

ISM제조업 지수 상승, 긍정적 해석 가능

Strategist 박중섭 769-3810 parkjs@daishin.com

ISM 제조업 개선, '의도적인' 재고 축적에 기인했다고 판단

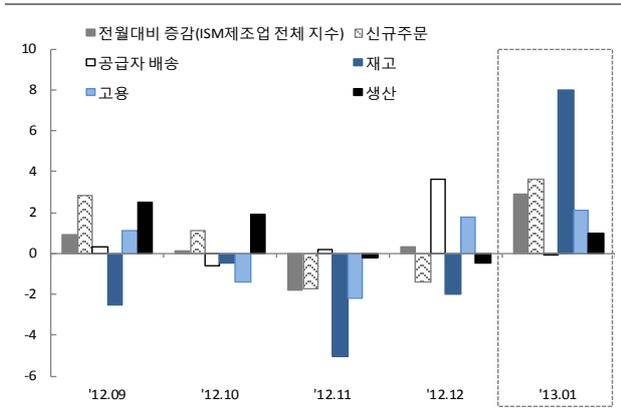
미국 다우지수가 2007년 10월 이후 처음으로 14,000포인트를 넘어서며 역사적 신고가에 바짝 다가서고 있다. 역사적 고점을 넘어선 추가상승이 가능할 것인가, 아니면 상승에 대한 부담감으로 하락반전할 것인가에 대한 판단이 필요해 보인다. 비록 1월 미국(상승)과 한국(하락)의 증시가 디커플링되는 모습을 보였지만, 미국 증시가 하락반전하게 된다면 국내 증시의 반등 역시 기대하기 어렵기 때문이다.

미국 증시의 추가상승 여부를 예측하는데 1월 ISM 제조업 지수(2월 1일 발표)의 반등이 큰 의미를 지닌다고 생각한다. 1월 ISM 제조업 지수는 전월 50.2에서 개선된 53.1을 기록했다(Bloomberg 예상치 50.7). 지수의 상승을 이끈 1등 공신은 재고의 증가였다. 다섯 개 세부지표의 평균값으로 구해지는 ISM 제조업 지수의 특성상 전월대비 8포인트 상승한 재고지수의 영향력이 절대적이었다(그림 1). 문제는 재고의 증가가 판매부진에 기인한 것인지 아니면 향후 판매의 증가를 예상한 의도적인 재고 축적인가에 따라 해석이 달라질 수 있는데, 후자일 가능성이 높다고 판단한다.

최근 미국 제조업 상황은 개선되고 있다고 판단한다. 그 동안 제조업 업황 부진을 반영하며 동반 하락하는 모습을 기록했던 재고증가율(전년동월비)과 판매증가율(전년동월비)에 변화가 생기고 있기 때문이다. 제조업 재고증가율은 여전히 하락하고 있지만, 판매증가율은 2012년 8월부터 증가세를 보여주면서 제조업 업황이 차츰 개선되고 있음을 나타내었다. 수 개월 동안 판매증가율의 상승과 재고증가율의 하락이 이어져왔다는 점에서 이번 ISM 제조업 지수의 상승을 이끈 ISM 제조업 지수 내 '재고지수'의 상승은 재고소진과 향후 판매 증가 예상에 따른 기업들의 의도적인 재고 축적일 가능성이 높다고 판단한다.

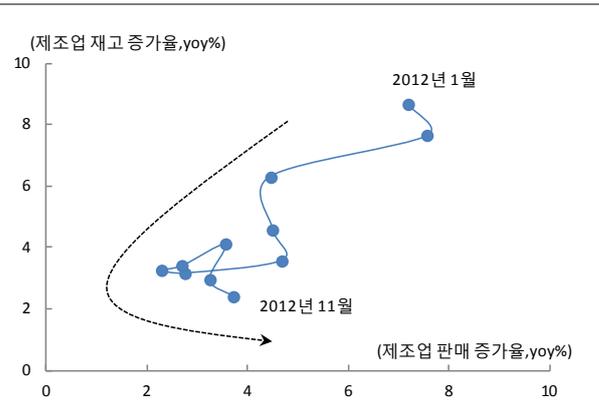
12월 값에서 모두 전월대비 하락세를 기록했던 '신규주문'과 '생산'도 모두 증가세를 기록했다는 점도 이번 재고 증가가 판매부진보다는 기업의 의도적인 재고 쌓기일 가능성을 높여주는 부분이다. 제조업 재고증가율과 판매증가율의 추이가 바닥을 탈출하는 모습을 보이고 있다는 점을 감안할 때, ISM 제조업 지수의 역시 '재고 지수'뿐만 아니라 '신규주문 지수'와 '생산 지수'가 함께 상승하며 추가적인 개선세를 기록할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 1. 미국 1월 ISM 제조업 지수 상승, 재고 증가에 기인



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 미국 제조업 업황 개선세를 보여주고 있는 판매, 재고증가율



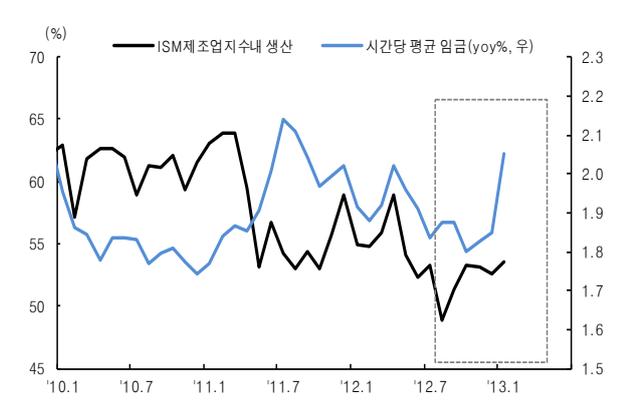
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

제조업 업황 호전으로 소득 증가, 다만 소비의 증가는 아직

ISM 제조업 지수의 추가 상승 가능성과 함께 제조업 업황 개선이 이끌고 있는 또 다른 긍정적인 변화는 미국 개인 소득의 증가다. 11월과 12월 미국 개인소득(전년 동월비) 증가율은 각각 4.5%와 6.9%를 기록했다. 2012년 월간 개인소득증가율의 평균값이 3.5% 수준인 것과 비교하면 높은 수준의 소득증가율이 이어지고 있는 것이다. 2월 1일 '고용보고서'에서 발표된 1월 시간당 평균 임금 상승률(전년동월비) 역시 크게 상승했다는 점에서 미국 개인소득의 증가는 1월에도 이어졌을 가능성이 크다. 개인소득의 증가는 결국 소비의 증가를 통해 미국 경제의 전반적인 개선을 이끌 수 있다는 점에서 긍정적이다.

다만 아직까지는 소득의 증가가 소비의 증가로까지 이어지지 못하고 있다. '제조업 업황의 개선(생산지표의 개선) → 소득의 증가 → 소비의 증가 → 제조업 업황의 개선'이라는 선순환 구조는 빠르게 진행되지 않고 있다. 생산지표의 개선과 함께 소득의 증가까지는 확인이 되고 있지만, 소비의 증가세는 아직도 완만한 수준으로만 전개되고 있다고 판단한다. 빠르게 증가한 소득은 소비로 이어지지 못하고 저축률의 상승으로 연결되고 있다. 소비와 관련된 심리지표들 역시 2012년 4분기 부터 오히려 악화되는 모습을 기록하고 있다. 이처럼 제조업 업황 개선이 아직 소비로 연결되지 못하는 것은 재정절벽과 관련된 불확실성이 여전하기 때문으로 판단한다. 연초 세금감면과 관련된 부분에서 일부 타격을 보았지만, 급여세 감면 종료 등으로 1810억 달러 규모의 세금이 증가했고, 정부지출 삭감과 관련된 부분은 아직 결론을 내리지 못하고 있다. 미국의 경기회복이 보다 속도를 내기 위해서는 소비의 개선이 동반되어야 하며 이를 위해서는 소비심리를 위축시키고 있는 재정절벽과 관련된 불확실성이 사라져야 할 것으로 보인다.

그림 3. 생산지표 개선이 개인 소득의 증가로 이어지고 있어



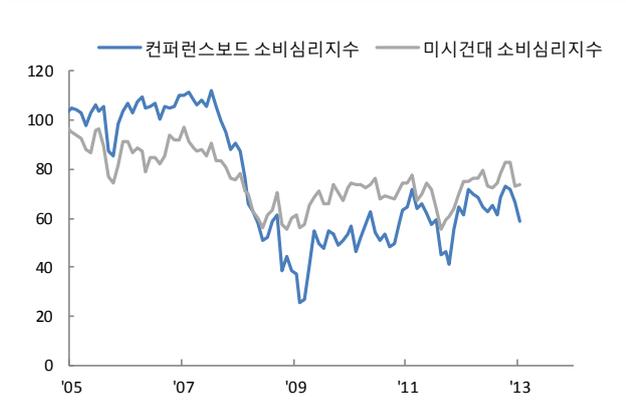
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 소비심리 회복 지연으로 소득증가는 저축률 상승으로 이어짐



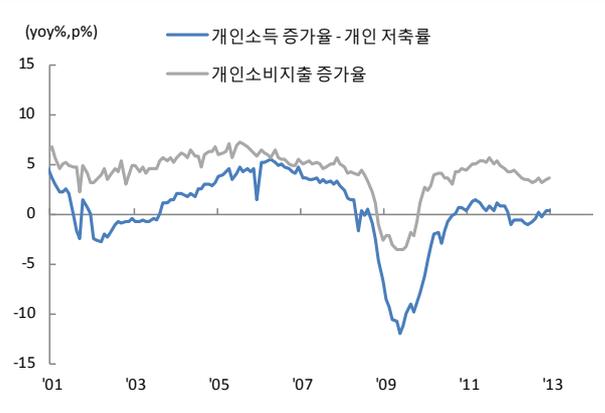
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. 반등을 보여주지 못하고 있는 소비관련 심리지표들



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 생산-소득-소비 선순환 구조 진입은 아직 시간 필요



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

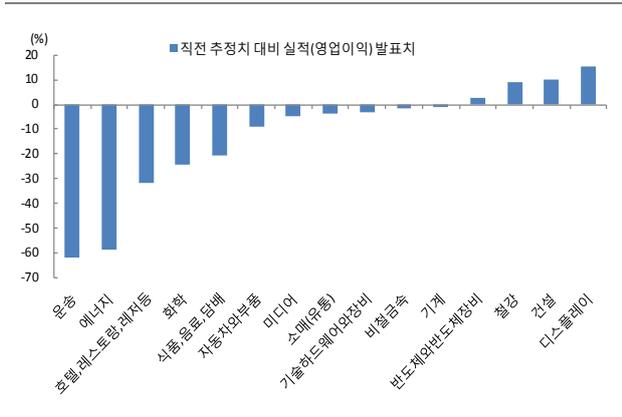
주간 KOSPI 전망: KOSPI 하방경직성 나타날 것으로 기대

KOSPI의 주간 흐름은 전약후강의 흐름이 펼쳐질 것으로 예상된다. 미국 증시의 역사적 고점 근접에 따른 부담과 4분기 기업실적 발표가 KOSPI에 부정적인 영향을 줄 것으로 보기 때문이다. 최근 스페인 주가에도 반영된 것처럼, 스페인이 2012년 재정적자 목표를 달성하지 못했다는 점도 주가에 부담이 될 가능성이 있다.

그러나 조정의 폭은 제한적일 것으로 판단하며 KOSPI 1930포인트를 전후해서는 하방경직성이 강하게 나타날 것으로 예상된다. 미국의 제조업 상황이 개선되고 있다는 점이 기술적 조정 가능성에도 불구하고 미국 증시의 추가적인 상승을 견인할 수 있을 것으로 예상된다. 개선되고 있는 환율 환경도 KOSPI 하방 경직성을 높이는 요소이다. 이미 4분기 실적 우려감은 주가에 이미 반영된 측면이 크다. 차츰 4분기 원화 강세에 따른 지난 4분기 실적 충격보다는 환율 환경 개선이 향후 이에 미칠 긍정적인 변화에 주목하게 될 것으로 예상된다. 환율 환경 개선은 외국인

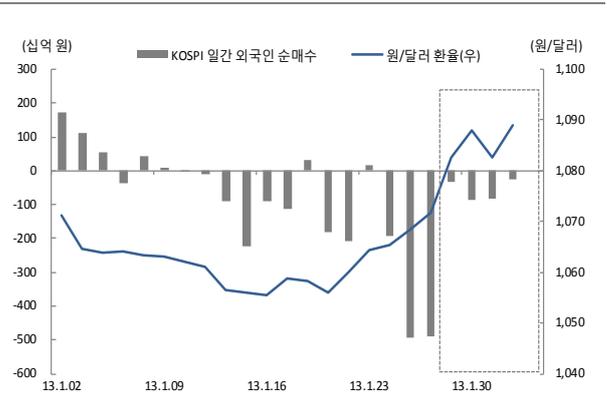
매매동향에도 변화를 가져오고 있다. 원/달러 환율이 달러당 1080원을 넘어서기 시작한 이후부터 KOSPI 매도규모가 이전에 비해 크게 감소했다. 매도시 얻게되는 환차익이 감소했기 때문으로 판단하며, 달러당 1100원이 넘어가게 되면 오히려 환차익에 대한 기대감이 커지면서 외국인 자금이 다시 순매수로 전환될 가능성도 높다. 하방경직성을 높이는 요소들을 감안할 때, 조정시 매수 관점에서의 접근이 필요하다고 판단한다. 양호한 실적 발표가 이어지고 있는 건설 업종과 환율 환경 개선에 따른 반등이 기대되는 IT, 자동차, 밸류에이션 매력이 부각되면서 외국인 순매수가 이어지고 있는 은행 업종이 반등을 이끌 것으로 기대한다.

그림 7. 4분기 실적 발표 결과, IT/철강/건설 업종 어닝서프라이즈



자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 8. 환율 상승과 함께 최근 외국인 순매수 둔화



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.