



익숙하지만 상기해 볼 필요가 있는 소재들

1. 미국 고용 지표의 회복은 이어지겠지만

- 6월부터 여러 주에서 실업급여 지급 정책이 종료되고 있는 만큼 미국의 고용지표는 당분간 빠르게 회복될 가능성이 존재
- 현재 제시된 일자리가 모두 고용으로 연결되는 수준으로 회복된다고 하더라도 코로나 발생 이전 성장 경로에는 못 미치는 수준의 회복
- 결국 현 시점에서 상정할 수 있는 1차적인 경기 회복의 레벨은 경기 호황이 아닌 19년~20년 초 수준의 정상 영역으로의 복귀 정도가 될 듯

2. 모멘텀 지표들의 정점 통과와 통화정책 정상화

- 단기 사이클 지표들의 고점이 가까워졌거나 이미 확인되고 있는 상황. 한국의 수출 증감률이나 ISM 제조업 지수가 그 예
- 사이클 지표들이 둔화되고 있는 상황이지만, 통화정책의 정상화는 이와 별개로 이미 시작되고 있는 것으로 볼 수 있을 듯
- 매크로 모멘텀 지표의 둔화와 통화정책 전환이 동시에 진행됐던 과거 사례들을 보면, 증시 퍼포먼스는 그리 좋다고 보기 어려움

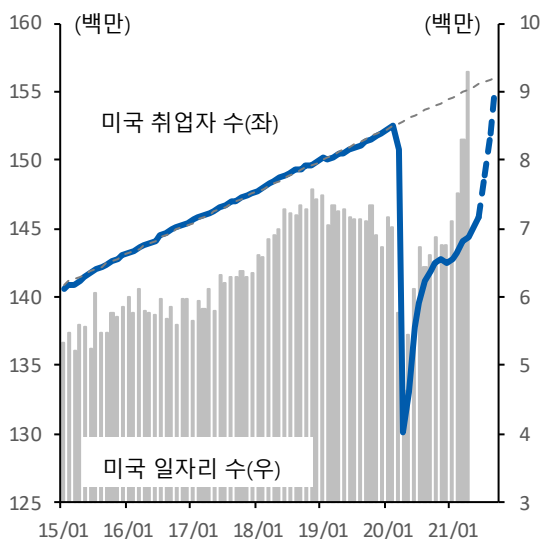
3. 경기가 서비스업 중심으로 개선될 경우

- 향후 남아있는 경기 회복 과정은 제조업 보다는 서비스업 부문을 중심으로 진행될 가능성이 높아 보임
- 한국의 경제 구조, 증시 구조를 감안하면 미국이 서비스업 중심으로 회복 되는 상황은 제조업 중심 회복 국면에 비해 우호적이지 못한 환경
- 통화정책 정상화, 경기 회복의 성격 및 추가적인 회복 지속성 등의 소재들을 고려할 때 증시에 우호적인 환경이라고 보기는 어려울 듯

1. 미국 고용 지표의 회복은 이어지겠지만

현재 미국 고용시장은 충분한 일자리(Job opening)가 존재하지만 정부 실업급여 등의 영향으로 노동자들의 복귀가 이루어지지 않고 있어 회복이 더디다는 것이 일반적인 평가이다. 때문에 6~7월 중 다수의 주에서 실업급여가 중단되고 9월까지 모든 주에서 조치가 마무리됨에 따라 당분간 빠른 고용 회복이 나타날 수 있다. 결국 3분기 중 빠른 고용 회복이라는 방향성에 대해서는 이견을 달기가 쉽지 않은데, 레벨 측면에서 생각해 볼 필요도 있다. 4월 현재 미국 일자리 수는 928만건 가량이다. 그리고 5월 총 취업자 수는 1억 4576만명이다. 3분기 중 일자리가 모두 취업으로 연결된다는 가정을 하면 약 1억 5500만명이 취업상태에 있게 된다. 코로나 직전 20년 2월 미국의 취업자 수는 1억 5252만명이었다. 한편, 일자리 수도 경기 침체와 같은 특수 상황이 아니라면 우상향하는 경향이 있다. 즉, 현재 확인되고 있는 일자리가 모두 채워진다고 해도 겨우 코로나 이전 수준의 명목 레벨을 달성하는 정도일 뿐, 원래의 성장 경로보다 하방에 위치한다. 지난 주 발표된 ISM 제조업 지수 하위 항목 중 고용 지표가 50pt를 하회했다. 기존 경제 수준 이상으로의 탄력적인 고용 회복이 기대되는 상황은 아니라는 전망이다. 고용지표 하나로 경제 현황을 모두 나타낼 수 있는 것은 아니지만, 현재 상정해 볼 수 있는 1차적인 회복 후 경제의 위치는 2019년~20년 초 수준으로 복귀하는 수준이라는 점에 유의할 필요가 있다.

[차트1] 현재 남아있는 미국 일자리 수가 모두 취업으로 연결된다고 하더라도 기존 성장 경로 보다는 하회하는 수준



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 지난 주 발표된 미국 ISM 제조업 지수 가운데 고용 지수는 기준선인 50pt를 하회한 것으로 확인



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 모멘텀 지표들의 정점 통과와 통화정책 정상화

앞서 살펴 본 바와 같이 현재 이야기하는 매크로 회복 수준은 19년~20년 초 정도이다. 즉, 지난 해 코로나로 인해 이례적으로 위축됐던 상황에서 정상 영역으로 복귀하는 정도를 기대하는 것이지 당장 호황 국면을 진행하는 것과는 거리가 있다. 단기 사이클 측면에서 본다면 경기의 추가적인 회복에 대한 기대는 제한적인 상황이라고 볼 수 있는데, 실제로 지난 주 발표된 ISM 제조업 지수나 한국의 수출 증감률 같이 글로벌 경기 소순환 사이클을 가장 빠르게 잡아내는 지표들도 고점을 통과하는 모습이 나타나고 있다.

적어도 당장은 매크로 상황의 레벨 업에 대한 기대가 쉽지 않음에도 불구하고 통화정책은 기존에 비해 타이트한 쪽으로 방향을 잡아가고 있다는 점도 생각해 볼 필요가 있다. 현재 적용 중인 양적완화나 금리 인하는 지난 해 코로나 확산에 따른 비상 조치로 적용된 것이다. 추가적인 경기 개선이 아니라 앞서 살펴 본 고용 지표와 같이 이례적인 충격 상황에서 벗어났다는 것만으로도 일정 부분 정도는 정상화 방향으로의 움직임을 가져갈 명분이 충분하다. 그리고 이미 정책 정상화 논의는 시작된 상황이다. 문제는 통화정책의 방향 전환에 대한 부담과 증시 펀더멘털 모멘텀 측면의 전환이 중첩될 경우 부진한 움직임이 나타났던 사례들을 찾아볼 수 있다는 점이다.

[차트3] 미국 ISM 제조업 지수나 한국 수출 증감률 같은 매크로 모멘텀 측면의 지표들은 정점을 통과한 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 펀더멘털 측면에서의 모멘텀 둔화와 통화정책에 대한 우려가 동시에 작용하는 경우 증시는 부진한 경향

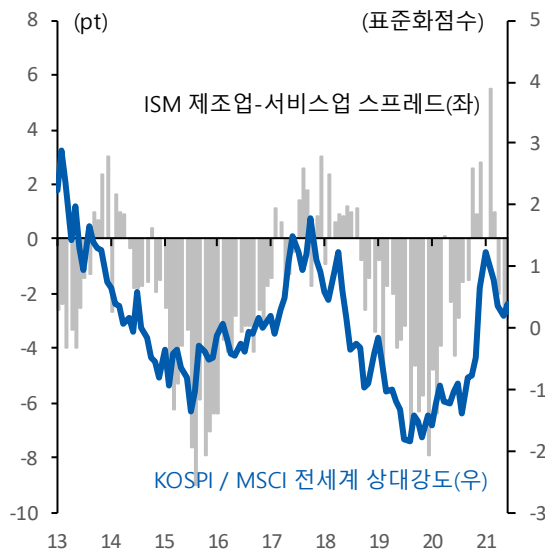


자료: 유안타증권 리서치센터

3. 경기가 서비스업 중심으로 개선될 경우

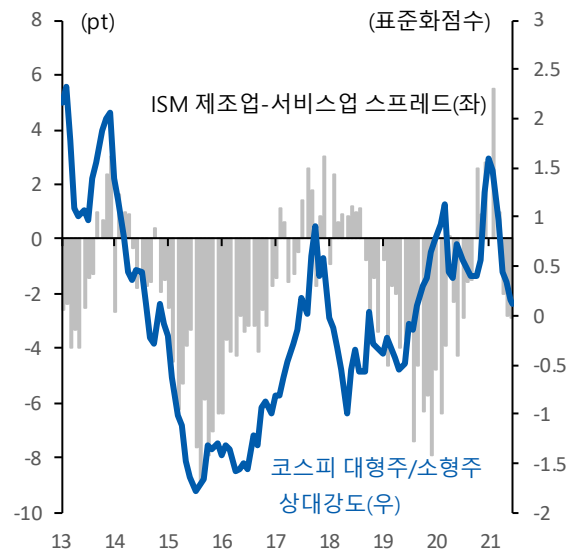
고용의 회복도 그렇고 향후 추가적인 경기 회복이 조금 더 진행될 수 있다면 그 주축이 되는 분야는 제조업보다 서비스업 부문일 가능성이 높아 보인다. 미미한 변화이긴 하지만 최근 발표된 글로벌 주요 경제권의 제조업 지표들이 예상치를 하회하는 빈도가 높아지는 경향이 보이고 있다. 더불어 이미 정점을 통과한 모습의 ISM 제조업 지수와 달리 서비스업 지수는 상대적으로 견조한 흐름이다. ISM 제조업 지수와 서비스업 지수의 상대 강도는 연 초 이후 하락 구간에 진입해 있다. 이 같은 상황은 우리 증시 입장에서 그다지 달갑지 않다. 국내 산업 구성에 있어 구조적 변화가 있다고는 하지만 아직 중간재와 자본재를 바탕으로 한 재화의 수출이 전체적인 경제 활동에 미치는 영향이 큰 구조이다. 때문에 제조업 경기가 상대적으로 활발한 움직임을 보일 때 탄력적인 모습을 보이는 한국 증시 입장에서는 다소 부담스러운 상황에 직면하는 것으로 볼 수 있다. 실제로 앞서 언급한 ISM 제조업 - 서비스업 스프레드와 한국 증시의 글로벌 증시 대비 상대 강도는 꽤 밀접한 연관성을 보이는 경우가 많다. 결론적으로 단기 매크로 사이클 측면에서 추가 개선에 대한 기대가 크지 않다는 점, 그럼에도 불구하고 통화정책 전환 시점이 다가오고 있다는 점 마지막으로 그나마 남아있는 경기 회복 과정이 서비스업을 중심으로 진행될 가능성이 높다는 점 등을 감안하면 일단 신중한 시각에서 시장을 바라볼 필요가 있다는 판단이다.

[차트5] 미국 경기 회복세가 서비스업을 중심으로 진행될 경우 국내 증시에 크게 유리한 환경은 아닌 듯



자료: 유안타증권 리서치센터

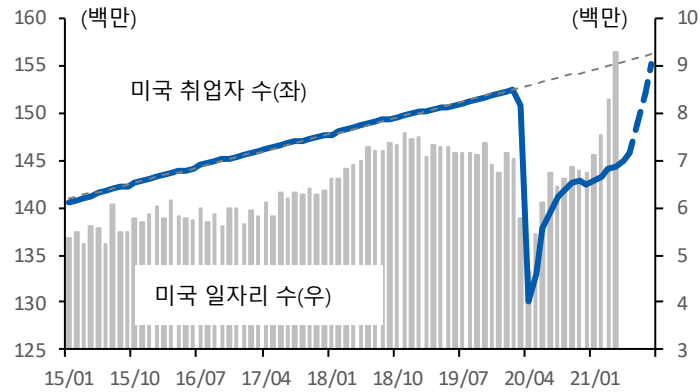
[차트6] 매크로 모멘텀 측면에서 우호적인 여건이 아닌 경우 대형주 보다는 중/소형주의 매력에 부각



자료: 유안타증권 리서치센터

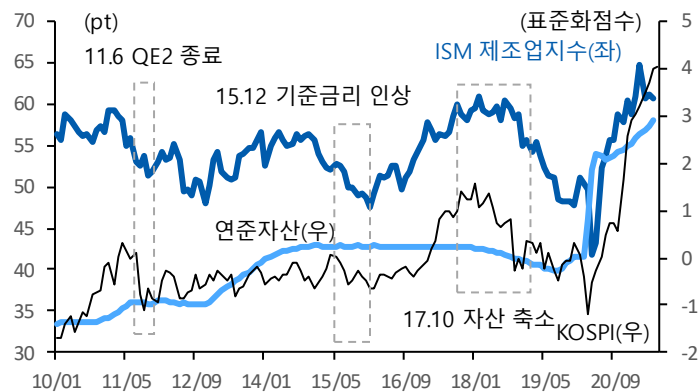
Key Chart

현재 미국 일자리가 모두 고용으로 전환된다면 코로나 이전 수준까지는 회복 가능



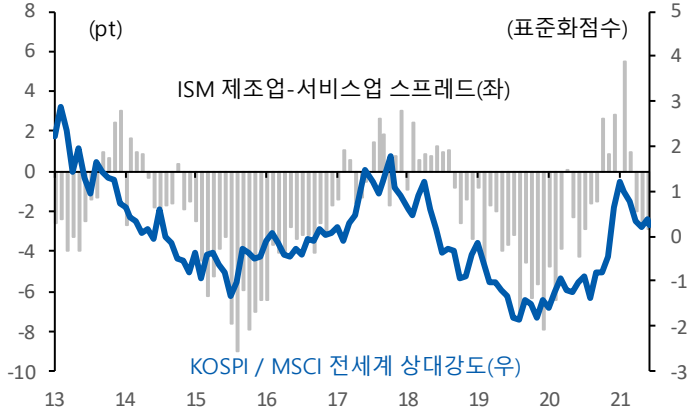
자료: 유안타증권 리서치센터

매크로 모멘텀의 둔화와 유동성 정책의 타이밍이 동시에 진행된 사례들



자료: 유안타증권 리서치센터

미국 경제가 서비스업 중심으로 회복될 경우 국내 증시에 유리한 환경은 아닐 듯



자료: 유안타증권 리서치센터