

미국지표 후퇴와 QE 지속기대 부활

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

연속적인 미국경제 지표 둔화

미국 3월 경제지표 일제히 후퇴한 것으로 확인

4월 첫주 발표된 미국경제지표는 실망의 연속이었다. ISM제조업 지수 및 비제조업 지수, 그리고 3월 고용지표까지 시장 기대를 비교적 큰 폭으로 하회하면서 미국 경기둔화 우려를 높이는데 일조했다. 모든 지표들이 일관되게 전월대비 하락했기 때문에 경기에 대한 시각을 점검해볼 필요성이 높아진 시점이다.

재정긴축 영향이 시작된 3월부터 지표 위축이 확인

3월은 미국 정부 자동긴축안(Sequester)이 발동된 시점이어서 이에 따른 영향으로 경기가 둔화되었을 것이라는 시각이 지배적이다. 시퀘스터 영향은 3월보다는 4월이 더 강하게 들어올 수 밖에 없으며, 분기단위로 보아도 1달만 영향을 받은 1/4분기보다 2/4분기 미국경제에 주는 영향이 커질 것이다.

계절성 요소의 역습도 지표 둔화에 일조하는 요인

정부지출 축소 영향과 별개로 미국 지표 둔화를 이끄는 또다른 요인은 계절성이다. 미국 지표의 계절성에 대한 논의는 사실 이전부터 제기되었다. 연말 연초 미국 고용증대가 계절성 효과 영향이 매우 크다 보니, 이것을 미국 경기가 살아나는 효과로 봐야하는지에 대한 의구심이 있었다.

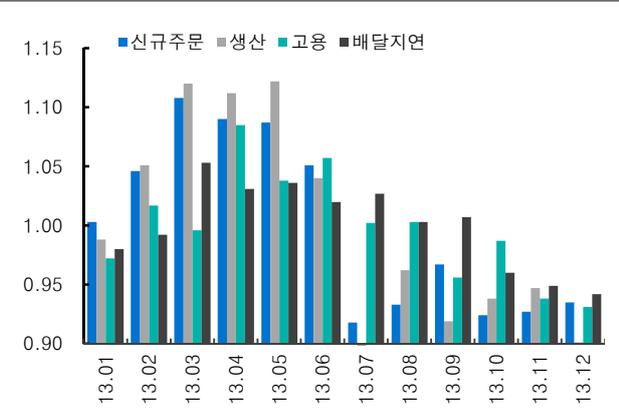
ISM 비계절조정 지표는 여전히 견조한 수준 유지

이제 반대로 계절적인 성수기로 들어오면서 상대적으로 3월지표의 둔화가 더 커보이는 효과가 나오고 있다. ISM 제조업지수나 비제조업 지수는 계절조정하지 않은 원계열로 볼 경우 발표된 지표보다는 그 둔화폭이 매우 크지는 않다. 비제조업 지수의 경우에는 오히려 전월보다도 소폭 상승했다. [그림1]처럼 계절조정 요소는 5월까지 계속 부담스럽다.

미리 샀던 경기호전 기대 후퇴는 불가피해 보임

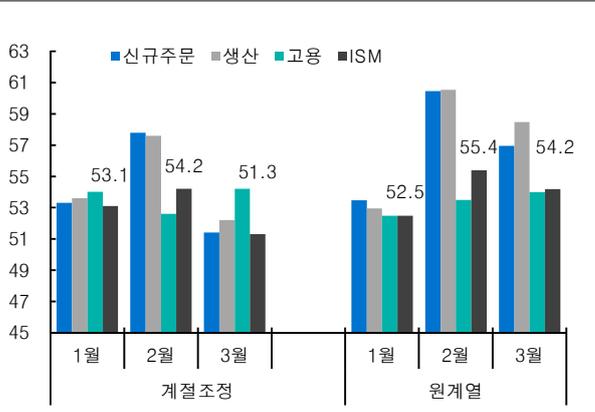
결국 최근 수개월간 미국지표 호조는 계절조정 요소 덕에 실제보다 더 좋아보였다. 이제 2/4분기로 진입하면서 실제 경기보다 지표는 덜 좋아보이게 된다. 지표가 좋았던 연초와 달리 미국경기 회복에 대한 신뢰는 약해지게 될 것이다.

그림 1. ISM 제조업지수 주요 항목 계절조정 요소, 3~5월이 최고



자료: ISM, 대신증권 리서치센터
 주 : 종합지수를 구성하는 5개 항목중 재고지수는 계절조정을 하지 않음

그림 2. ISM제조업 지수의 원계열과 계절조정 지수 비교



자료: BEA, 대신증권 리서치센터

계절성 감안하면 고용지표 충격 예고된 악재에 가까워

계절성 이겨내지 못하는 것은 미국 경기상황이 기대처럼 강하지 않음을 시사

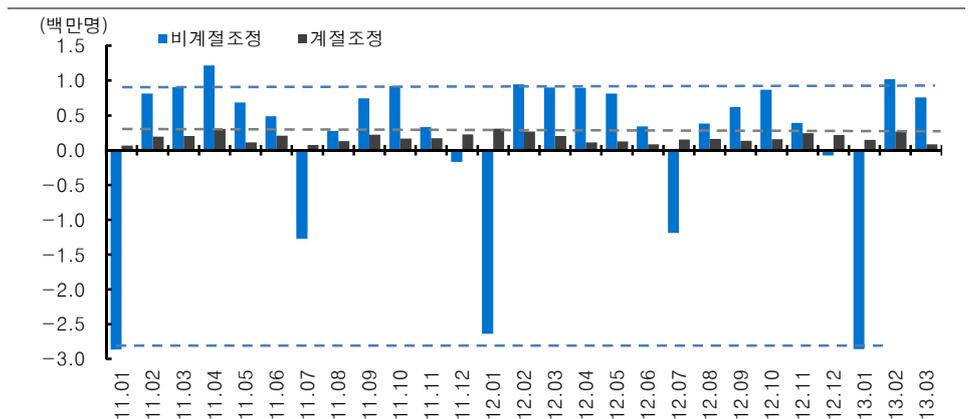
낙관적이었던 미국 경제 전망 하향조정 계기 생겨남

계절성이 주는 지표변화 영향이 더 컸던 것은 ISM지수보다 고용지표이다. 1월에 예년보다 고용 위축폭이 컸고, 이에 대한 반등 효과가 더해지면서 2월 고용지표는 매우 좋은 실적을 보였다. 그런데 2월의 일시적 고용증대 때문에 3월 지표는 계절성을 이겨낼 만큼 상승하기 어려웠다.

계절성은 사실 평균적으로 기후여건이 풀리면서 충분히 극복되어야 하는 평균적인 할인요소이다. 그런데 이런 계절성을 이겨내지 못하고 있다는 것은 미국 경기 호전이 신뢰할만큼 충분히 확산되지 않았음을 의미한다. 때문에 계절조정이라는 다분히 기술적인 요소에 의해 3월 경제지표들이 부진함에도 불구하고 미국경기에 대한 기대 약화는 불가피해 보인다.

이런 미국경제에 대한 기대를 약화시키는 과정은 경제지표 및 성장에 대한 전망의 하향조정으로 이어질 것이다. 그간 상반기에 미국 경제 불확실성이 높음에도 불구하고 미국경제에 대한 성장전망은 크게 하향조정되지 않았다. 이런 지표후퇴가 확인됨으로써 점차 미국 경제 성장에 대한 낮아진 기대를 반영해서 성장전망 하향조정이 나타날 것으로 예상된다.

그림 3. 계절성이 매우 큰 고용지표. 가속적 고용회복 없으면 계절조정 지표는 5월까지 후퇴 불가피



자료: BEC, 대신증권 리서치센터

양적완화와 경제지표의 후퇴

미국 양적완화 후퇴 시점에 대한 이견이 노출되지 시작

그러나 3월 고용지표는 양적완화 후퇴 우려를 진정시키는 계기가 될 것

미국 연준내에서도 최근 들어서 양적완화 정책 후퇴시점에 대해서 다른 목소리가 나오고 있다. 그러나 여전히 다수는 미국 경제가 안정화될때까지 충분히 현재의 정책을 유지해야 한다는 입장이다. 양적완화 정책에 조건을 제안했던 찰스 에반스 시카고 연은총재가 월 20만건 이상의 고용회복이 최소 6개월은 이어져야하며, 자산매입을 빠르게 중단하는 것은 위험하다고 언급하고 있는 것이 대표적이다.

후퇴 주장의 경우 샌프란시스코 연은총재와 세인트루이스 연은총재가 대표적인데, 고용지표가 좋기 때문에 빠르면 여름부터는 채권매수 규모 축소를 고려해야 한다는 주장을 편 바 있다. 그런데 3월 고용지표가 기대를 큰 폭으로 하회하면서 이런 양적완화 후퇴에 대한 주장은 약해질 가능성이 커졌다. 3월 고용은 8만8천명 증가에 그쳐 시장 평균 예상보다 11만명이나 미달한 것이다.

에반스를중 실업률 6.5% 연내 도달 가능성 낮아짐. 달러 강세는 인플레 확률도 낮춤

유가와 주택가격 통제되면 양적완화 후퇴 위험 낮아짐

경기지표 후퇴는 정책 안도감으로 상쇄될 수 있을 것

다만 소비가 악화될 경우 경기 우려는 정책 안도감을 넘어설 수 있음

QE3 정책을 선언할 때 제시했던 소위 에반스 룰에서 정의한 것은 실업률 6.5%와 인플레이션 2.5%에 도달할 경우 양적완화 조치 후퇴를 고려하겠다는 것이었다. 고용지표 및 경기지표 후퇴에 따라서 에반스를 중 실업률 조건에 도달할 가능성은 낮아진 것이다. 따라서 이제 고려할 요소는 인플레이션 제약이 될 것인데, 달러강세로 인해 이에 대한 우려도 현재로써는 낮은 수준에 머물고 있다.

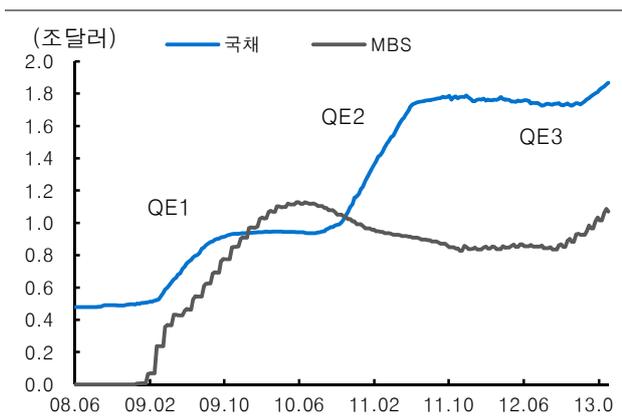
미국 경기지표 악화는 경기에 대한 시각을 후퇴시킨다는 점에서는 부정적이지만 양적완화 정책 철회에 대한 우려를 완화시키는 긍정적인 요소를 가지고 있다. 이런 측면에서 본다면 유가상승, 혹은 부동산 가격 상승에 따라서 미국내 인플레이션 압력이 빠르게 높아지지 않는한 양적완화 정책 철회에 대한 우려가 높아지는 않을 것으로 예상된다.

경기후퇴와 양적완화 기대의 연장이라는 상충되는 요소를 고려하면 이미 둔화가 확인된 ISM제조업 지수나 고용지표가 4~5월에 좀 더 후퇴되어도 미국 시장을 크게 흔들어 놓지는 않을 것이다. 경기와 정책이라는 균형이 흐트러지는 경우는 소비지표가 악화되는 경우일 것이다.

ISM제조업 지수나 고용지표는 공급자 측면에서 경기를 반영하는 지표라면 소비는 대표적인 수요를 파악하는 지표이다. 미국 가계도 재정충격을 계기로 소비를 줄이기 시작한 것이 확인될 경우 공급자들이 반영해야 할 수요(소비 + 정부지출) 위축의 크기는 더 커지기 때문이다.

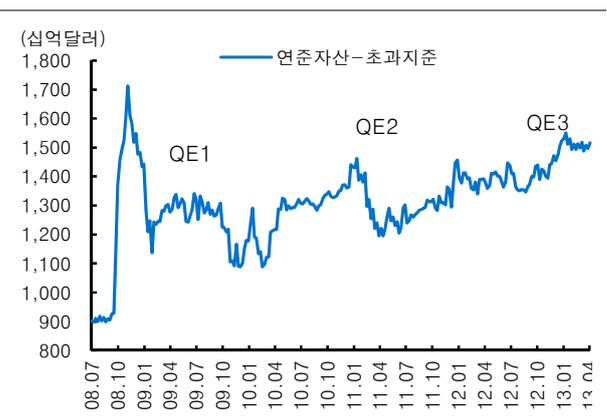
소비가 위축되는지 아닌지 여부에 따라서 단순하게 경기에 대한 시각을 조정하는 정도에 그칠 것인지, 아니면 재정지출 축소 충격을 더 크게 반영할 것인지 판단할 수 있을 것이다. 일단 미국경제에 대한 기대를 낮추고 나면 경기를 읽는 기준지표를 ISM제조업 지수나 고용지표 보다는 소비지표로 옮겨가는 것이 바람직하다.

그림 4. 미 연준의 QE1~3 비교



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 이번에도 유동성은 초과기준으로 흡수되고 있어



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

〈참고 1〉 조류독감 확산을 과거와 비교해보면

조류독감이 중국에서 다시 창궐해 단계적으로 불안요인으로 부상하고 있다. 비교 가능한 과거 사례는 급성호흡기증후군(SARS)과 조류독감(H1N1)이 확산된 경우를 떠올릴 수 있다. 이중 2003년의 SARS의 경우에는 사망에 이르는 경우가 6.5%까지 상승하는 등 사망률은 높았지만 전염 범위가 넓지 않았다. 새로운 전염병의 확산이라는 심리적 충격이 컸지만 실질적으로 그 파급력이 컸던 것은 아니다. 2009년의 조류독감(H1N1)의 경우 사망률은 1.3%로 상대적으로 낮았지만 전염이 빨랐고, 전세계적으로 확산되면서 사망자수는 SARS보다 많았다.

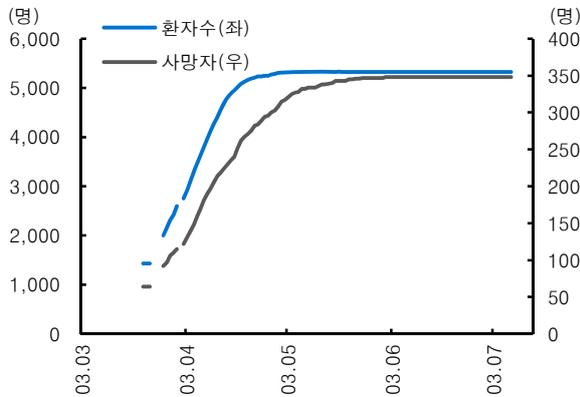
이번에 중국에서 발생한 조류독감(H7N9)은 아직 세계보건기구 통계가 발표 초기여서 이전 경우와 직접 비교하기는 어렵다. 첫 1주일 동안 통계상으로만 보면 이전 조류독감에 비해 두배 빠르게 전염(의미를 부여하기는 힘들다)되고 있고, 치사율도 28.5%로 매우 높다. 초기에 이례적으로 전염속도가 빠른 것으로 보여질 수는 있다. 환자의 발견단계이기 때문에 실질적인 전염률로 보기는 어렵다.

만약 이전 조류독감과 동일한 속도로 퍼진다고 가정하면, 중국에서 감염자가 100명을 넘는데까지 12일이 소요되고, 다시 두주가 더 지나면 감염자는 400명을 넘어선다. 이전 조류독감처럼 중국에만 국한되지 않고 세계적으로 확산된다면 두주가 지났을 때 감염자는 2,400명으로 120배가 증가하고, 다시 두주가 증가하면 1만명을 넘어서게 된다. 이로부터 다시 두달이 지나면 감염자수는 44만명으로 확산되지만 이후 진정국면으로 진입하게 된다.

조류독감이 확산되는 경우에도 학습효과는 적용될 것이다. 대응할 수 있는 시스템과 의약품의 개발 등에 있어 과거보다는 더 속도를 낼 수 있기 때문에 대응력이 높아질 것이다. 초기에 조류독감에 대한 우려가 큰 것은 어느 정도 확산될 것인지, 얼마나 심각한 것인지 알려진 정보가 부족하기 때문인 영향도 있다. 단지 경험에 미루어 판단한다면 조류독감 확산에 따라서 주식시장에 주는 영향은 과거보다 작아질 것으로 예상할 수 있다.

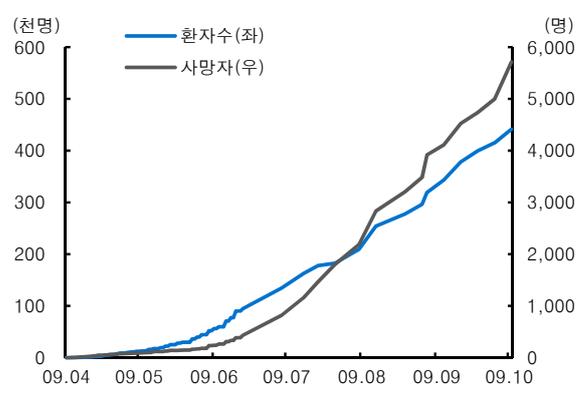
현재 조류독감은 중국 상해에서 전체 환자의 절반인 10명이 확인되었다. 청명절 연휴(4~7일)가 끝난 뒤에 환자수 확대여부를 확인해보아 그 전염성을 판단할 수 있을 것이기 때문에 향후 2~3일간 환자수 증가상황을 주시할 필요가 있다. 아직까지는 가족간 전염이 확인되지 않아서 사람간 전염 가능성도 확실하지 않다. 당분간 상해지역 직접 방문만 자제하면 큰 위험에 직접 노출되지는 않을 것으로 볼 수 있다. 이미 홍콩에서는 상해 방문자 중에서 환자가 1명 발생했다.

그림 6. 2003년 SARS 확산 추이. 1달이 고비였음



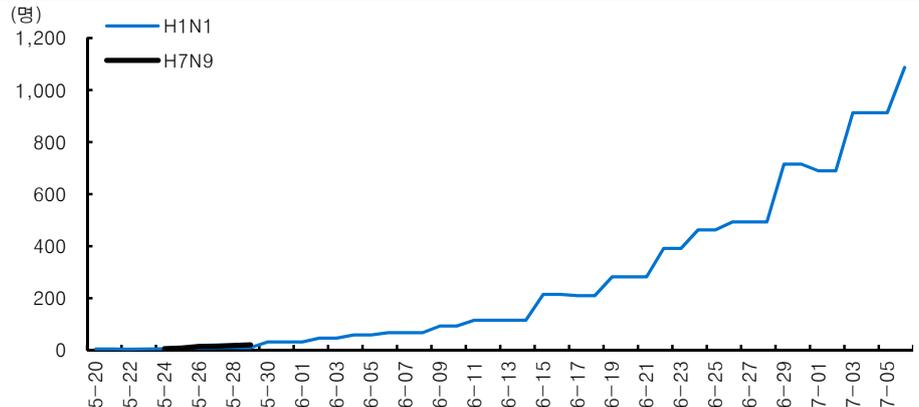
자료: CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 7. A(H1N1) 세계적으로 4달간 감염 및 사망이 확대



자료: CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 8. 중국내에서의 조류독감 확산의 비교. 2009년의 경우 발병후 1달 지난후부터 전염 속도 가속



자료: CEIC, 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.