



한국의 선행지표가 먼저 돌 수 있을까?

1. 미국 경기가 둔화되는데, 한국이 저점 통과?

- 글로벌 경기 사이클에 대한 불안감이 유지되고 있는 상황. 그러나 당사는 한국의 경기 사이클 지표가 저점을 통과하는 흐름을 기대
- 미국을 중심으로 글로벌 경기 둔화 우려가 심화되는 가운데 한국의 경기 사이클이 저점을 통과할 수 있을지에 대한 의구심이 드는 것은 당연
- 그러나 실제 경기 선행지수를 보면 글로벌 및 미국 경기보다 한국 경기의 저점 통과가 대부분 빨리 나타남

2. 경기 선행지수의 구성과 한국의 수출 구조를 보자

- 일단 미국의 경기 선행지수는 금융지표와 심리지표도 포함하고 있지만, 실질적인 생산활동에 관련된 지표가 다수 포함되어 있음
- 그러나 한국 경기선행지수는 재고 사이클과 금융지표, 심리지표 등 보다 빠르게 움직일 수 있는 지표들 비중이 높음
- 더불어 자본재 수출 비중이 최상위권으로 높은 한국의 교역구조 상 미국 등 선진국의 사이클에 선행할 수 있는 여건이 형성

3. 지표 자체에서 발견할 수 있는 시그널들

- 산술적으로 같은 주기를 가지는 시차가 존재하는 두 사이클 지표에서는 이에 선행하는 사이클을 추출해 낼 수 있음
- 글로벌 경기에 한국 경기가 민감하게 반응한다는 점에서 착안해 한국과 글로벌 경기 선행지수의 차분을 구해 보면 한국 선행지표보다 다소나마 선행하는 시그널을 추출해 낼 수 있음
- 사이클 지표의 변곡점이 출현하기 전 변화 속도의 감속이 나타난다는 점도 시그널 중 하나로 볼 수 있음



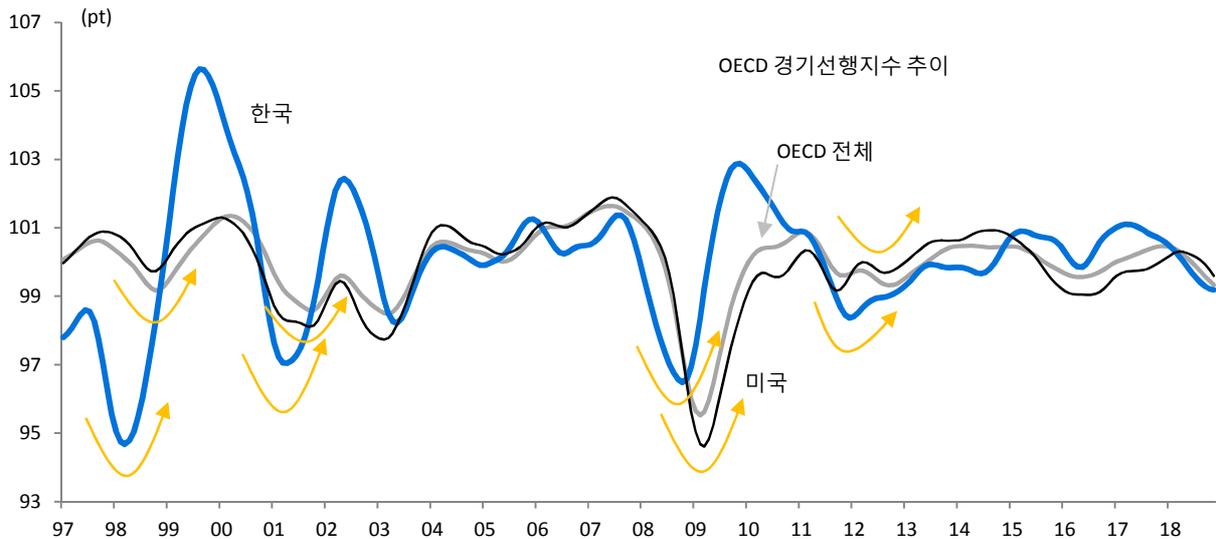
주식시장 투자전략

1. 미국 경기가 둔화되는데, 한국이 저점 통과?

우리나라를 포함한 글로벌 증시의 지난해 하락 과정을 되돌아 보면 3분기까지는 미국 채금리의 상승이 변동성 확대를 주도했고, 4분기 이후의 하락 과정에서는 금리의 하락이 변동성의 원인을 제공했다는 과거 자료에서 언급한 바 있다. 이는 시장이 글로벌 경기 둔화에 대해 고민이 깊어졌음을 나타내는 것으로 해석할 수 있을 듯 하다. 이 같은 글로벌 경기 상황에 대한 우려는 대외 의존도가 높은 우리나라의 그것에 대한 우려로 연결되면서 증시의 부담 요인으로 상존하고 있다.

당사는 연말 하우스 뷰를 제시하면서 아직 펀더멘털과 관련된 지표들의 확인 과정에서 추가적인 변동성이 유발될 가능성은 존재하지만, 주요 모멘텀 지표들이 저점 통과 가능성에 주목해 보자는 의견을 제시하고 있다. 그러나 세미나 등을 통해 당사의 이 같은 의견을 접했을 때, 투자자들은 미국을 중심으로 한 글로벌 경기 사이클 둔화가 가시화되는 국면에서 우리나라의 경기 모멘텀이 저점을 형성할 수 있다는 점에 의구심을 제기하는 경우가 많다. 직관적으로 받아들이기 쉽지 않은 내용일 수 있지만, 경기 선행지수를 기준으로 보면, 아래 그림에서와 마찬가지로 한국의 경기 선행지수가 OECD나 미국의 사이클에 비해 선행하는 경우가 대부분임을 확인할 수 있다.

[차트1] 경기선행지수로 살펴 보는 매크로 사이클, 한국의 경기 선행지수는 미국이나 OECD 경기 선행지수에 비해 먼저 사이클 상의 저점이 나타나는 경우가 많음을 확인할 수 있음



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

2. 경기 선행지수의 구성과 한국의 수출 구조를 보자

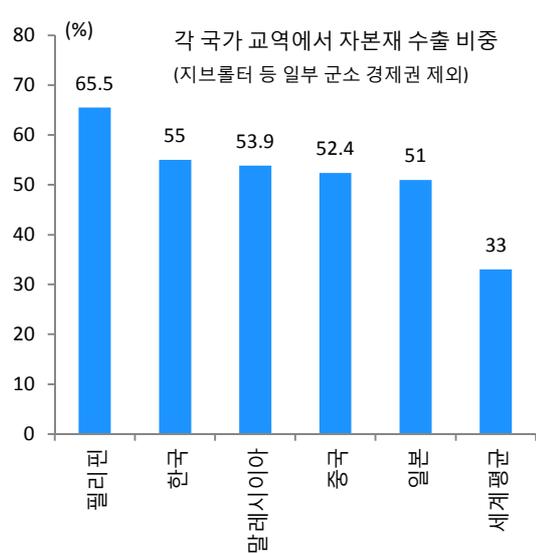
왜 이 같은 현상이 나타날까? 먼저 경기선행지수의 추정 방법론을 살펴 봤다. 각 국간 경기 현황 비교에 자주 쓰이는 OECD 경기 선행지수는 대상 국가 전체를 같은 세부지표들을 이용해 산출하는 것이 아니라 국가별 경기 특성을 반영한다는 관점에서 각기 다른 지표들을 활용한다. 몇몇 국가들의 구성 항목들을 표에 정리해 보았는데, 미국의 경우를 보면 주택건설 착공 건수, 내구재 수주액, 제조업 주당 근로 시간, PMI, 장단기 금리차, 주가, 소비자기대지수 등으로 구성된다. 일반적으로 선행성을 가진다고 여겨지는 지표들도 포함되어 있지만, 포함되는 실물 지표들의 경우 현재의 산출과 관련된 지표들이 다수 포함되어 있다. 그런데 한국의 경우를 보면 제조업 BSI, 재고순환지표, 자본재 재고, 주가, 장단기 금리차, 순상품 교역조건 등이 포함되어 있다. 모든 세부 지표들이 가격, 심리, 그리고 제조업 경기의 선행 지표로 볼 수 있는 재고 관련 지표들로 구성되어 있다. 직관적으로 선행성이 기대되는 구성일 수 있다. 보다 본질적으로는 한국의 수출 구조도 함께 볼 필요가 있다. 한국은 주로 소비재 보다 자본재 중심의 수출 구조를 가지고 있다. WB의 2017년 세계 무역 데이터 베이스에 따르면 한국은 전체 수출의 55%가 자본재로 구성되어 있다. 전세계 일정규모 이상 국가 가운데 가장 높은 비중이다. 미국 등 선진국의 실물 사이클에 선행성을 보일 수 있는 산업구조로 볼 수 있다.

[차트2] 국가별로 각 국가 경제에 선행성을 보인다고 인식되는 지표의 성격이 다소 다른 것으로 나타나고 있음

국가	포함지표
미국	- 주택착공건수, 내구재수주액, 제조업근로시간 - 소비자기대지수, PMI - 장단기 금리차, 주가지수
독일	- 제조업 주문유입/수요, 제조업 신규주문, 완성품재고, 수출주문 - IFO 경기전망지수 - 장단기금리차
일본	- 주택건설착공지수, 제조업 초과근무시간 - 수입/수출비율, 재고/출하비율, 중소기업판매전망 - 대출/예금 비율, 장단기금리차
한국	- 재고순환지표, 자본재재고, 순상품교역조건 - 제조업 BSI - 주가지수, 장단기금리차

자료: OECD, 유엔타증권 리서치센터

[차트3] 일정 규모 이상의 국가 가운데 한국의 자본재 수출 비중은 전세계 2위



자료: WB, 유엔타증권 리서치센터

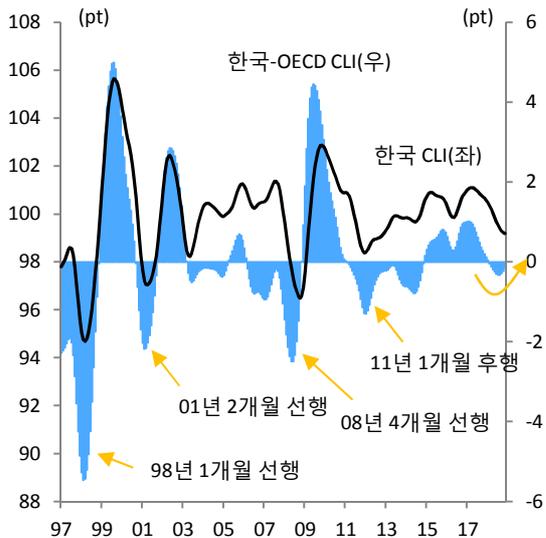


주식시장 투자전략

3. 지표 자체에서 발견할 수 있는 시그널들

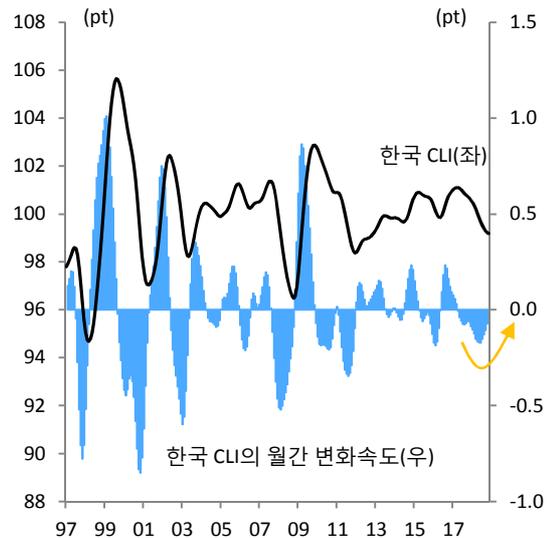
사실 한국의 경기 선행지표는 아직까지 하락세를 이어가고 있다. 10월 99.22에서 11월 99.19로 추가 하락했다. 그러나 지표 자체적으로도 저점 임박을 기대하게 만드는 시그널들이 등장하고 있다. 산술적으로 유사한 주기를 가지며 시차가 있는 두 개의 사이클 지표가 존재할 경우 두 지표 보다 선행하는 지표를 산출해 낼 수 있다. 학교 수학시간에 배웠던 sin과 cos 함수를 떠올려 보자. 한국은 대외 의존도가 높은 만큼 미국이나 글로벌 경기에 밀접한 연관성을 가진다. 때문에 앞서 확인한 바와 같이 OECD 경기 선행지수나 미국의 경기선행 지수와 비슷한 사이클을 가지고 있으며, 다소 선행성을 가진다는 사실을 응용하면 두 경기 선행지수의 차분 혹은 비율은 한국의 선행지수보다 선행할 것이라는 추론이 가능하다. 실제로 계산해 보면 장기 추세가 형성된 가운데 나타난 단기 등락의 경우 유의성이 떨어지지만, 추세 전환으로 볼 수 있는 변곡점에서는 한국과 OECD 경기 선행지수의 차분 사이클이 한국 경기 선행지수 사이클에 약 1.5개월 선행한다. 또한 경기선행지수가 상당히 추세적인 움직임을 가져가는 지표라는 점을 고려하면, 지표 자체의 변화 속도도 선행성을 가진다고 볼 수 있다. 이 역시도 최근 변화의 조짐이 뚜렷하게 나타나고 있는 상황이다. 글로벌 및 한국 경기에 대한 우려가 극심할 수 있는 구간이지만, 긍정적인 시그널에도 관심을 가져 볼 필요가 있다.

[차트4] 유사한 사이클을 가지는 한국과 OECD 경기 선행지수의 차분은 한국 경기 선행지수보다 다소 빠르게 전환



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

[차트5] smooth 한 추세를 가진 지표의 변곡점이 형성되기 전에는 속도의 절대값 감소가 먼저 나타나게 됨



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

