

Macro Update & Implication(8월 5주)

높은 금리를 감내하는 민간 경제주체

Economist 정원일 | 경제분석

02-3779-3140

wi.jeong@sangsanginib.com

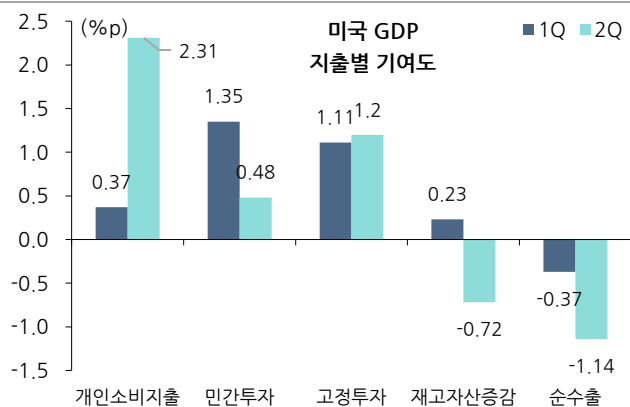
엇갈리지만 해석가능한 경기동향

미국의 2분기 GDP 성장률 수정치는 전기비 연율 +1.5%로 1분기 대비 낮아졌다. 표면적으로 경기 둔화로 볼 수 있겠지만 세부항목을 살펴보면 조금 다른 해석도 가능하다. 개인소비지출은 전기대비 연율기준 +3.4%로 속보치보다 상향됐고, 명목으로 표현된 GDI는 +8.7% 증가하면서 민간부문의 소득과 수요는 견조한 모습을 보이는 것을 확인할 수 있다. 또한 기업이익 역시 큰 폭으로 상승하는 등 헤드라인 수치보다 세부 항목에서의 긍정적 방향성이 확인된다.

그러나 월간 지표로 보면 단기적으로 수요자의 심리 둔화와 공급자의 긍정적 판단이 혼재되어 있는 것을 볼 수 있다. 7월 개인소비는 정체 국면을 지나가고 있는 등 2분기 당시 긍정적 모습보다는 회복 탄력이 제한적인 것으로 해석된다. 그런데 지난주 발표된 8월 서비스업 PMI는 56.8까지 상승하면서 향후 수요에 대응하려고 하는 조짐을 보이고 있다. 즉 실질적인 소비의 둔화 조짐은 존재하나 서비스와 기업부문의 활동까지 함께 둔화되고 있는 것은 아니다.

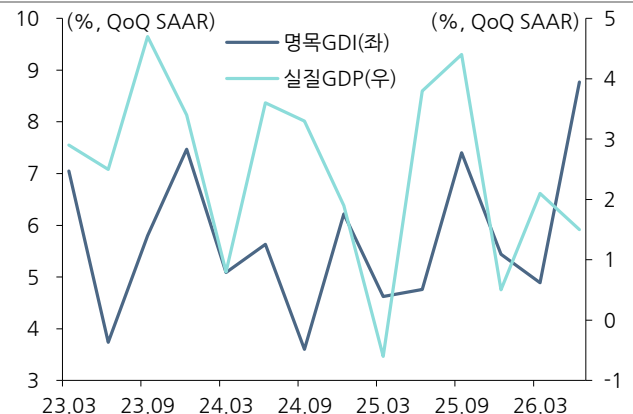
한편 독일의 8월 Ifo기업현황지수는 86.7pt에서 88.8pt로 상승했고, 앞서 발표된 유로존과 일본의 제조업 PMI도 개선됐다. 한국 역시 반도체를 중심으로 높은 수출 증가세가 이어지고 있다. 이러한 국가별 기초의 엇갈림은 성장률 자체는 낮아졌지만 경제활동을 구성하는 수요 자체는 강건한 모습을 보이는 것으로 해석된다. 따라서 경기의 방향을 판단하기 위해서는 헤드라인 성장률보다 수요 발생의 동력을 중점적으로 확인할 필요가 있다.

그림 1. 미국 2분기 GDP의 지출별 기여도 분해



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 소득 측면(GDI)에서의 미국 성장은 지속 상승 국면



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

기업활동의 활발함이 가려지고 있다

지금의 경제를 해석하는 방법이 성장률보다 수요의 원천에 관한 것이라면 경제주체별로 구분하여 수요를 설명하는 지표를 해석할 필요가 있다. 최근 상대적으로 강한 수요가 나타나는 부문은 기업의 투자와 생산 위주인 것이 확인된다. 특히 금번 미국의 상품무역수지는 적자폭이 1,188억달러를 기록하면서 전월보다 확대된 모습이다. 이는 수출이 감소한 가운데 수입이 크게 증가하는 모습에 기인한다.

그런데 이와 같은 수입 증가를 소비수요 확대로 직관적으로 해석하는 것은 무리가 있다. 세부 품목별로 보면 비자동차 자본재 수입이 전년대비 +46.9% 상승하였으며 컴퓨터와 반도체, 통신장비 등 기업의 설비투자와 관련된 품목의 수입이 크게 증가하였다. 이러한 현상은 AI 관련 투자 측면에서 미국의 수입 역시 기업의 투자수요가 발현되기 시작한 것으로 해석된다.

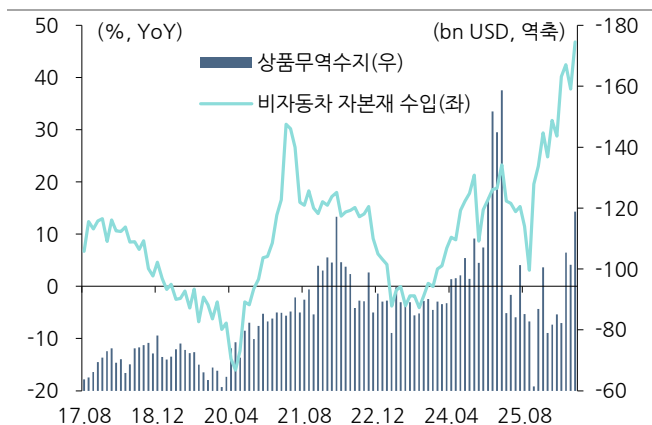
특히 미국의 자본재 수입 증가는 결국 헤드라인 GDP를 낮추는 주요 요인으로 볼 수 있다. 수입 증가는 GDP 계정상 순수출을 감소시키는 요소이기 때문에 기업의 투자수요 증가로 해외 자본재 수입이 증가하면 순수출의 성장기여도는 낮아지게 된다. 따라서 투자수요 증가와 GDP 성장률 하락이 동시에 나타날 수 있다.

한편 다른 국가에서도 생산자의 활동이 활발해지고 있는 모습인데, 유로존의 비금융기업 대출 증가율은 6월 +4.0%에서 7월 +4.4%로 높아졌다. 이미 발표되었듯이 유로존과 일본의 제조업 PMI가 상승했고, 한국의 8월 1~20일 수출도 +56.0% 증가한 모습을 감안한다면, 국가별 차이는 있지만 최근 경기 개선의 중심이 소비보다는 기업 부문이 주도하는 것으로 생각된다.

이와 같은 상황은 글로벌 생산구조로 설명이 가능하다. 미국의 AI 및 관련 설비투자 확대는 미국의 자본재 수입 증가로 나타나지만, 한국에서는 반도체와 관련 중간재의 수출 증가로 연결된다. 또한 일본과 유럽에서는 자본재 및 전자업종의 주문과 생산이 회복되는 등의 수준으로 순환이 발생할 수 있다.

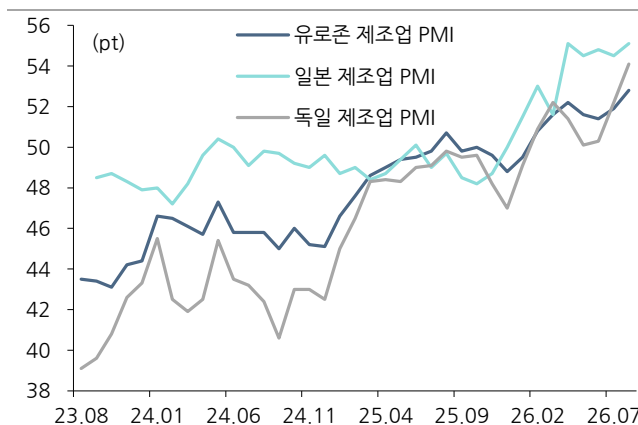
따라서 최근 미국 성장률의 둔화를 글로벌 경기침체 및 수요 둔화로 성급하게 해석하기보다는 동일한 투자수요가 각국의 생산구조에서 어떻게 확인되고 있는지가 중요한 것으로 생각된다. 즉 단편적인 해석보다 현재 중요한 생산경기의 흐름을 구조적으로 확인하는 것이 필요하다.

그림 3. 무역수지 악화되었으나 자본재수입의 급증에 기인



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 주요국 제조업 PMI는 지속 상승 국면



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

한국은 금리인상을 감내할 체력 존재

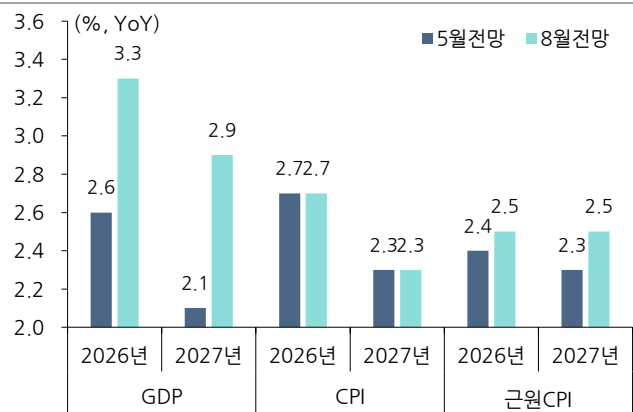
지난 8월 금통위에서 한국은행은 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 조정하면서 7월에 이어 2회 연속 +25bp를 인상하였다. 그런데 조금 더 관심있게 볼 부분은 금년 경제성장률 전망치를 기존 5월 전망치에서 2.6%를 제시하였지만 금번 전망에서는 3.3%로 크게 상향조정하였다. 통상적으로 금리인상은 향후 성장률을 낮추는 요인으로 해석할 수 있지만, 금번 한국은행의 결정에서는 성장전망의 큰 폭 상향과 금리인상이 동시에 나타난 것을 확인할 수 있다.

이와 같은 금리의 결정과 성장전망의 차이는 최근 한국의 경기지표 동향으로 확인할 수 있다. 여전히 호조를 보이는 수출과 더불어 8월 전산업 기업경기실사지수는 98.5pt에서 99.6pt으로 상승한 것이 확인된다. 이는 앞서 언급한 미국발 투자수요의 호조에 의해 한국의 관련 산업이 수혜를 보고 있는 것으로 해석할 수 있다. 반면 가계가 체감하는 경기는 오히려 소폭 둔화되는 모습을 보여주고 있는데, 8월 소비자심리지수는 106.8pt에서 104.5pt로 하락하였다. 여전히 기준선인 100pt를 상회하는 수준이지만 단기 소비에 대한 예측에서는 미래의 불확실성에 대한 대비 차원에서 소비자의 행동이 위축될 것으로 예상할 수 있다.

이와 같은 심리의 엇갈림을 감안한다면, 현재 통화정책을 단순히 경기가 좋아졌기 때문에 금리를 올렸다고 해석하기보다는 경제주체의 현재 상황을 감내할 수 있는 수준을 고려한 결정인 것으로 볼 수 있다. 즉 수출과 기업부문의 개선이 내수의 약화를 어느 정도 상쇄하는지, 그리고 그 결과 경제 전체가 어느 정도의 금융여건을 감내할 수 있는지가 정책 판단에서 중요해지는 것이다. 실제로 필자의 지난 수차례의 분석에서는 가계는 순자산 증가와 디레버리징을 지속하였던 만큼 금리인상에 대한 가계의 대응력이 있는 것으로 보인다.

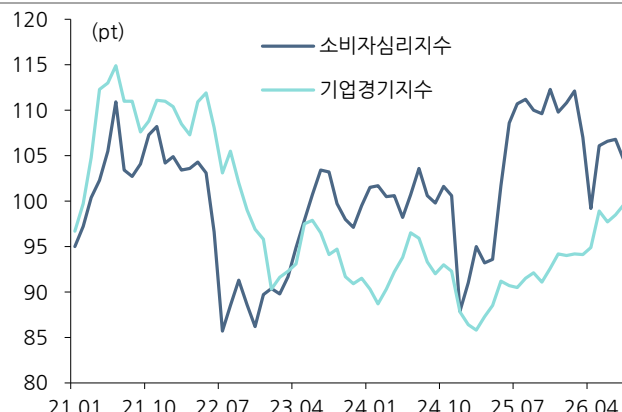
결국 현재 상황은 글로벌 경기흐름이 상대적으로 기업의 투자와 이익에 연동되는 국면인 것으로 생각된다. 이는 결국 GDP 성장률만으로 경기의 강도를 판단하기보다는 세부 항목들의 향후 방향성을 주시할 필요가 있다. 또한 통화정책 결정의 방향성 역시 성장률 자체보다 어떠한 부문의 수요가 성장을 만들고 있으며, 그 수요가 다른 부문으로 얼마나 확산되는지에 조금 더 민감해질 가능성이 있기 때문에 단편적인 지표로 확인하기보다는 다양한 지표를 통하여 향후 정책 방향성을 판단할 필요가 있다.

그림 5. 물가 전망은 큰 변동없으나 성장전망을 크게 상향



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 소비심리는 기준선을 상회하는 가운데 기업경기지수 지속 상승



자료: 한국은행, 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.