

유로존, Pent-up Demand에서 Restocking으로 진화

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

유로존 회복 기대감 강화

유로존 경제 회복에 대한 기대감이 높아지고 있다. 최근 유럽집행위원회의 발표에 따르면, 유로존 10월 경기신뢰지수는 6개월 연속 상승세를 유지하며 97.8를 기록했다. 구매관리자지수(PMI)와 소비자신뢰지수 또한 상승세가 둔화되었으나, 독일을 중심으로 상승 추세를 유지하고 있다.

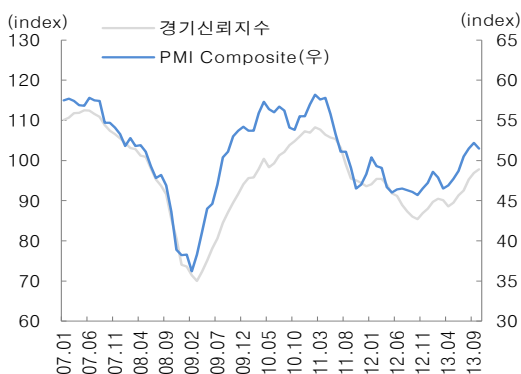
유로존 경기회복 기대감은 글로벌 펀드자금 유입과 유로화 가치 상승으로도 확인할 수 있다. 경기회복 기대감에 유럽으로 자금 유입이 지속되고 있으며, 미국 정책불확실성에 따른 달러화 약세 흐름까지 더해지며 지난 주 유로/달러 환율은 연고점을 경신하였다.

독일이 견조한 성장흐름을 이어가는 가운데 남유럽국가들 또한 경제지표가 개선되며 유로존 불균형도 완화되고 있는 것으로 판단된다. 스페인은 3분기 GDP가 전분기 대비 0.1% 성장, 지난 2011년 2분기부터 이어진 마이너스 성장에서 탈피하여 10분기만에 성장으로 전환되었다.

한편, 유럽 경제 회복에 대한 기대감에 반해, 산업생산 등의 주요 실물경제지표가 뚜렷한 개선세를 나타내지 못하고 있어 기대만큼 빠른 회복은 어렵다는 시각도 존재하고 있다. 이는 오랜 경기 부진의 영향으로 경기 회복 기대감에도 보수적인 대응이 불가피하기 때문인 것으로 판단된다.

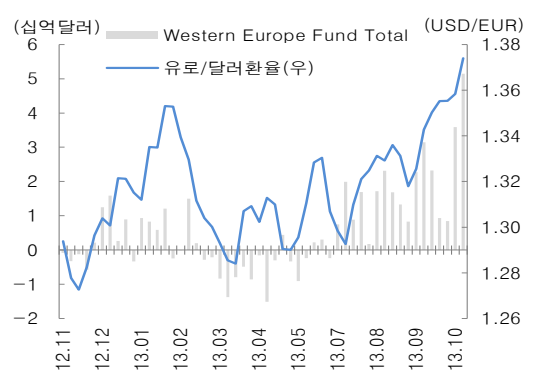
하지만 양적완화 축소를 앞두고 있는 미국과는 다르게 ECB는 마이너스 예금금리 적용, LTRO 시행 등 확장적 통화정책을 지속할 것으로 예상된다. 재정정책 또한 정부지출이 감소로 전환된 미국과는 달리 PIIGS 국가들에 재정수지 적자 비율 적용을 유예하며 지난 2분기에도 정부지출이 증가, 경기 부양을 위해 노력하는 모습이다. 경기 회복에 따른 안정적인 세수 증대로 재정건전성 확립이 가능하다는 판단이 뒷받침되어 있는 것으로 보인다.

그림 1. 유로존 심리지수 개선세



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 유로존 자금 유입과 통화 가치 상승



자료: Bloomberg, EPFR, 대신증권 리서치센터

재고 소진 이후 Restocking 국면 진입

앞서 언급하였듯이 정부의 경기부양책으로 유로존내 소비심리는 올초부터 빠르게 개선되고 있다. 소비심리 개선세는 오랜 기간 구매를 연기해온 자동차 등의 소비 회복으로 이어질 전망이다. 즉, 9분기 연속 감소세를 기록하였던 내수가 억눌린 수요(Pent-up Demand) 확대를 중심으로 개선될 것으로 예상하고 있다.

또한 글로벌 경기 회복에 따른 대외 수요 확대로 유로존 수출도 증가세를 이어갈 전망이다. 지난 2분기 유로존 수출은 GDP 성장에 가장 큰 기여를 나타낸 바 있다. 유로존 경기 회복을 이끌고 있는 독일의 경우, 유로존내 수요 위축으로 역내 수출보다 역외 수출 비중이 높이며 수출 증가세를 유지하고 있다. 남유럽국가들 또한 임금 등 생산 비용 감소를 통한 내적절하(internal devaluation)로 가격경쟁력이 개선되며 수출이 회복되기 시작하였다.

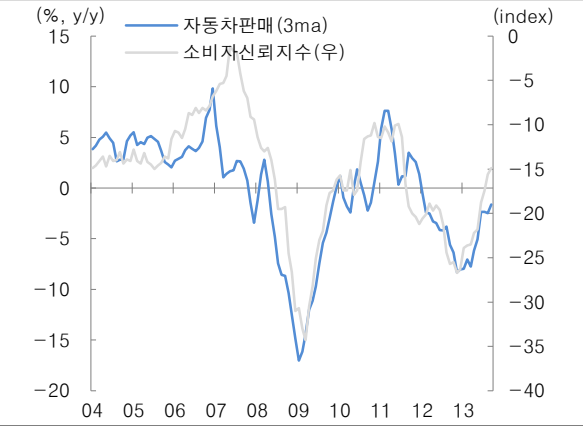
한편, 유로존 국민계정을 살펴보면 재고변동은 7분기 연속 GDP 성장(전년동기비)에 마이너스 기여를 기록하고 있다. 경기 침체가 장기화 되면서 민간기업은 수요에 대응하여 생산을 증대시키기 보다는 재고 감소로 공급한 것이다.

재정위기와 경기 불확실성 등으로 수요가 위축되면서 산업생산 증가세가 둔화되었으나 민간기업의 재고는 큰 폭으로 증가했다. 이후 생산 감소 전환에도 재고 감소 폭이 크지 않아 재고부담이 누증되어 왔다. 오랜 경기 부진으로 소득 감소보다 수요 감소 폭이 컸던 만큼 경기 회복 기대감에도 기업의 선제적인 대응에 어려움이 따라 재고 조정이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 이에 심리지수인 산업신뢰지수의 완제품 재고평가는 낮아지는 추세이기는 하나 매우 완만한 속도를 나타내고 있다.

Pent-up Demand 확대로 재고 감소 속도는 빨라지고, 향후 유로존은 부족한 재고를 다시 쌓기 시작하는 국면(Restocking)으로 진입할 것으로 예상된다. 이 국면에서 기업은 산업생산을 늘리고, 이는 가동률과 설비투자압력을 높이게 될 것이다. 실물경제지표의 개선 또한 가시화 될 것으로 전망한다.

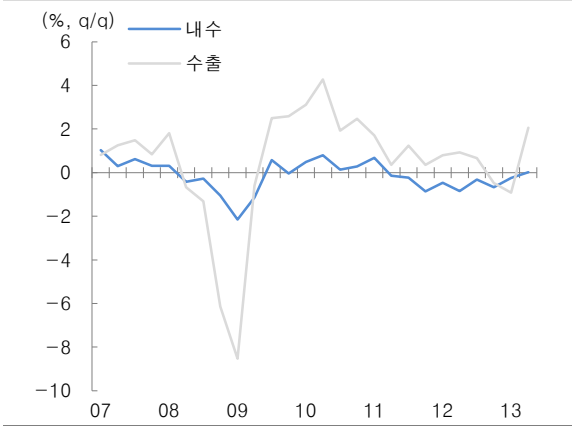
미국 또한 금융위기 이후 유사한 경로로 회복되었다. 연준의 통화완화정책으로 자산가격이 상승하며 소비여건이 개선되었다. 이는 Pent-up Demand 회복으로 이어지며, 자동차 판매의 경우 빠른 속도로 위기 이전 수준으로 회귀한 바 있다. 이러한 수요 회복으로 재고 감소세는 확대되었고, 이는 다시 생산 증가로 이어졌다.

그림 3. 유로존 소비 심리 개선과 Pent-up Demand 회복



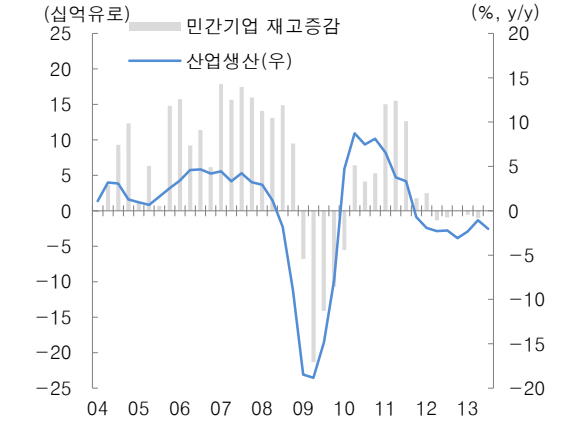
자료: Eurostat, CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 4. 유로존 내수 및 수출



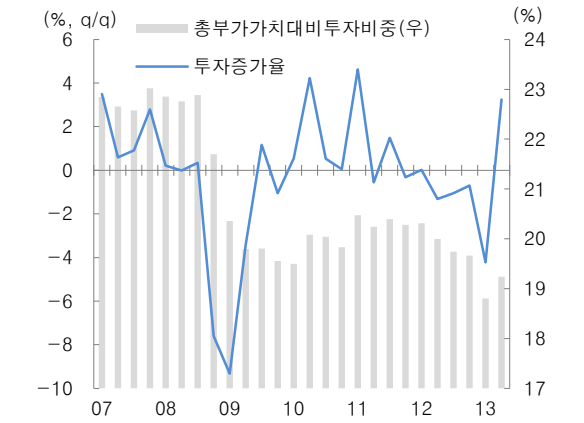
자료: Eurostat, CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 산업생산 추이와 민간기업 재고증감



자료: Eurostat, CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 6. 민간기업 투자 증가 전환



자료: Eurostat, CIBC, 대신증권 리서치센터

순차적으로 설비가동률도 상승하기 시작했고, 민간 설비투자가 확대되며 고용 개선도 나타났다. 이는 다시 소비심리 개선으로 이어져 미국은 견조한 회복 기초를 유지할 것으로 전망되고 있다.

유로존 또한 유사한 회복 경로를 통해 기업의 설비투자가 확대되고 고용 개선이 나타나기 시작하면서, 경기 회복 속도 또한 빨라질 수 있을 것으로 예상된다. 유로존 민간 기업은 지난 2분기 총부가가치 대비 고정자본형성의 비중을 높이며 향후 생산 증가에 대비하는 모습이다. 감소세를 지속하던 민간기업의 고정자본형성은 5분기만에 전기비 증가로 전환되었다.

유로존 투자 여력도 개선

유로존 금융권의 디레버리징은 유로존 경기 회복에 리스크 요인으로 남아있다. 디레버리징으로 신용 창출 여건이 취약하여 금융권의 대출 감소세가 지속되고 있다. 이에 민간의 설비투자 확대 및 유로존 경기 회복에 대한 회의적인 시각도 존재한다.

하지만 유로존 기업의 재무상태는 재정위기 시점보다 상당히 개선된 모습이다. 위기 기간 동안 대내외 불확실성으로 리스크가 높은 실물 부문에 지출이 축소됨에 따라 저투자 기조가 지속되어 왔다. 따라서 민간기업의 부채 대비 현금자산 비중과 사내유보율이 높아진 반면, 이자율 하락 등으로 비용은 축소되며 투자 여력이 강화되었다.

또한 최근 ECB 서베이에 따르면, 4분기 은행 대출 기준이 완화될 전망이다. 여전히 신중한 모습이나, 은행 대출 기준 완화는 신용 창출로 이어져 생산 및 설비투자 확대에 기여할 것으로 판단된다. 유로존은 설비투자를 중심으로 경기 회복세가 본격화될 가능성 높이고 있다.

▶ 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 주식투자의 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.