될 필요는 없음
- 최근 경제활동참가율의 급락은 결국 노동공급자 우위의 시장 형성 가능성 있으며, 이는 임금상승 동력
- 실업 상태로 이행되어 실업수당 청구하는 빈도가 낮아진 것을 감안한다면 고용시장 부진으로 보기 어려움

Focus Chart 2. 시간의 흐름에 따른 inflation target flexibility

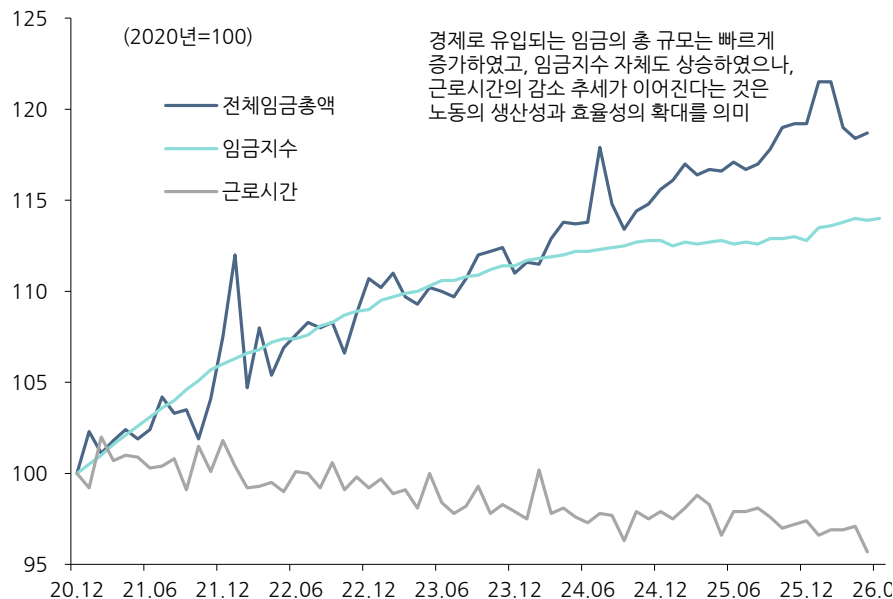


자료: BIS Quarterly Review(2025), 상상인증권 리서치센터

- 최근 BIS의 연구에서는 통화당국의 2% 물가목표제에 대한 새로운 생각을 제시
- 2%라는 수치는 strict하지만, 달성 시계 및 고려해야 할 경제환경 등에 대해서 많은 변화가 존재함을 보임
- 결국 표면적으로 2%의 물가목표는 명시하지만, 최근의 높아진 성장 regime을 감안한 통화정책 방향성 판단이 요구되는 상황으로 변화

Focus Chart - 한국

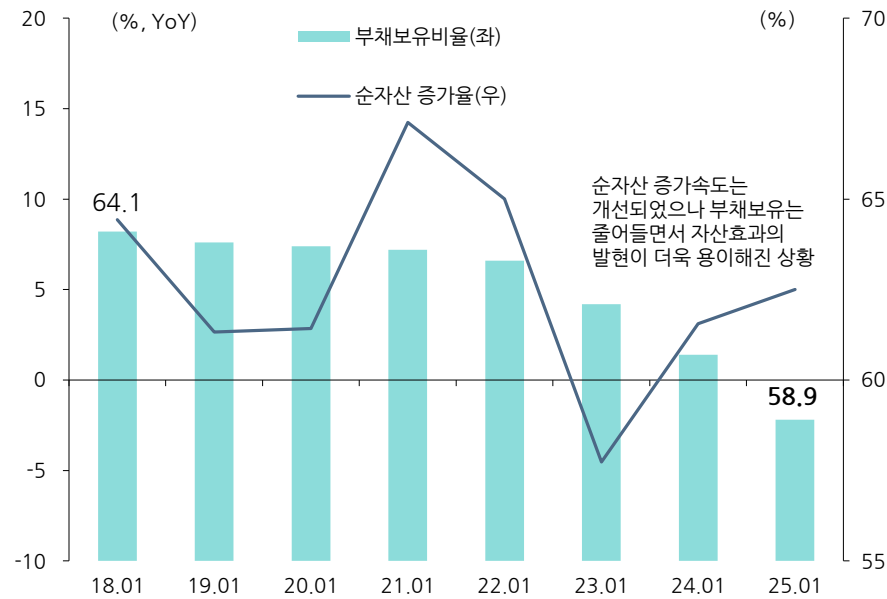
Focus Chart 3. 임금총액 증가는 경제에 유입되는 소득 증가를 의미



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

- 구매력을 설명하는 여러 지표 중 가장 중요한 소득수준 추이에 대해서 살펴볼 필요
- 경제 내에 유입되는 전체 임금 총액은 표면적으로 드러나는 임금지수 대비 빠른 상승을 보이며 구매력을 설명
- 근로시간이 점차 줄어드는 것은 간접적인 관점에서 경제 전체의 후생 증가로 해석할 수 있음

Focus Chart 4. 순자산 증가 가속화와 부채보유비율 60% 하회 진행



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

- 구매력 설명 요소 중 자산효과에 대한 논란이 클 수 있는데, 2010년대 후반 대비 부채증가속도보다 자산증가속도가 더욱 큰 상황이며 최근 증가속도 가속
- 특히 부채보유가구의 비율이 60% 이하로 낮아진 것은 건전한 디레버리징이 팬더믹 이후 꾸준히 진행되고 있는 것으로 해석되며, 자산효과를 뒷받침

PART 01

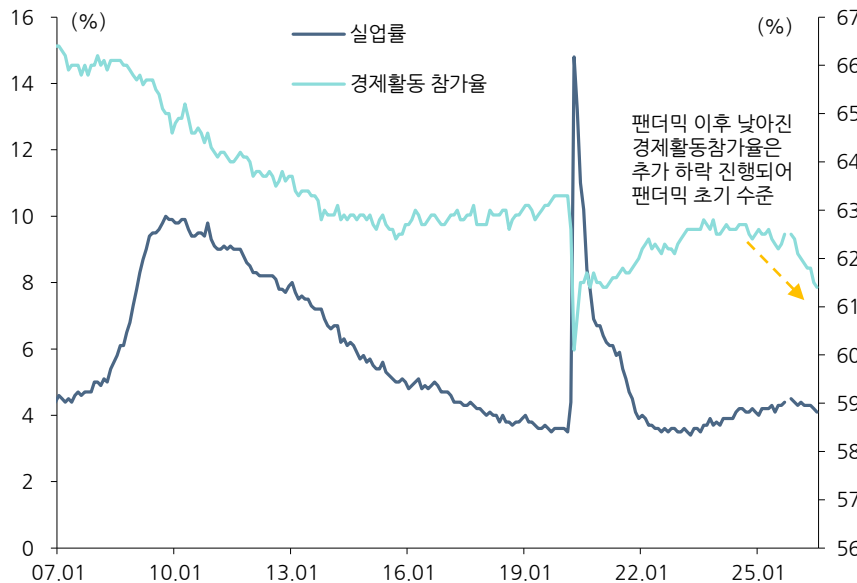
미 고용시장, 진짜는?

01 미 고용시장, 진짜는?

누가 얼마나 일하고 있나

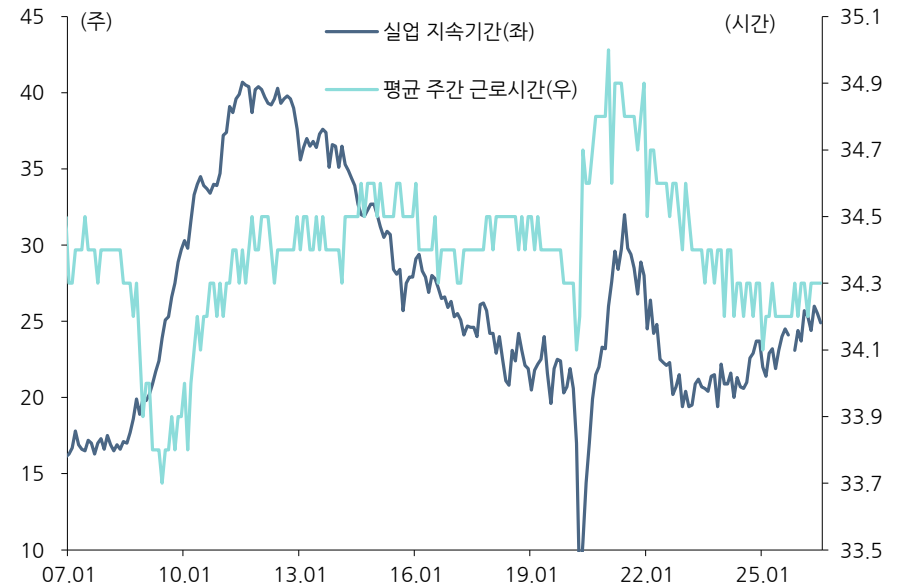
- 팬더믹 직후 여러 충격이 있었지만 가장 큰 충격은 고용시장에의 영향. 이동의 제한에 따라 노동공급자와 노동수요자 모두 행동변화가 발생할 수 밖에 없었던 환경
- 노동수요자는 정책당국의 집합금지 등에 따라 출근을 시키지 못하는 상황이 발생하였으며, 노동공급자는 해당 기간 급격히 증가한 이전소득에 의하여 노동공급에의 필요성 저하
- 경제로 유입된 유동성에 기인하여 노동시장도 정상화가 점진적으로 진행되었으며, 자연실업을 수준까지 실업률이 하락한 모습. 그러나 경제활동참가율은 여전히 팬더믹 이전보다 낮은 상황이므로 노동시장의 구조적 재편이 진행된 것

그림 1. 팬더믹 후 회복 제한 및 추가 하락한 경제활동참가율



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 실업 지속기간은 길어지고 있지만 근로시간 하락



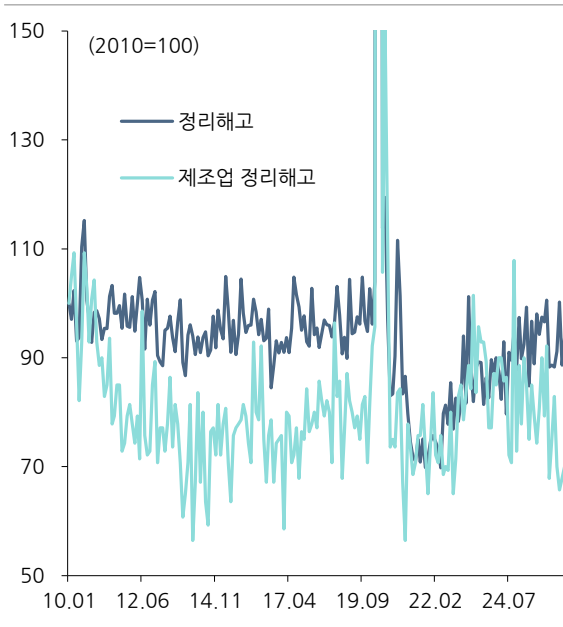
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 고용시장, 진짜는?

고용시장에서 진짜는 자발적 실업

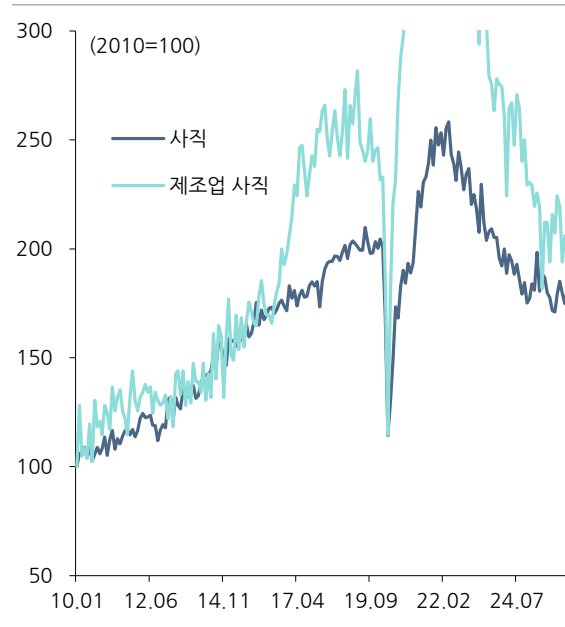
- 실업의 성격은 비자발적 실업과 자발적 실업의 두 가지로 구분. 노동공급자의 상황에 따른 구분으로써 비자발적 실업은 공급자의 의지와 무관하게 실업으로 이행되는 것이며, 자발적 실업은 공급자의 의지로 실업 상태로 전환됨을 의미
- 두 실업 개념의 차이는 경제 상황과도 직결되는데, 자발적 실업이 증가한다는 것은 노동공급자가 더 높은 임금 수준을 수취할 수 있다는 자신감에서 발현되는 특징이 있으므로 자발적 실업 증가는 경기 확장의 선행지표로 작용
- 현재 미국 고용시장에서는 자발적 실업으로 볼 수 있는 quit rate가 상대적으로 layoff rate보다 빠르게 상승하고 있으며, job opening rate가 높아지기 때문에 향후 소비자들의 구매력 확대와 더불어 경기 확장에 대한 기대 상승

그림 3. 해고되는 제조업 근로자 감소



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 자발적 퇴사는 증가 조짐



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 기업체는 사람을 더 많이 구하는 중



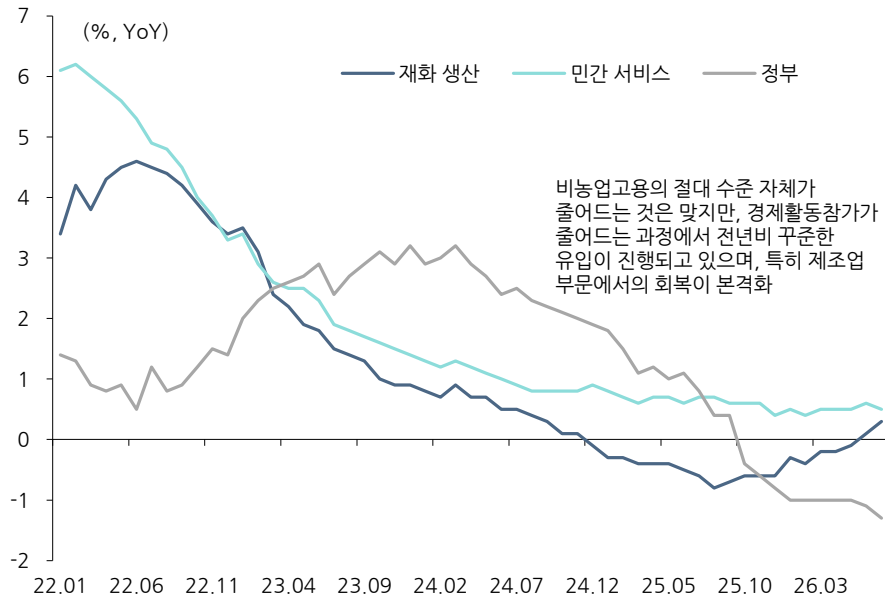
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 고용시장, 진짜는?

단기적으로 중요한 실업수당청구와 비농업고용

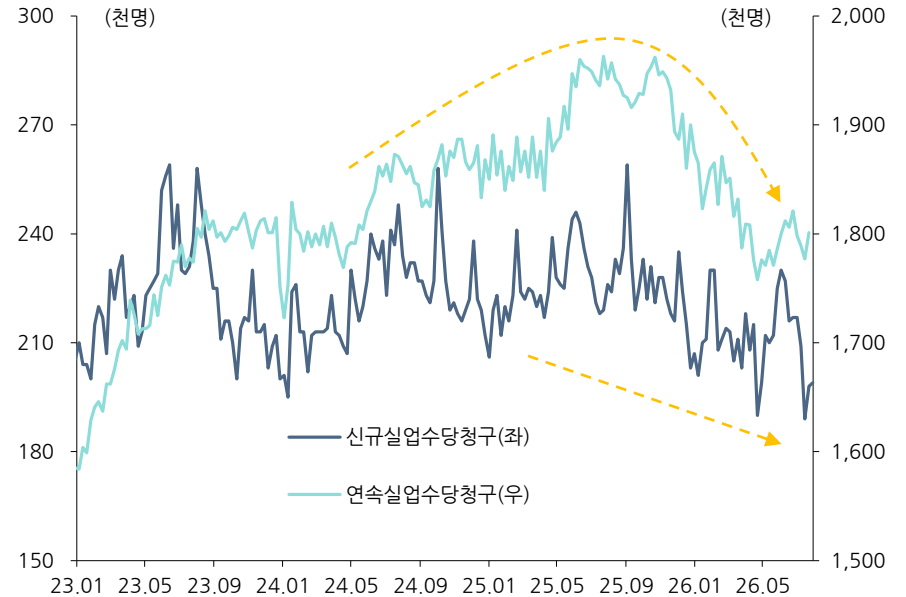
- 고용시장으로의 노동공급 자체가 줄어든 만큼 추가적인 고용창출과 실업으로 인한 노동시장의 강건성 저하를 살펴볼 수 있는 지표는 실업수당청구와 비농업고용증감 지표임
- 연초 이후 변동성 높은 모습들을 보여줬지만 장기 구조적 관점에서 하향안정된 모습을 보이는 동시에 팬더믹 이후 가장 강건한 상황이 이어지는 것은 경제 성장에 따라 노동에 대한 수요 증가를 의미
- 월드컵 특수 등의 상황이 반영되었다고도 평가되고 있지만, 근본적으로 미국 경제의 부가가치 창출 능력이 빠른 속도로 강화된 것으로 해석할 수 있음

그림 6. 비농업고용증감을 전년비로 환산하면 부진이라 하기 어려움



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 실업 상태에 빠져서 수당 청구하는 인원은 지속 감소



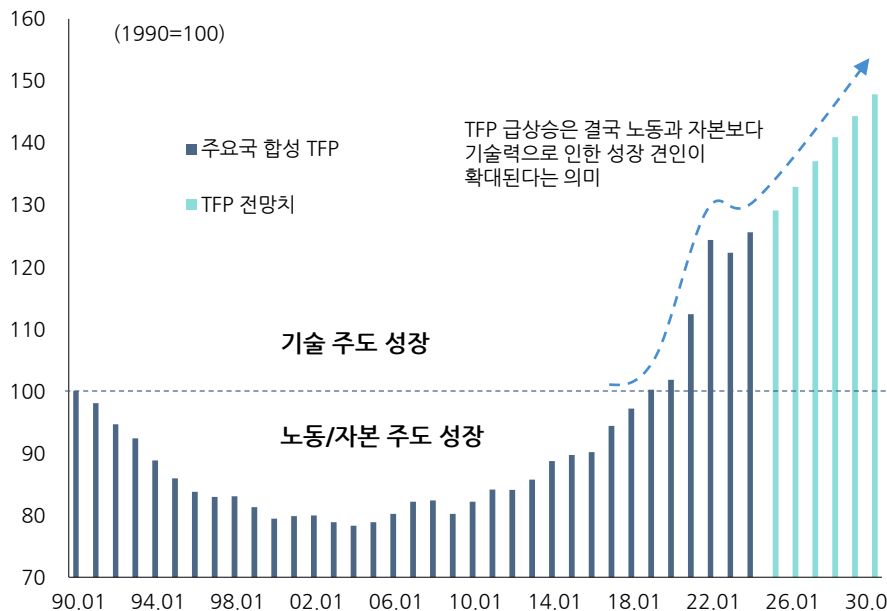
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 고용시장, 진짜는?

노동생산성은 부가가치의 귀착 구조 설명

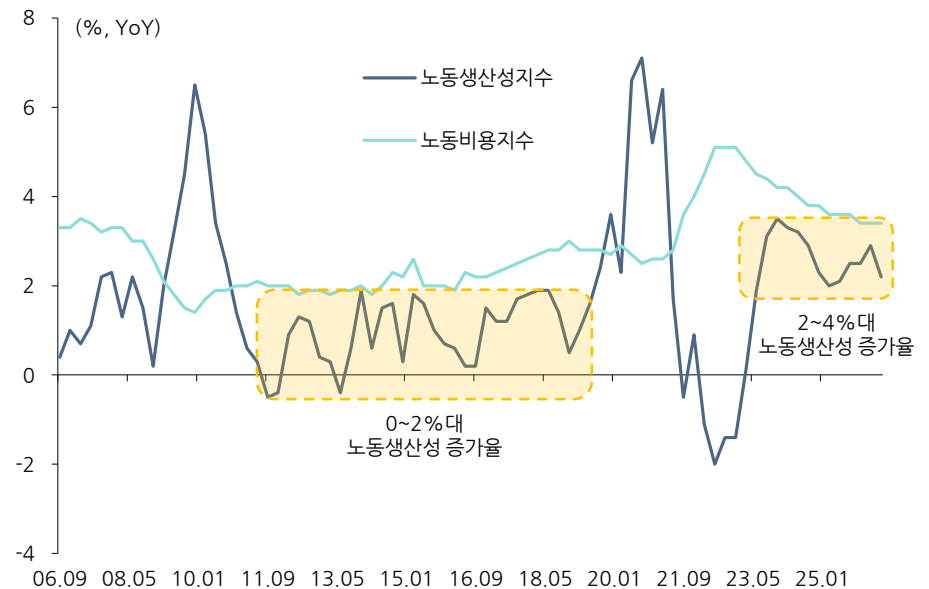
- 경제학원론에서 배우는 생산함수 $Y=f(L,K)$ 는 노동과 자본의 투입에 따라 생산이 이루어진다는 개념. 동 수식을 변형시키면 노동과 자본의 생산기여도를 도출할 수 있으며, 이들 투입변수의 탄력은 각각 노동생산성과 자본생산성이라는 용어로 정의됨. 생산성과 효율성은 동일한 개념으로 해석
- 결국 해당 투입변수의 생산성이 높아진다는 것은 그 변수를 사용함에 있어서 필요한 비용이 높아진다는 의미. 즉 자본생산성이 높아진다면 자본 사용에 대한 비용인 금리가 높아지는 것으로 볼 수 있으며, 노동생산성 증가는 노동에 대한 비용인 임금이 상승한다는 의미. 최근의 노동생산성 증가는 임금의 상승 가능성에 대한 근거 지표로 해석 가능

그림 8. 노동·자본집약적 시기를 거쳐 기술 성장 기여 국면 진입



자료: Solow 성장회계를 활용하여 필자 직접 추정, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 기술진보로 노동생산성은 2010년대에 비해서 높은 수준 달성



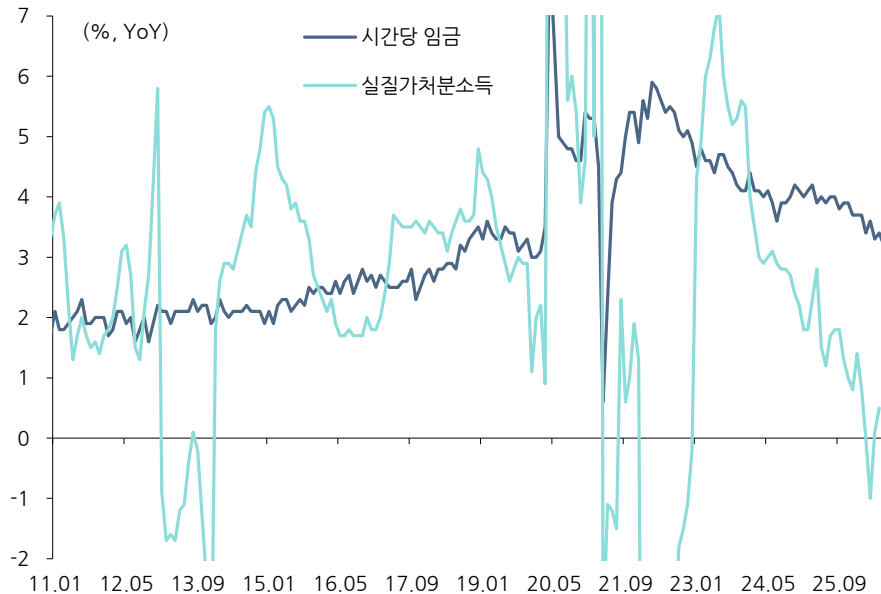
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 고용시장, 진짜는?

결국 귀결되는 것은? 임금상승

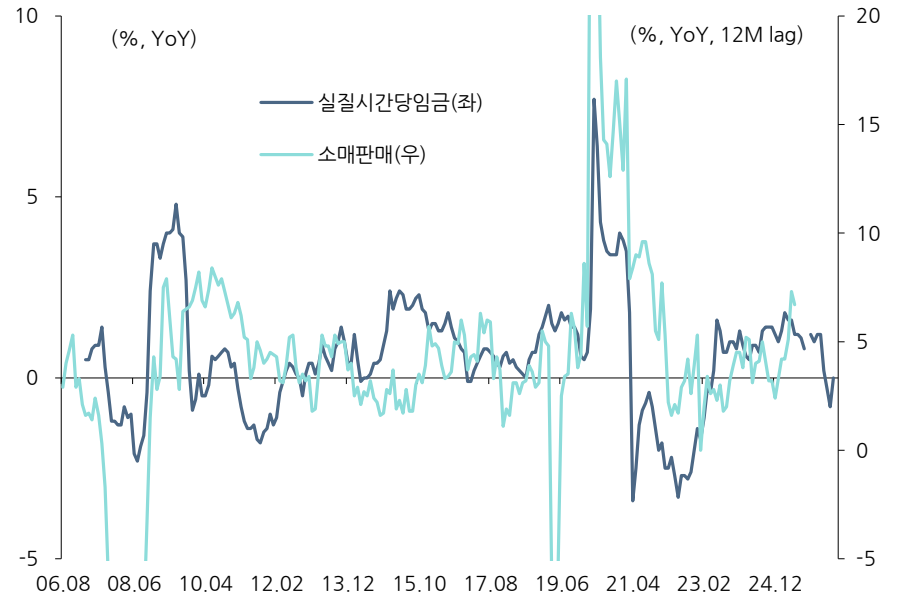
- 본 장에서 언급한 노동시장의 구조적, 마찰적, 이론적 변화는 모두 임금의 상승을 지지하는 요소로 작용
- 실업률은 낮아져 있으나 경황참가율이 낮은 상황은 미래 경기확장기 도래시 유휴 노동인력이 제한되는 상황
- 실업수당청구건수와 비농업고용증감으로 보면 최근 고용시장의 마찰적 실업 증가 역시 크게 둔화
- 노동생산성의 상승에 따라 부가가치를 창출하는 생산요소에 비용을 투입할 수 밖에 없으므로 임금에 대한 조정 가능성
- 임금상승률은 민간 소비의 구매력으로 직결되므로 향후 미국 경제에 대한 방향성에 대하여 긍정적으로 볼 수 밖에 없음

그림 10. 가처분소득 반등 조짐 및 노동시장 구조변화로 임금상승 기로



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 실질임금은 약 1년여의 시차를 두고 소비를 설명



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

PART 02

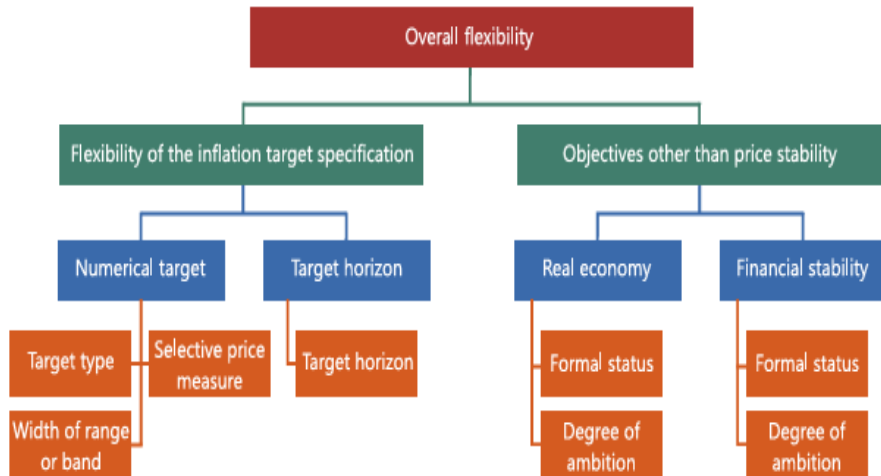
이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

통화정책과 관련된 재미난 연구 소개

- 지난 2025년 BIS에서 연구된 “Moving targets? Inflation targeting frameworks, 1990–2025”에서는 글로벌 주요국의 물가목표제와 관련된 정책보고서를 종합 분석하여 실질적인 정책의 목표 변화에 대하여 분석하였음
- 주요 내용은 다음과 같음. 1990년 이후 26개 중앙은행의 물가안정목표제 변경 이력을 담은 새 데이터베이스를 구축해, 목표 수치의 설정 방식과 고용·산출, 금융안정 등 다른 목표의 비중 변화 추적
- 목표 수치 자체는 range에서 point 목표로 더 엄격해진 반면, 달성 기한을 길게 잡거나 느슨하게 두고 고용·산출 목표의 비중을 키우는 방식으로 유연성이 확대. 이는 신흥국보다 선진국에서 더 명확한 모습

그림 12. 물가목표제의 유연성 분해



자료: BIS Quarterly Review(2025), 상상인증권 리서치센터

그림 13. 물가목표 유연성의 scoring system

(1) Dimension	(2) Sub-dimension	(3) Feature	(4) Scoring
A. Flexibility of the inflation target specification	A1. Numerical target	A1.1 How flexible is the type of target?	0 = point target 0.5 = point target with tolerance interval (or range with midpoint) 1 = range
		A1.2 How wide is the target range or interval?	0 = 1 percentage point 0.5 = 2 percentage points 1 = more than 2 percentage points
		A1.3 How selective is the price index?	0 = CPI inflation target (or equivalent) 1 = core inflation target (or target with "escape clauses")
	A2. Target horizon	A2.1 How flexible is the target horizon?	0 = numerical horizon 1 = qualitative (eg "over the medium term")
			0 = not an objective or consideration
			0.33 = only a consideration
B. Objectives other than price stability	B1. Real economy	B1.1 What is the status of the objective?	0.66 = secondary objective 1 = primary objective
			0 = vague
		B1.2 What is the degree of ambition?	0.4 = dampen volatility 0.8 = high/maximum level
			1 = shortfall from maximum level
	B2. Financial stability	B2.1 What is the status of the objective?	0 = not an objective or consideration 0.33 = only a consideration 0.66 = secondary objective 1 = primary objective
			0 = vague
		B2.2 What is the degree of ambition?	0.5 = qualified leaning against the wind (LAW) 1 = unqualified LAW

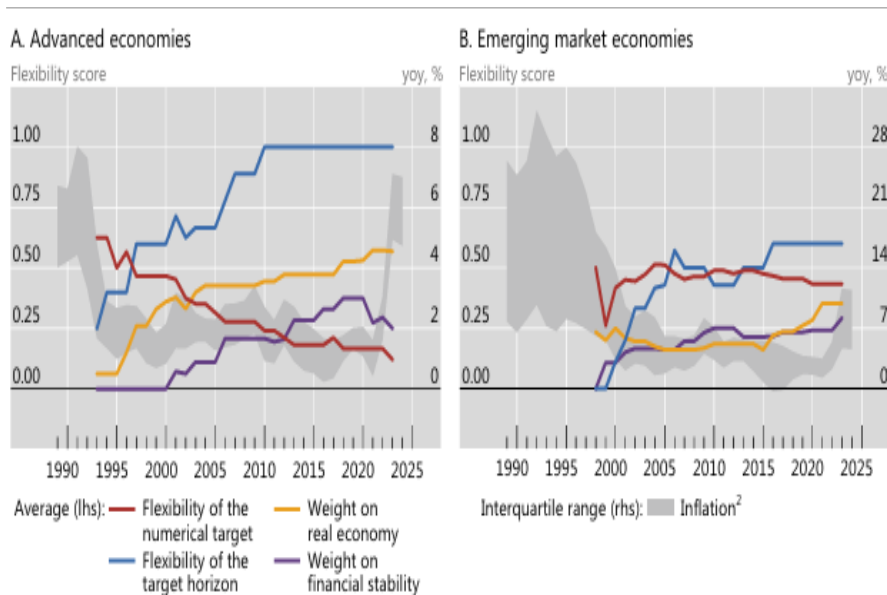
자료: BIS Quarterly Review(2025), 상상인증권 리서치센터

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

물가목표제는 한번도 고정된 적이 없다

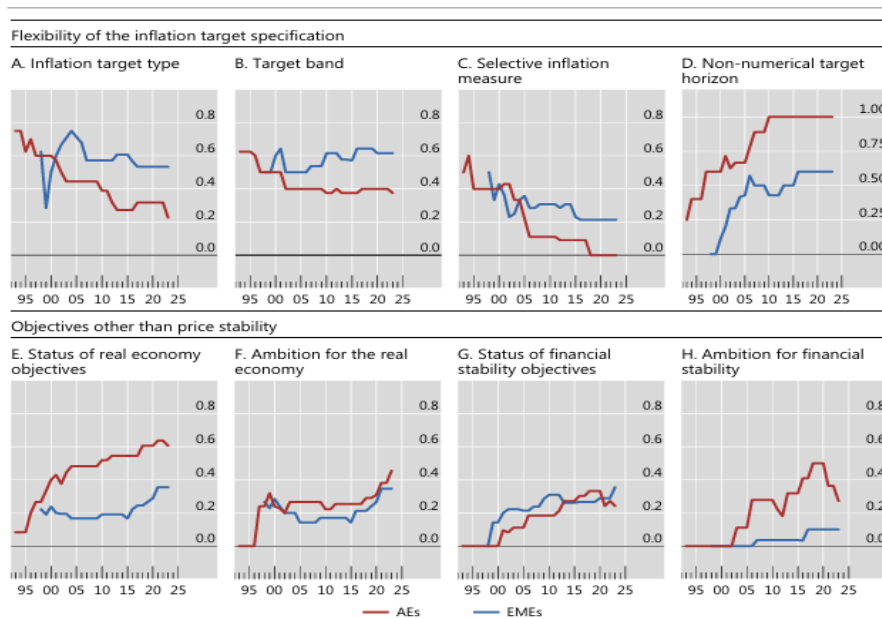
- 구체적인 내용으로써 26개 중앙은행의 공식 문서를 코딩한 결과, 중앙은행의 물가목표에 대해서 숫자 목표는 더 엄격해진 반면 달성 시계는 길고 모호해졌으며 고용·산출의 가중치는 높아짐. 즉, 수치는 2% 물가목표이지만, 다른 여건에 대한 고려가 추가적으로 더욱 많이 반영되고 있다는 것. 이는 물가목표 수치 자체의 신뢰성이 낮음을 의미
- 엄격한 숫자와 긴 시계의 조합은 기대를 고정하면서 동시에 목표를 달성 가능하게 만드는 방식으로 해석. 신뢰가 쌓일수록 다른 목표를 추구할 여지가 커지는 구조임.
- 특히 2%라는 수치는 엄격하게 지키려는 의지가 높지만, 실물경제에 대한 가중치가 지속적으로 상승하는 모습이며, 목표 달성 시계에 대한 장기화를 감안한다면 꼭 2%의 달성에 대한 강박을 가질 필요가 없음을 설명할 수 있음

그림 14. 시간의 흐름에 따른 inflation target flexibility



자료: BIS Quarterly Review(2025), 상상인증권 리서치센터

그림 15. Inflation targeting framework의 유연성



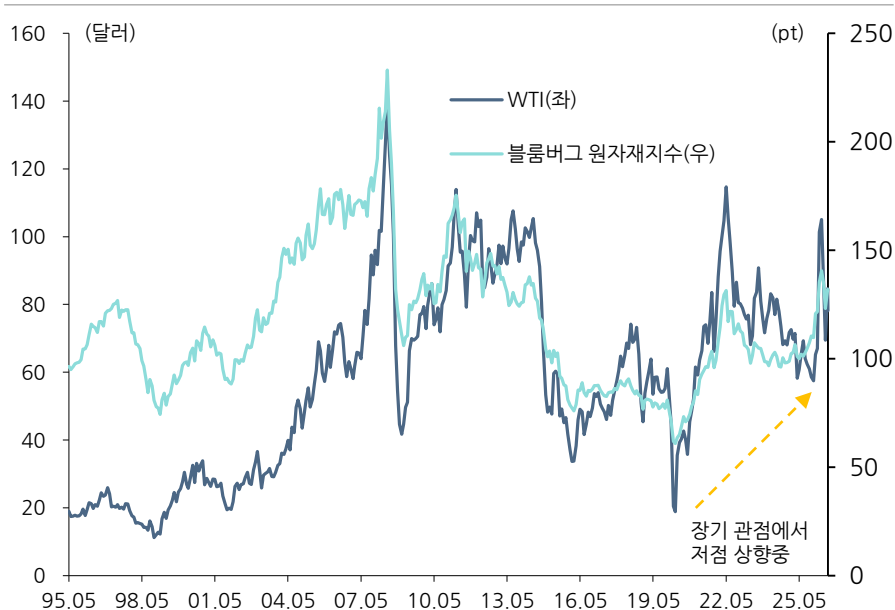
자료: BIS Quarterly Review(2025), 상상인증권 리서치센터

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

PCE와 CPI, 결국 가격은 시장의 수급

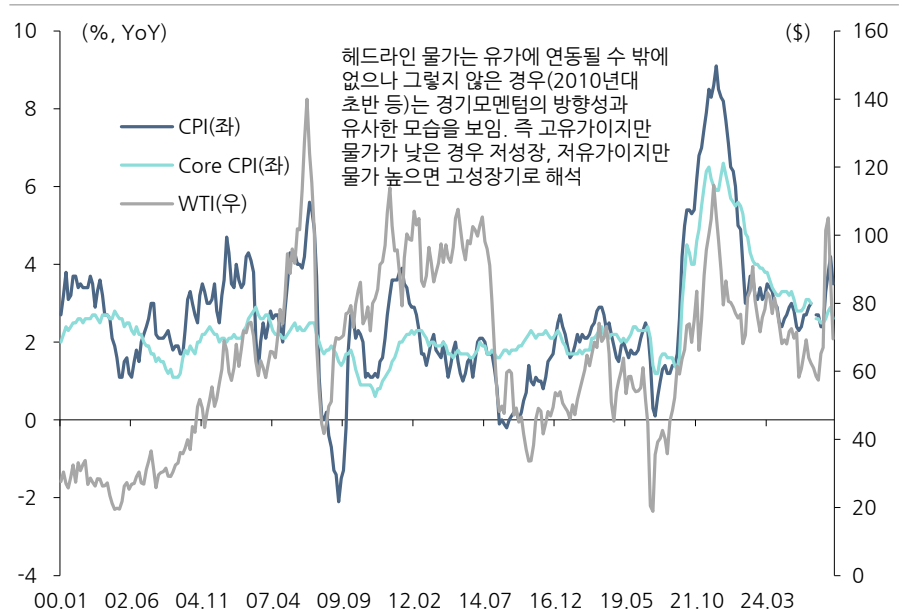
- 우리가 실제로 확인하는 지표는 CPI와 PCE인데, 동 지표의 움직임은 상대적으로 안정성보다는 외생적인 shock에 의해서 변동성이 확대되는 모습이 더욱 크게 반영
- 가장 직관적으로 전쟁이라는 이벤트의 발생은 유가의 급등을 야기하였으며, 전쟁의 확산 등의 환경에 비하여 물가상승률의 움직임이 더욱 실제 물가에 반영되는 모습을 보임
- 사실 공급측의 움직임보다 실질적인 측면에서 물가를 받아들일 수 있는 수요자의 지불용의에 따라 실제 물가가 형성될 가능성을 배제할 수 없는 상황이 연출되는 것으로 해석

그림 16. 지난 30여년간 유가와 원자재가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 17. 헤드라인물가, 코어물가, 유가의 관계



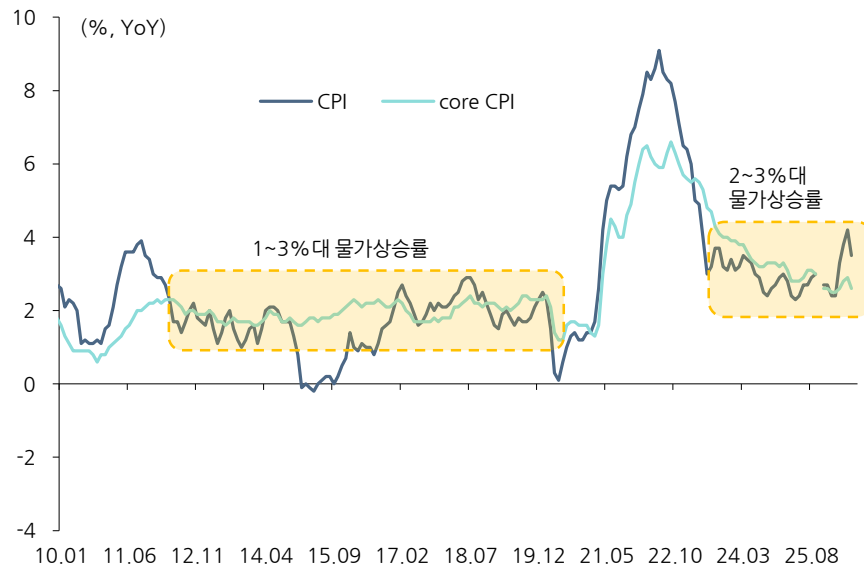
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

물가목표의 변화

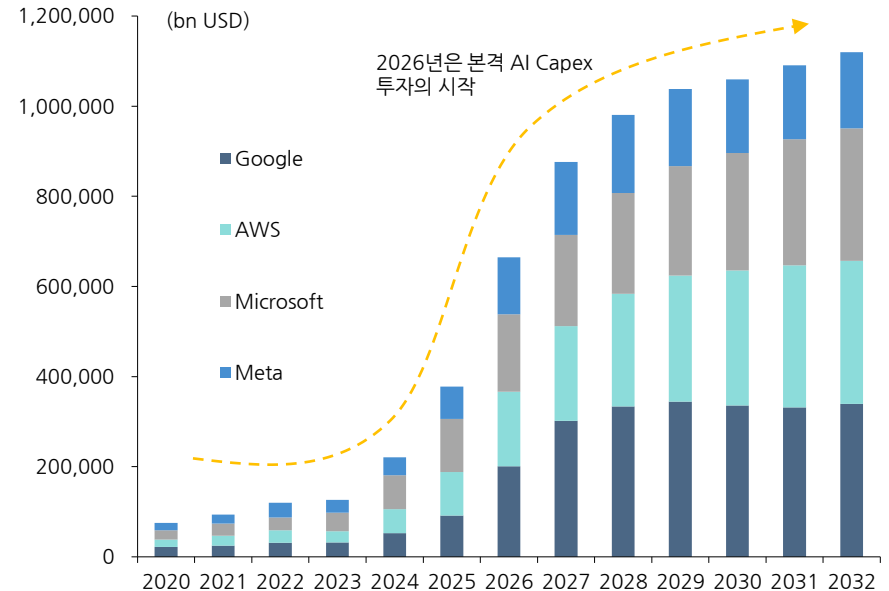
- 실제로 인플레이션의 레짐은 팬데믹을 계기로 크게 이동한 모습. 실제 인플레이션은 최근 2년여 동안 2.5~3.0%에 고착되어 있고, 기대인플레이션은 3% 부근에서 고정되어 있는 것으로 확인
- 팬데믹 기간동안 유동성 급증으로 인한 물가수준의 영구 이탈, 전쟁과 같은 공급 부문에서의 충격이 자주 발생하는 동시에 이에 대한 충격의 물가 전가가 강화된 모습, 투자·생산성 급증이 이끈 중립금리 상승은 서로 독립적이면서도 상호 보완적인 물가 레벨의 변화 근거
- 도달 불가능한 목표의 상시 미달은 그 자체로 신뢰를 잠식하고, 목표 복귀를 위한 만성적 긴축 편향은 AI 투자 사이클에 불필요한 실물 비용을 부과할 수 있음. 결국 기대 관리의 정확도를 높이는 것이 관건

그림 18. 2010년대의 물가 평균 대비 레벨업 된 물가상승률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 19. 2026년 현재 AI 투자 사이클로 성장 가속 중



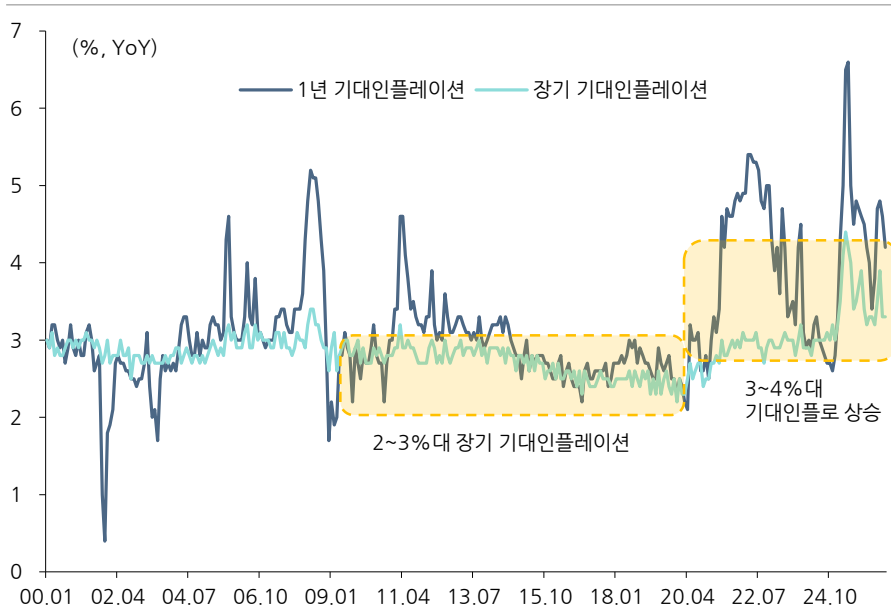
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

기대인플레이션, 쉽게 볼 수 없는 지표

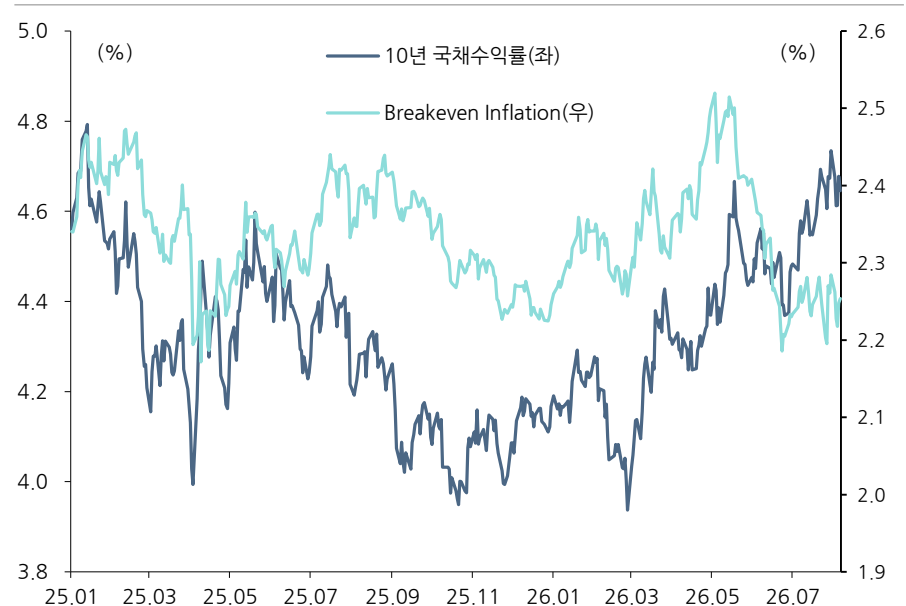
- 기대인플레이션은 경제학 이론에서 쉽게 볼 수 있는 개념이지만 관측하는 단계에서는 한계가 존재. 미시간대에서 조사하는 기대인플레이션이 주로 활용되는 모습
- 기대인플레이션이 실제로 통용되지 않더라도 동 지표의 흐름은 향후 민간의 물가 상승에 대한 기대를 확인할 수 있다는 측면에서 중요하게 바라봐야 할 중요한 경제지표임
- 동 지표는 앞서 언급한 것 처럼 구조적인 변화를 맞이하고 있는 상황인 것으로 볼 수 있음. 3%대의 기대인플레이션 고착화는 예전 경제상황을 경험한 경제주체와는 다른 기대를 하고 있는 것으로 확인할 수 있음

그림 20. 기대인플레이션은 단기는 이벤트 드리븐, 장기적 상승 기초



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 21. 상승중인 금리이지만 BEI 진정은 성장기여 반영



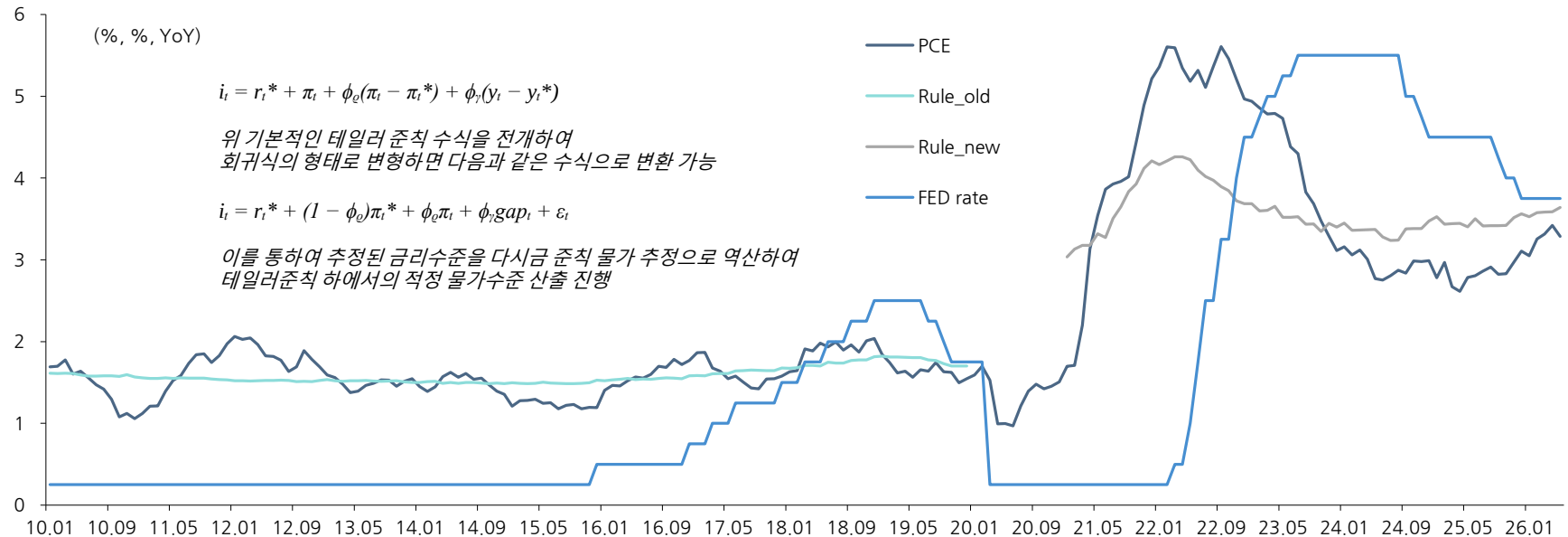
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

02 이제는 바꿔야 할 물가목표 2%

그럼에도 불구하고 테일러 준칙은?

- 테일러준칙은 정책금리가 물가와 경기 여건에 일정한 규칙으로 반응해 정해진다는 관계식으로써, 이를 통해 금리 수준에 통상 어울리는 물가, 즉 준칙물가를 도출할 수 있음. 본 분석은 팬더믹 전후 금리·물가 관계를 각각 추정해, 같은 금리가 두 시기에 서로 다른 물가를 가리키는지 확인하였음.
- 팬더믹 이전 준칙물가는 1.5% 내외에서 형성되면서 연준의 물가목표인 2% 수준에서 크게 벗어나지 않았으나 팬더믹 이후 새로운 물가와 금리 관계에 기반한 준칙물가는 3% 중반에서 형성.
- 결국 문서상 목표는 2%에 남아 있으나 정책 행동으로 보는 목표 물가는 이미 3%대로 이동했을 가능성. BIS의 연구와 연결지으면 물가목표제의 문서는 행동 변화를 뒤늦게 인정하는 형태로 개정되는 것을 감안할 필요.

그림 22. 통화정책 상 적정 물가와 금리수준을 산출하는 테일러 준칙 상 적정물가 역시 3%대 이상으로 높아진 것으로 추정



자료: 테일러준칙을 기반으로 회귀식 변환하여 필자 직접 추정, 상상인증권 리서치센터

PART 03

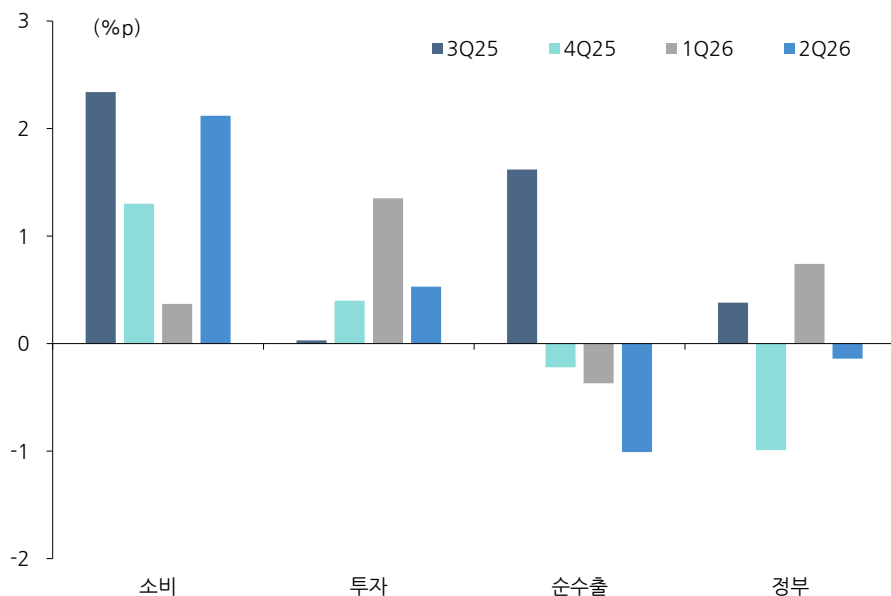
단기지표로 보는 새로운 이야기

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

성장 축의 단기적 전환

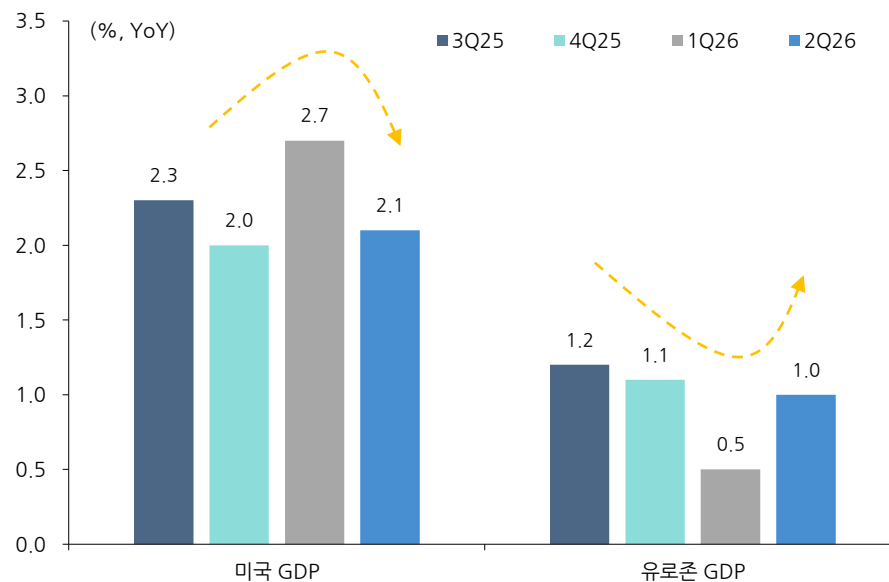
- 최근 2~3년간 글로벌 경제에서 성장세가 가장 좋았던 국가는 미국이었음. AI 등 신기술 도입에 따른 성장기조가 가파르게 형성되었으며, 구매력이 축적되면서 발생한 소비 증가가 성장에 기여
- 그러나 미국 2분기 GDP 성장률은 전분기비 연율기준 1.5%를 기록하면서 시장 전망치인 2.0%를 하회하는 모습. 지난 분기 부진하였던 소비의 성장기여도가 반등에 성공하면서 성장률을 크게 끌어올린 모습이었지만, 순수출과 재고 감소에 기인한 둔화가 발생한 것으로 확인
- 반면 유로존 2분기 성장률은 전분기비 +0.4%의 성장을 보여주면서 시장 전망치인 0.2%를 상회한 모습. 결국 시장에서의 기대감은 미국의 긍정적 경기확장이 주춤한 동시에 유로존의 예상보다 강건한 모습에 의미

그림 23. 미국의 최근 1년간 지출 측면에서의 성장기여도 변화 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 24. 미국 성장률의 둔화와 유로존 성장률의 반등



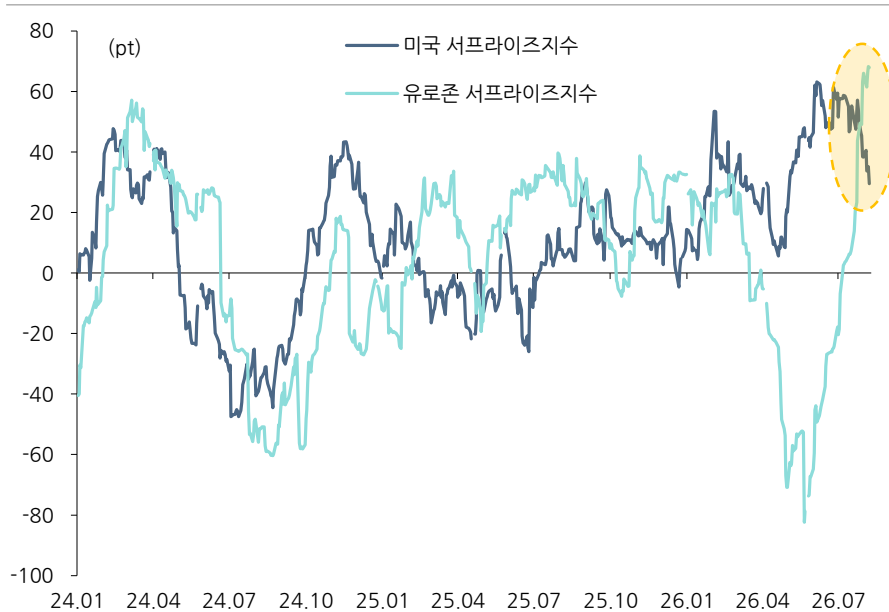
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

서프라이즈지수, 시장 기대에 대한 신뢰

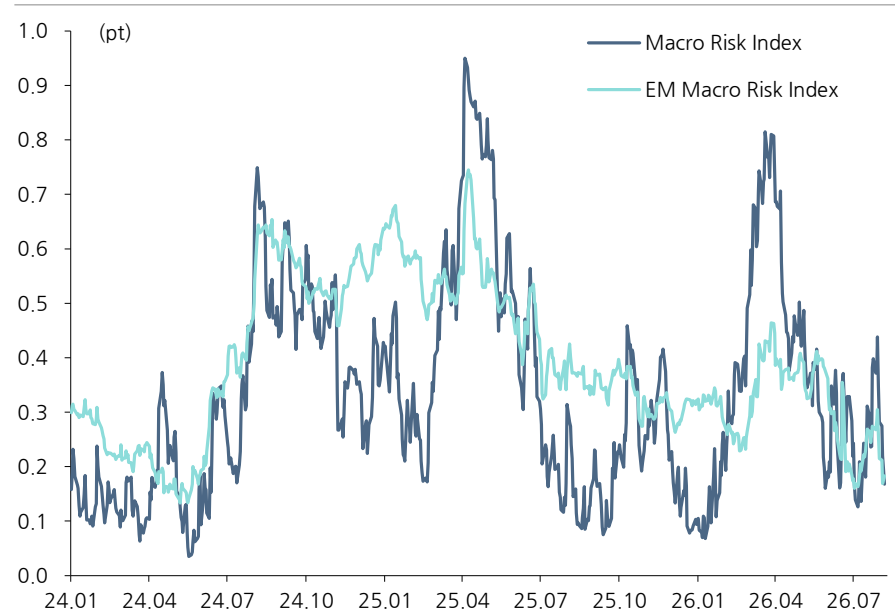
- 미국과 비미국의 격차가 조금씩 발생하고 있는 상황은 단기 경기변동 관점에서 미국보다는 다른 국가로의 경제성장 궤적에서의 비중 확대.
- 특히 유로존의 서프라이즈지수가 미국을 앞서기 시작한 것은 유로존에 대한 기대감이 극도로 낮았음을 의미하며, 이는 최근 전쟁 이벤트로 인한 유가 상승이 직접적으로 유로존 경제에 영향을 미칠 것이라는 우려에 기인
- 지정학적 이슈가 거의 소멸된 현재 기준 매크로 리스크 인덱스의 진정 등을 감안한다면 낮아진 시장에 대한 기대 대비 경제성장률 자체는 호조를 보이면서 서프라이즈 확대 가능성

그림 25. 유로존과 미국의 서프라이즈지수 역전



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 26. 관세, 전쟁 등의 이벤트에 민감하지만 최근 진정된 MRI



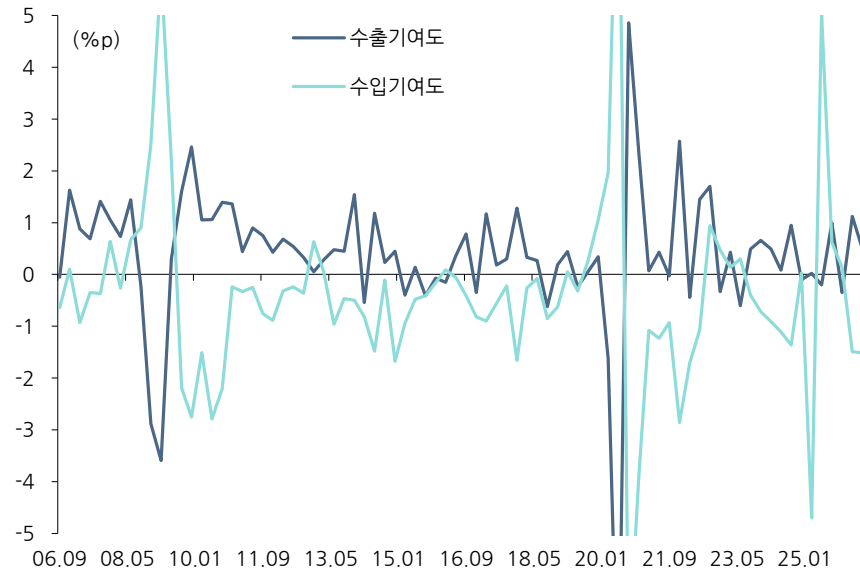
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

순수출의 기여 감소 지속될까

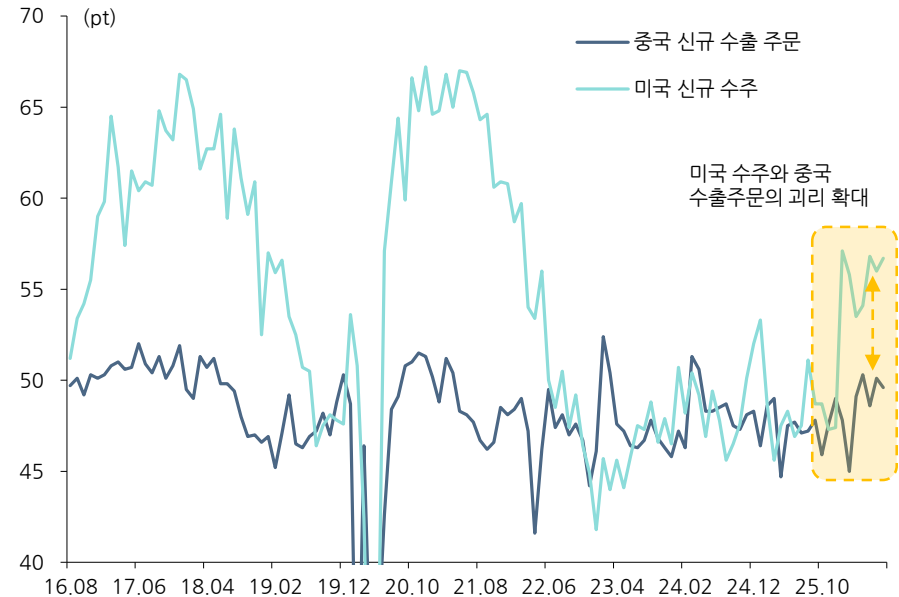
- 성장률 예측에 있어서 가장 부담되는 항목은 순수출 부문임. 미국의 수출기여도는 지난 20년간 큰 변동성이 존재하지 않았으나 수입기여도는 시점별 큰 차이가 존재. 이는 결국 미국의 성장률은 수입기여도에 따라 변화방향이 결정
- 최근 미국 수입기여도가 (-) 영역으로 빠르게 이행한 것은 결국 급증한 수요의 충당이 필요한 것으로 볼 수 있으며, 특히 기술의 발달에 따른 첨단기기 수입수요가 증가한 것으로 해석
- 이러한 과정 하에서 중국에서 조달하는 수입 비중은 낮아진 상황. ISM 지수에서 신규 수주는 증가하고 있는데, 중국 수출주문지수는 소폭 상승하고 있지만 큰 변동이 없는 것은 최근 첨단기기 수입수요는 중국에 의존하지 않고 있다는 의미

그림 27. 미국 GDP는 수출은 안정되어 수입이 기여도 결정



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 28. 중국 수출주문 횡보에도 미 수주 증가는 중국 의존도 하락 의미



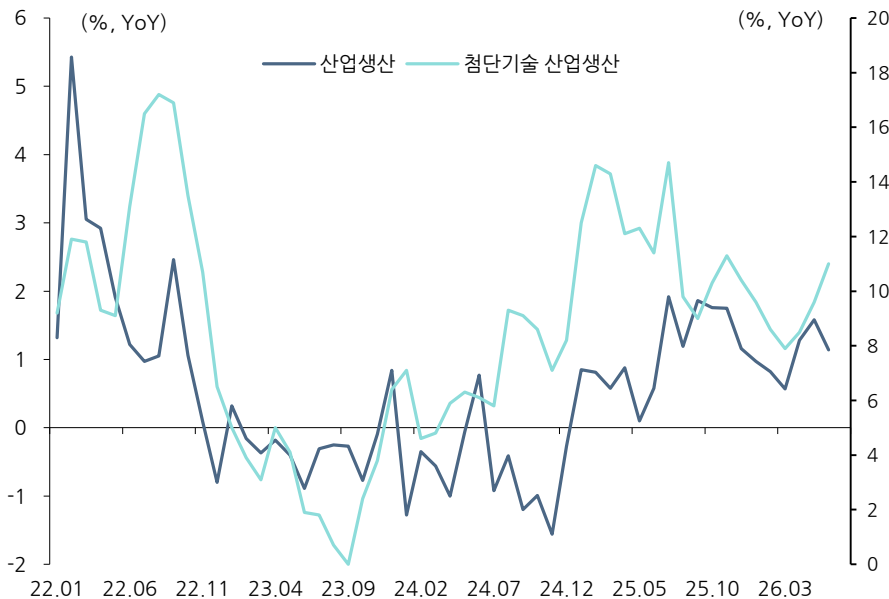
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

여전히 강한 생산경기이나 가동 병목 존재

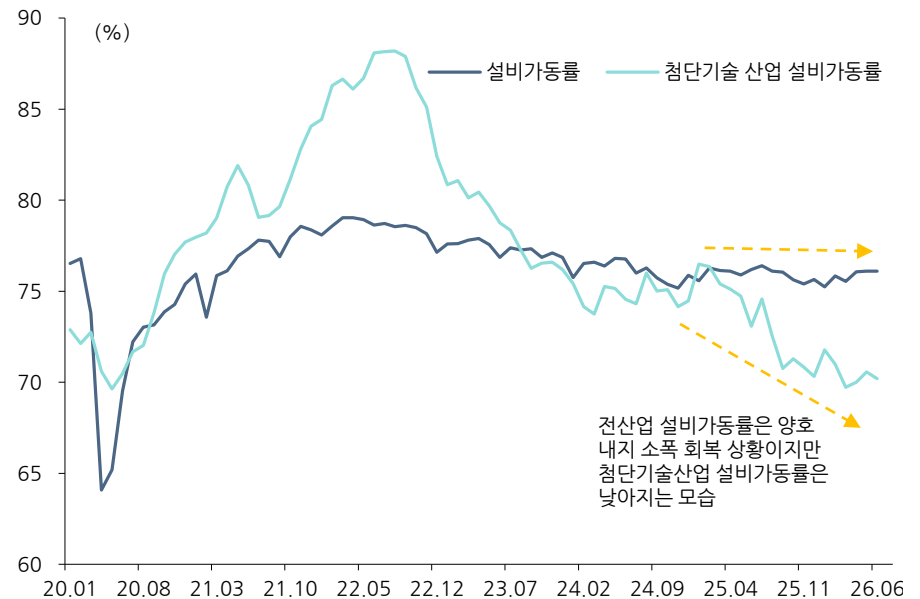
- 전산업 기준 설비가동률은 전반적으로 정체되어 있으나 첨단산업의 설비가동률은 지난해 상반기 이후 지속적으로 낮아지는 모습이 확인됨
- 여러 가지의 해석이 가능하지만 결국 시와 관련된 반도체 투입 병목으로 인해 완성 설비의 가동이 막힌 상황으로 해석할 수 있음. 즉 반도체 공급이 필요한 상황이라는 것이 증명
- 실제 실적인 산업생산 측면에서 반도체 현재 생산이 긍정적 모멘텀이 지속되고 있지만 첨단기술 산업생산의 확장 규모 대비 설비의 가동이 원활하지 않다는 것을 미루어 짐작할 수 있음

그림 29. 산업생산은 최근 회복세이며 특히 첨단기술생산 증가율 호조



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 30. 일정한 전산업 설비가동률 하 첨단기술 가동률은 낮아지는 중



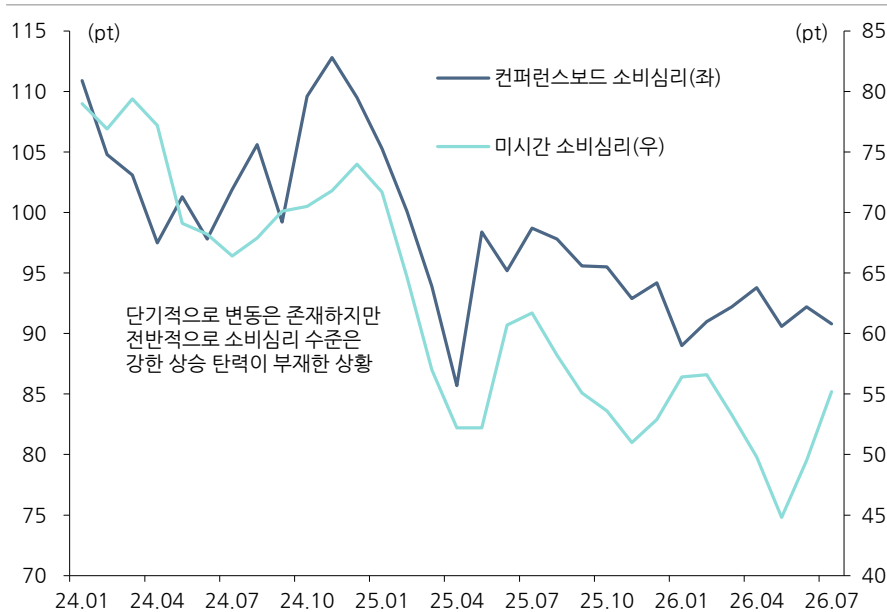
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

어색한 소비경기

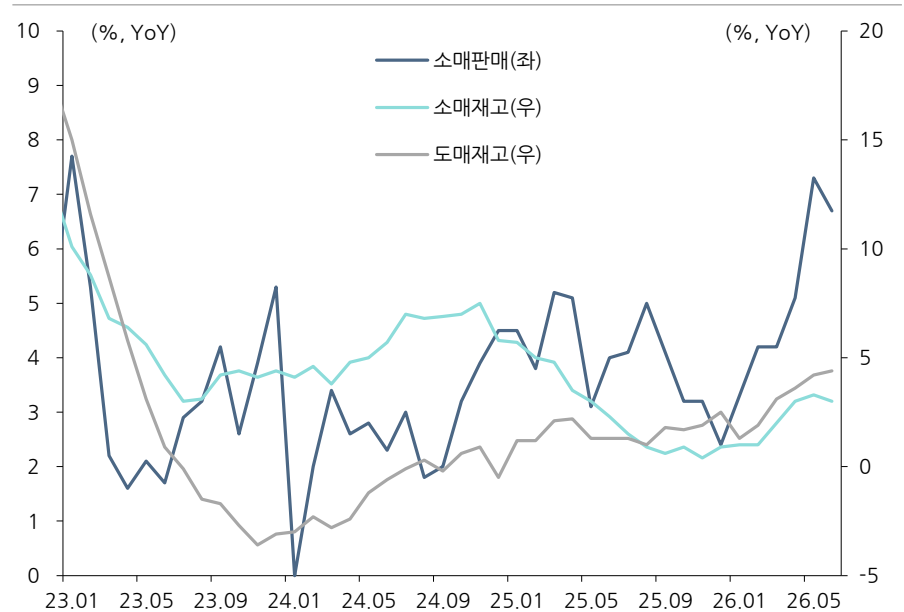
- 소비자에 대한 심리를 확인할 수 있는 소비자심리지수는 지난 2년여 간 지속적으로 하락 궤적을 보였음. 의아한 부분은 실제 성장에 기여하는 부분이 다른 지출분야 대비 서프라이즈를 크게 보였음에도 심리가 부진한 것
- 특히 최근 컨퍼런스보드 소비자심리지수는 시장 전망치를 하회하였으나 미시간대 소비심리지수는 시장 전망을 상회하는 모습을 기록하는 등 엇갈리는 심리가 시장에 발현되고 있음
- 실제 소매판매 지표로 볼 때 소비경기가 나쁘지 않은 상황임을 보여주고 있음에도 심리지표가 부진한 모습을 보이는 것은 물가에 대한 부담이 높은 수준인 것으로 해석됨. 또한 재고에 대한 부담 역시 최근 부각

그림 31. 소비자들의 심리는 지속적으로 하락하는 모습



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 32. 소매판매는 호조를 보이며 심리와 반대이지만 재고 누적 부담



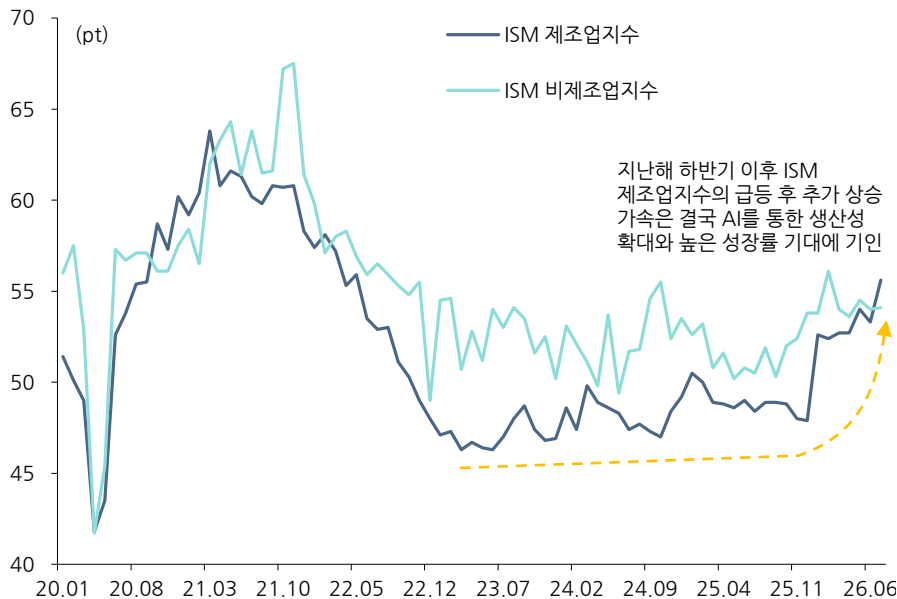
자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

03 단기지표로 보는 새로운 이야기

결국 통화정책이 관심이라면

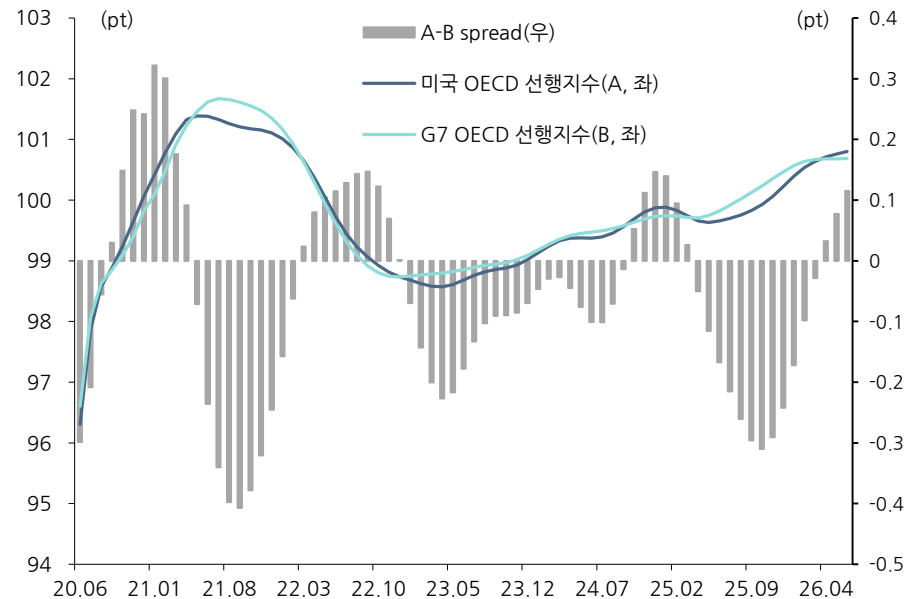
- 미국 서비스업 PMI는 지난달에 이어서 추가 상승을 보여주고 있으며, 제조업 PMI 역시 전월비 상승한 모습. 따라서 생산자 입장에서 수요를 바라보는 시각은 금융시장에서의 발작적 상황과는 반대로 안정적 경기확장 기대가 이어짐. 또한 OECD 선행지수에서도 G7국가 대비 미국의 상승세 확대는 견조한 성장률 달성 기대 확대를 의미
- 결과적으로 목표 물가수준이 2%가 아닌 3% 수준이라면 현 물가수준은 적정 수준이며, 경기호황을 반영하여 굳이 성장을 가속화시키기보다는 과열 우려를 진정시키는 수준에서의 통화정책 스탠스 결정 가능성. 적정 물가 하에서 이미 확인되고 있는 생산성 주도의 성장 궤적을 감안한다면 현재 수준이 균형 경제상황을 반영하는 것으로 인식할 수 있으며, 이는 통화정책의 급격한 전환 가능성을 제한하는 요소

그림 33. 결국 제조업 경기로 성장 궤적 확인



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 34. G7 대비 미국 경기 기대 확장은 성장궤적의 우위 증명



자료: OECD, 상생인증권 리서치센터

PART 04

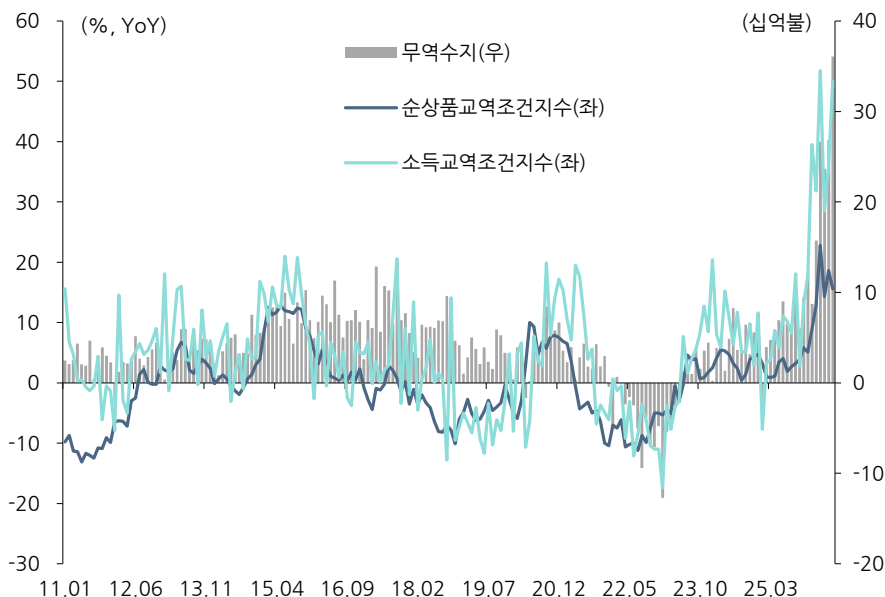
생소한 느낌, 한국 경제 해석

04 생소한 느낌, 한국 경제 해석

대외경기, 언제나 중요한 요소

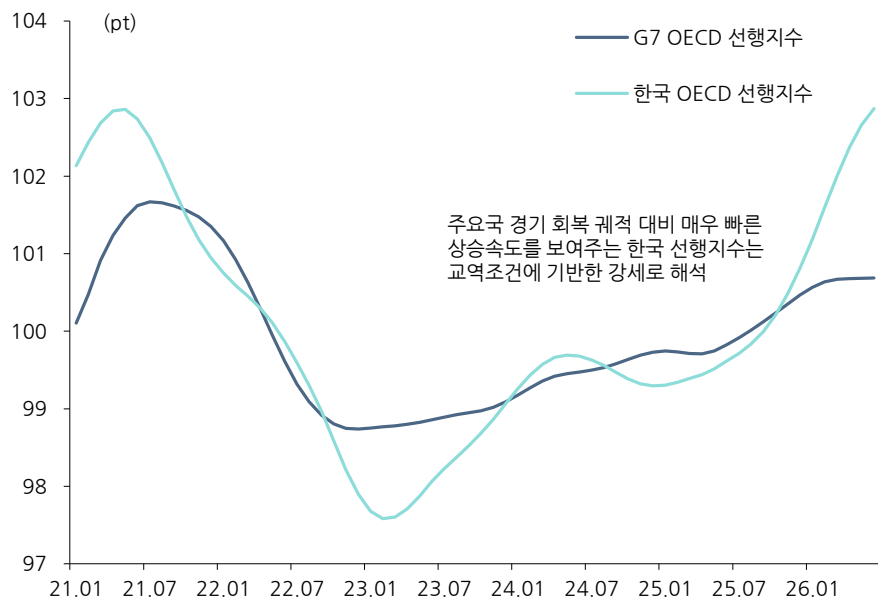
- 한국 경제는 언제나 그렇듯이 수출이 가장 중요한 경제변수로 역할을 함. 특히 한국 증시를 설명함에 있어서 수출증가율과 KOSPI 지수 상승률은 그 궤적이 유사한 만큼 수출로 인하여 발생하는 이익이 증시에 반영
- 수출증가율은 글로벌금융위기, 팬더믹 등 특수한 경우를 제외하면 대부분 전년대비 (+) 증가율을 유지함. 다만 증가율의 변화가 경기모멘텀을 확인시켜 주는 것으로 해석할 수 있음
- 최근 1년여 간 급증하였던 수출증가율은 반도체 수출에 기인한 변화인 것으로 확인되며, 향후 헤드라인 수출의 향방 역시 주요 반도체 수요 국가의 경기와 기술 발전에 연동되어 발생. 기술발전 속도는 여전히 추가 모멘텀을 받을 수 있으므로 긍정적 평가 가능

그림 35. 교역조건 개선으로 대외교역에서의 마진 상승속도 빨라짐



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 36. 한국 OECD 선행지수에서 가장 중요한 구성요소는 교역조건

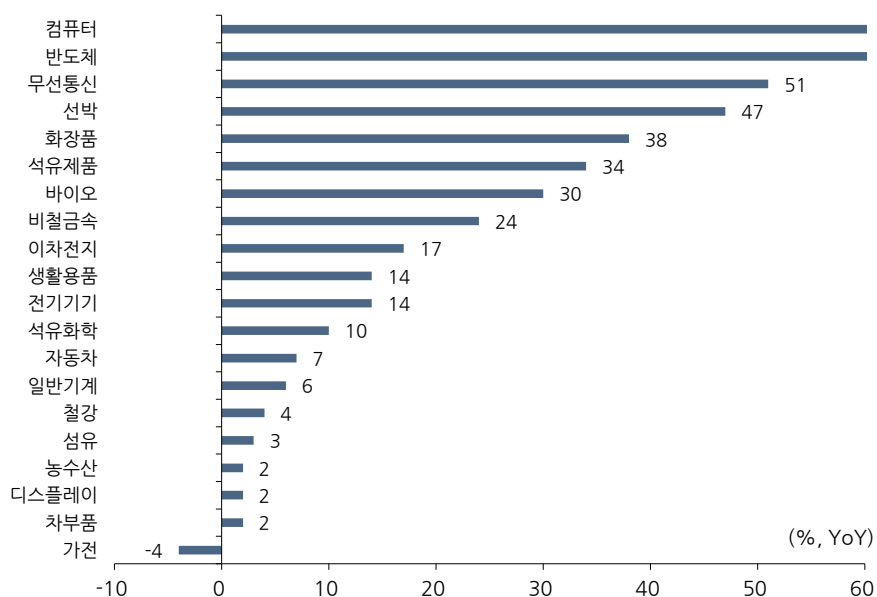


자료: OECD, 상상인증권 리서치센터

그렇다고 “반도체만” 좋은 것은 아니다

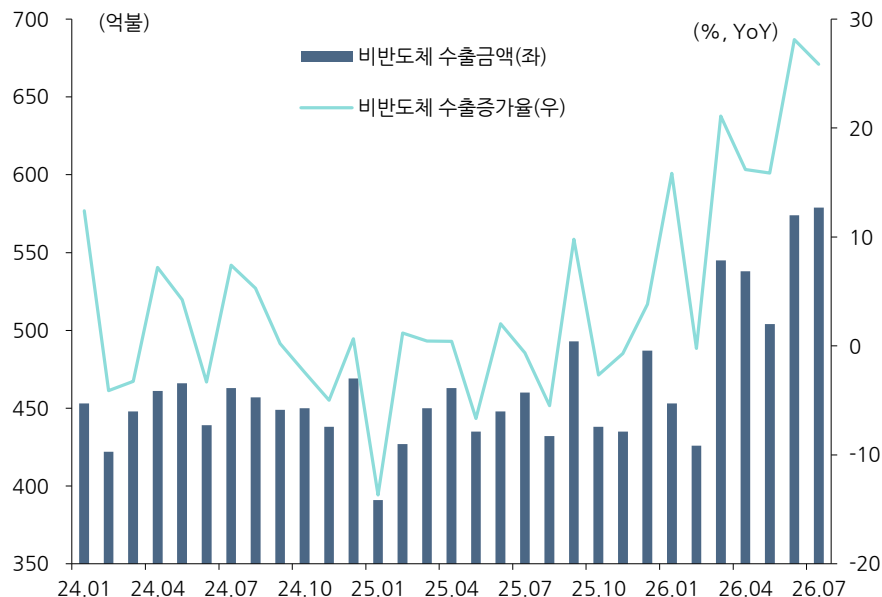
- 반도체의 수출비중이 한국 수출의 다수를 차지하는 만큼 헤드라인 수출지표에 미치는 영향력은 높은 수준이지만, 비반도체 수출 증가폭 역시 현재 시점에서 부정적으로 보기는 어려움
- 대표적으로 컴퓨터, 화장품, 비철금속, 바이오, 석유제품 등은 지난 7월 수출 실적에서 전년대비 30% 이상을 기록하는 수치를 보여주면서 마찬가지로 금액 기준 고점을 지속적 갱신하는 중
- 수출경기가 반도체 위주로 형성되면서 숨겨진 부분이 많지만, 물가의 지속적 상승에 기반한 원자재가 상승은 석유제품, 비철금속 등의 수출금액을 증가시킬 수 있고, 전반적인 글로벌경기의 호조는 화장품 등의 품목에서도 수출 증가 기대

그림 37. 7월 기준 한국의 주요 수출품목 전년대비 증가율



자료: 관세청, 상생인증권 리서치센터

그림 38. 반도체를 제외해도 수출증가율은 호조를 보이는 중



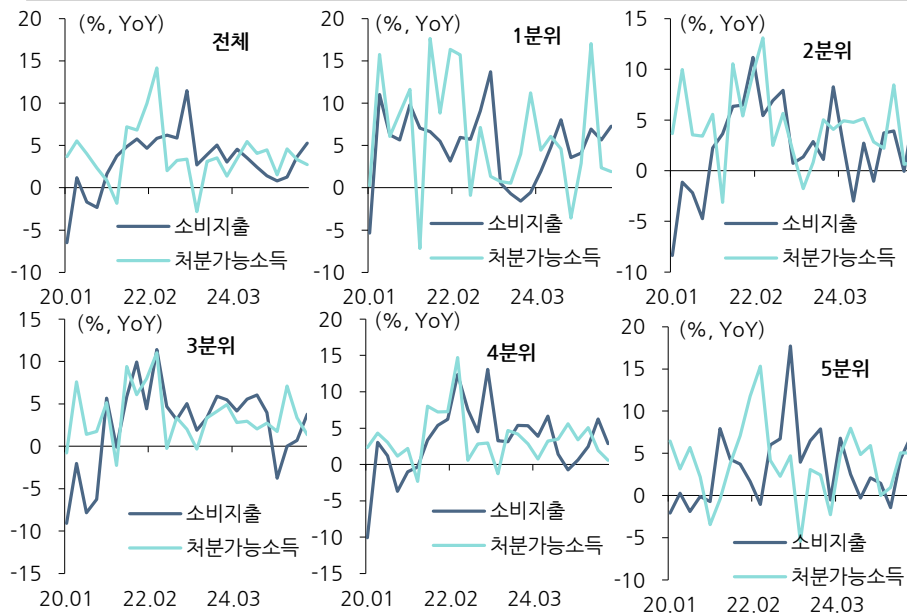
자료: 관세청, 상생인증권 리서치센터

04 생소한 느낌, 한국 경제 해석

가게는 돈을 벌고 있나?

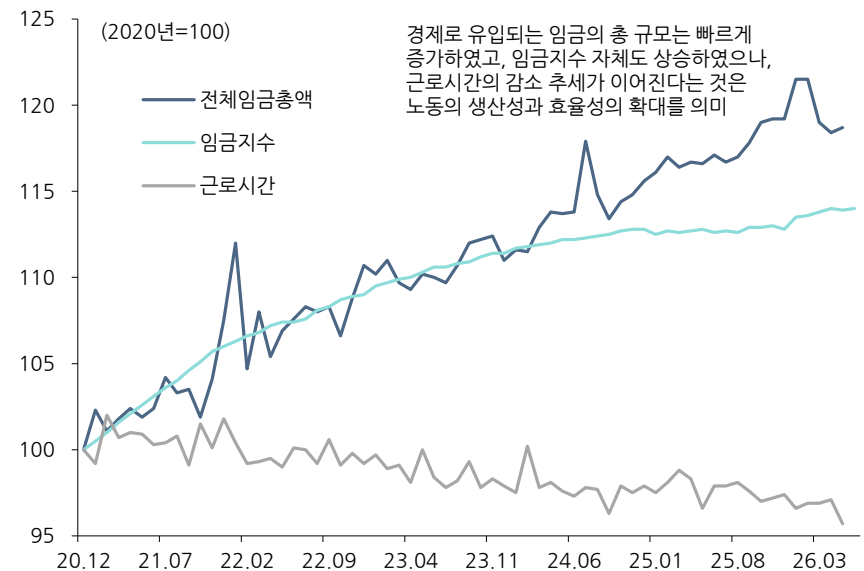
- 가계동향조사에서는 가국별 소득과 지출에 대한 조사와 함께 평균소비성향, 흑자율 등이 조사되기 때문에 내수 소비 및 자금의 흐름을 간접적으로 확인할 수 있음. 금년 1분기 기준 실질소득 증가율은 전년비 1%대의 증가세가 유지
- 사업체노동력조사에서는 임금과 노동상태에 대한 확인이 가능한데, 종사자 전체 임금지수는 금년 1월을 기점으로 저점 확인 후 반등의 움직임이 발생. 수출증가로 인하여 해외의 부가가치가 국내로 유입되는 과정이 진행중
- 한편 근로시간은 지속적으로 하락하는 모습을 보여주는데, 이는 직접적인 부가가치 창출효과보다는 여가시간 확보에 따른 내수 및 소비지출 경기의 확대에 이어질 수 있는 상황으로 해석

그림 39. 소득 분위별 가처분소득 및 소비지출 증가율 추이



자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 40. 임금총액 증가는 경제에 유입되는 소득 증가를 의미



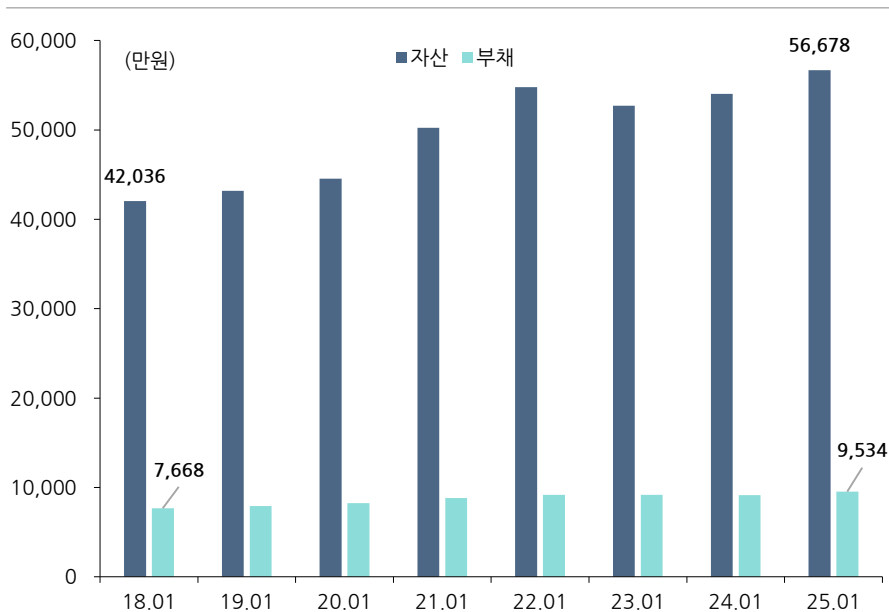
자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

04 생소한 느낌, 한국 경제 해석

자산효과, 진짜 있나?

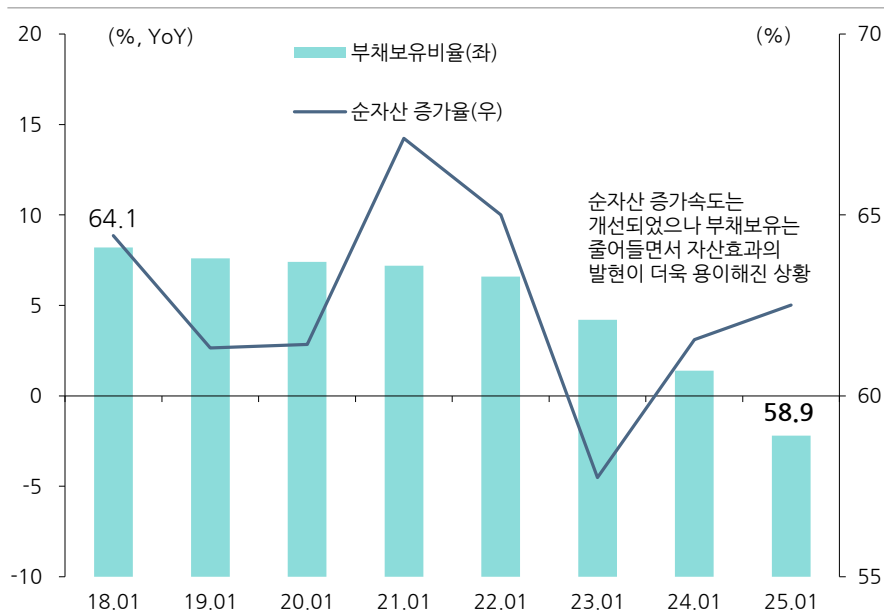
- 가계금융복지조사는 조사 빈도는 연간으로 진행되기 때문에 즉각적인 가계의 행동변화를 분석하기보다는 누적되는 변화 동력에 대한 분석이 가능한 데이터베이스임
- 자산효과는 결국 순자산의 누적과 증가 속도가 얼마나 빠르게 진행되는지와 동시에 이러한 재원이 소비로 이어질 수 있는지에 대한 평가로 구분할 수 있음
- 자산증가 속도가 부채증가 속도보다 빠른 모습이 지난해까지 발생하여 순자산의 증가속도는 가속화된 모습. 이러한 과정에서 부채보유비율이 최초로 60% 이하로 낮아지면서 전반적인 자산효과는 더욱 크게 발생할 수 있음

그림 41. 자산이 34.8% 증가하는 동안 부채는 24.3% 증가



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 42. 순자산 증가가 가속화되는 동시에 부채보유비율 60% 하회



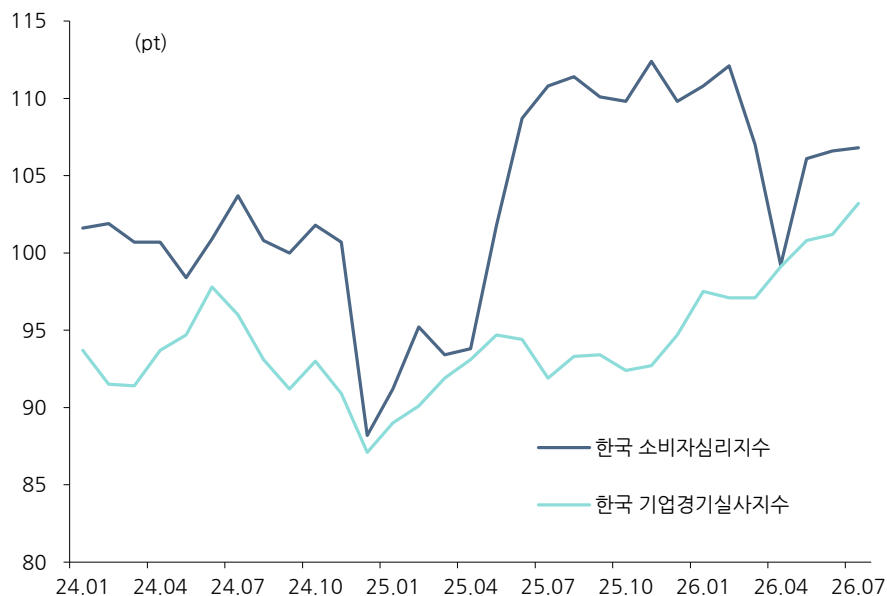
자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

04 생소한 느낌, 한국 경제 해석

경제주체의 심리 강화 확대

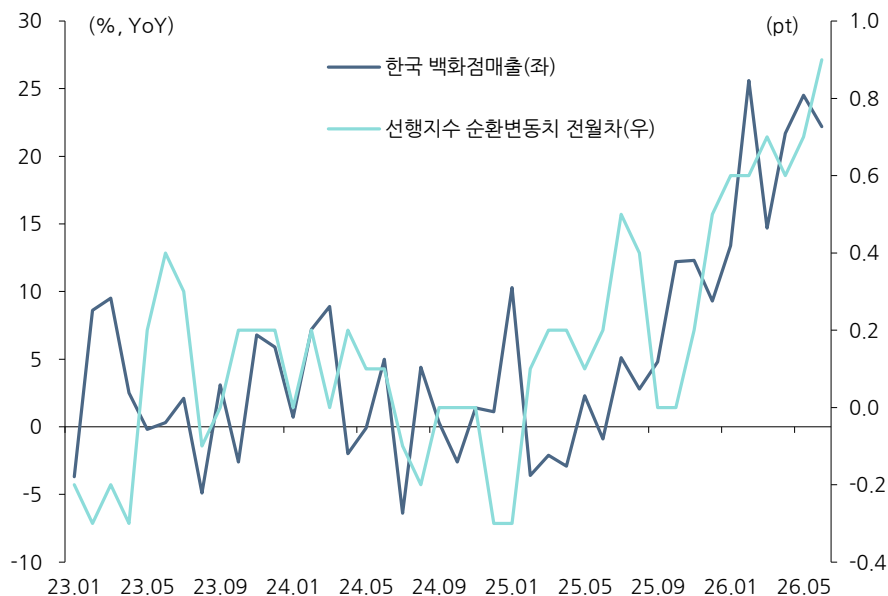
- 한국의 소비자심리지수는 3개월 연속으로 상승. 주식시장의 급락이 반영되기 이전에 조사되는 수치인 만큼 최신 상황을 반영하기 어렵다는 것을 감안하더라도 여전히 반도체 수출 및 전세계 경기의 긍정적 모멘텀이 이어지는 것이 충분히 반영. 결국 소비와 관련된 심리는 긍정적 궤적이 이어지는 것으로 생각
- 기업경기실사지수는 제조업을 중심으로 궤적의 상방모멘텀이 강화되는 중. 물론 반도체 수출이 주도하였겠지만, 다른 품목에서의 수출 실적 역시 예년에 비하여 호조를 보이는 모습이 확인되고 있기 때문에 신뢰성이 높은 것으로 해석. 따라서 기업경기에 대한 부정적 시각보다는 당장의 실적에 주목하여 경제 기여 수준을 확인하는 것이 필요

그림 43. 소비자심리의 안정적 유지 하 기업경기 추이 긍정적 흐름



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 44. 선행지수 상승은 경기회복을 의미하며 이는 내수 증가로 연결



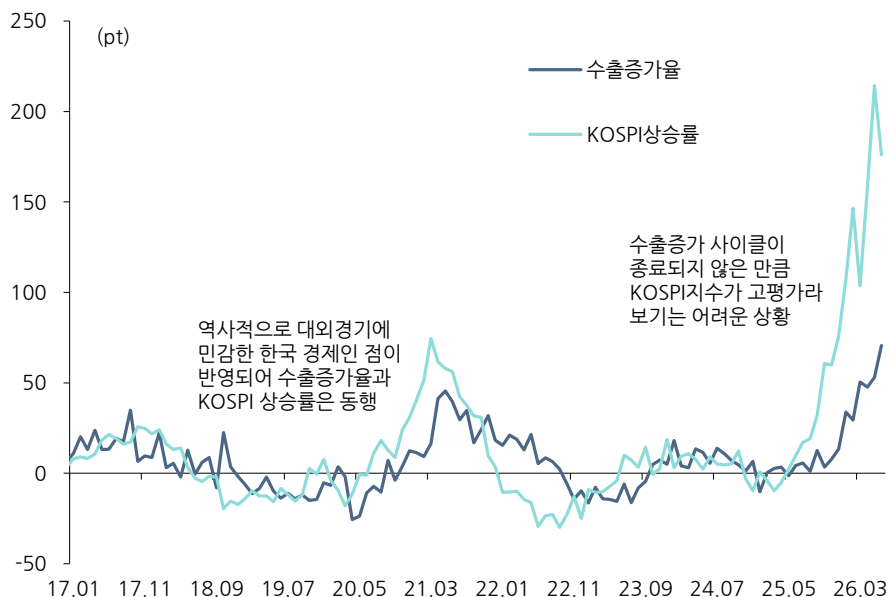
자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

04 생소한 느낌, 한국 경제 해석

KOSPI가 경기와 밀접하지 않다고?

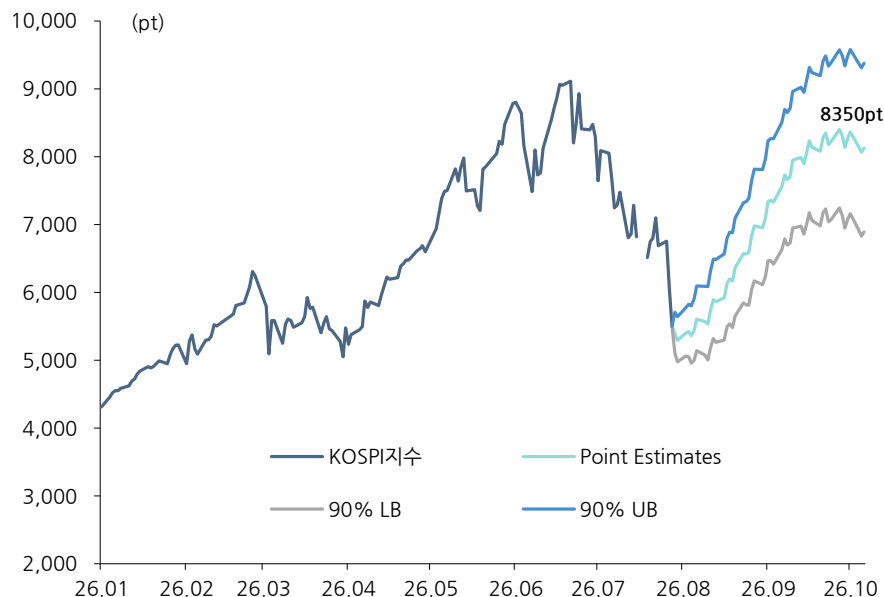
- 현재 글로벌 성장률이 미국은 소폭 정체 구간이지만 다른 국가에서의 긍정적 흐름이 이어지고 있으며, 심리지수 및 시장참가자들의 경제를 바라보는 시각 대비 높은 실적이 달성되는 것으로 볼 때 7월 월간 낙폭은 과대하였던 것으로 해석
- 3개월 시계의 out of sample forecasting을 진행해보면, 향후 1개월 5700~6500pt의 예측이 적절한 수준이며, 3개월 forecasting의 점추정 기준 중앙값은 8350pt로 예측됨. 예상 밴드는 7500pt~8900pt. 반도체 뿐만 아니라 다양한 품목에서의 수출증가율 호조가 지수 레벨의 반등을 지지하는 주요 요소
- 실질 GDI의 큰 폭 상승 및 민간부문 성장기여도가 높아진 상황을 감안한다면 지난 금요일 반등을 통하여 일정 부분 불확실성이 해소되었다는 평가

그림 45. 수출과 KOSPI는 동행하여 움직이는 특징



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 46. 향후 3개월 KOSPI Band 전망



자료: VAR모형을 통하여 필자 직접 추정, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정원일)
 - 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
 - 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-



상상인증권
sangsangin securities