

I. 자산배분

경기확장 국면에서 확인해야 할 이슈

조승빈 seungbin.cho@daishin.com

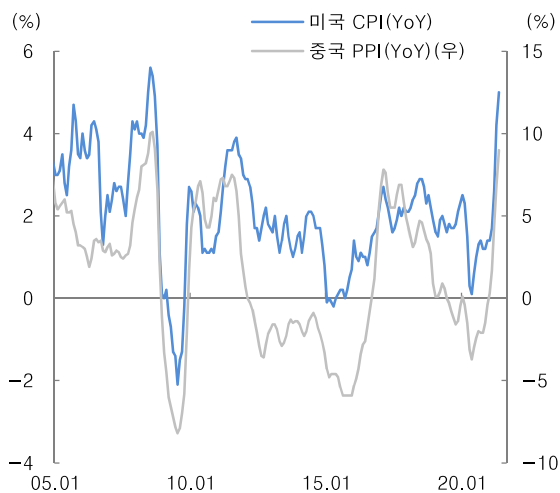
물가지표 급등에도
글로벌 금융시장은
견조한 흐름 지속

지난 2/4분기에는 글로벌 물가지표의 상승속도가 빨라졌다. 미국의 5월 소비자물가지수(CPI)는 전년동월대비 5.0% 상승하면서 2008년 8월 이후 최고치를 기록했다. 인플레이션에 대한 우려가 한층 높아졌지만 글로벌 주식시장은 견조한 모습을 유지했다. 물가의 가파른 상승이 일시적인 현상이라는 시장의 믿음과 글로벌 경기 회복세가 위험자산에 대한 선호심리를 뒷받침하고 있기 때문이다.

OECD 경기선행지수(OECD+6NME 기준)는 2020년 4월 저점 이후 13개월째 상승세를 이어가고 있다. 코로나19에 따른 기저효과로 경기선행지수가 빠르게 개선되면서 경기선행지수는 어느덧 전고점 수준에 근접한 상황이다. 연초 이후 평균 개선속도가 이어진다면 7월에 발표되는 6월 경기선행지수는 2017년 고점을 넘어설 수 있고, 8월 지표는 2011년 고점을 돌파할 것으로 예상된다.

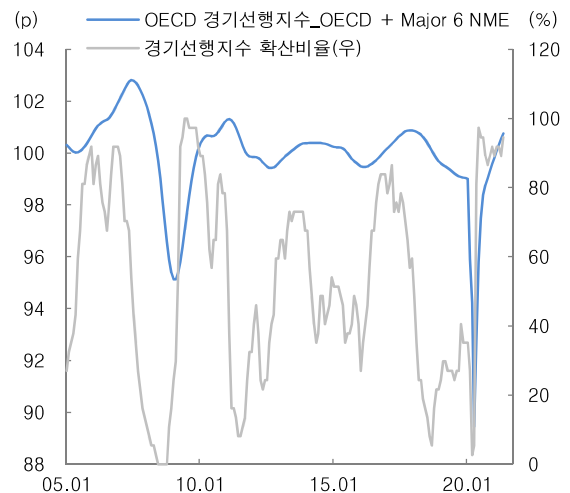
하지만 아직은 글로벌 경기의 고점 통과 가능성을 우려할 시기는 아니라고 판단한다. 경기선행지수보다 변곡점이 먼저 형성됐던 경기선행지수 확산비율(경기선행지수가 개선된 국가비율)이 현재 95%로 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다.

그림 1. 2Q21에 가파른 상승세를 나타낸 물가지표



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. OECD 경기선행지수와 경기선행지수 확산비율



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

양호한 글로벌 제조업 경기와 가파르게 개선되는 소비심리는 기업실 적에 긍정적

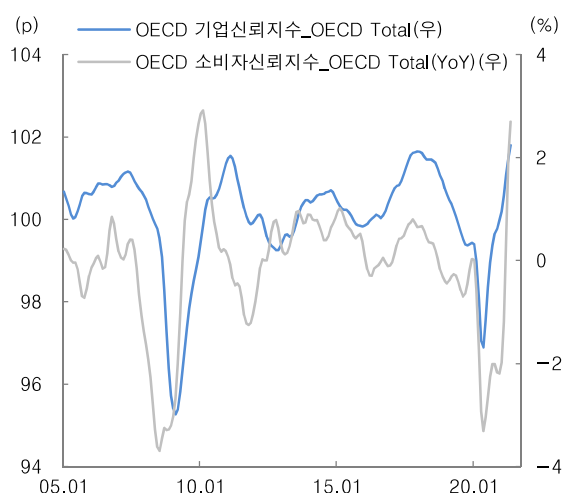
작년 하반기부터 살아나기 시작한 제조업 경기는 여전히 글로벌 경기를 뒷받침하고 있다. 작년 5월 저점 이후 12개월 연속 개선된 OECD 기업신뢰지수는 2017년 12월 고점을 돌파했다.

연초 이후에는 그동안 기업경기 대비 부진했던 소비심리까지 빠르게 살아났다. 바이든 정부의 추가 경기부양책에 따른 현금지급, 코로나19 백신 접종 확대와 그로 인한 경제활동 정상화, 그리고 코로나19로 눌려있던 심리가 풀리면서 나타난 보복 소비 등이 소비의 가파른 증가로 연결됐다.

글로벌 제조업 경기 호조와 소비심리 개선은 기업실적에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 전세계 주가지수의 2021년 EPS는 연초 이후 13.0% 상승했다. 연초에 27.6%로 전망되던 전세계 주가지수 2021년 EPS 증가율 전망치는 현재 39.3%로 높아졌다. 지난 1/4분기 실적이 예상치를 상회하면서 기업실적 전망치 상향조정 속도가 빨라졌던 것도 2/4분기에 글로벌 금융시장이 안정을 찾을 수 있었던 요인중 하나였다.

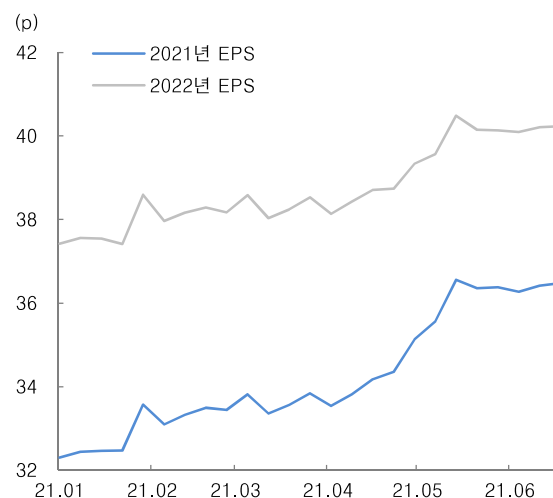
기업실적 개선 및 실적 전망치 상향조정은 주식시장의 밸류에이션 부담을 완화시켜 줄 수 있다. 2021년 EPS가 상대적으로 상향조정 폭이 크게 나타나면서 2022년 EPS 성장률 전망치가 연초 대비 낮아지고 있지만 여전히 10.3%로 두자릿수 이상의 성장이 기대되고 있다는 점도 긍정적이다. 또한 전세계 주가지수의 12개월 선행 이익수정비율이 11개월 연속 (+)권을 유지하고 있다. 실적 전망을 상향조정하는 애널리스트의 비중이 상대적으로 높다는 점에서 기업 실적 전망치의 추가 상향조정 가능성도 남아있다고 판단한다.

그림 3. 기업경기 및 소비심리 개선 지속



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 연초 이후 전세계 주가지수 EPS 전망 변화



자료: Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

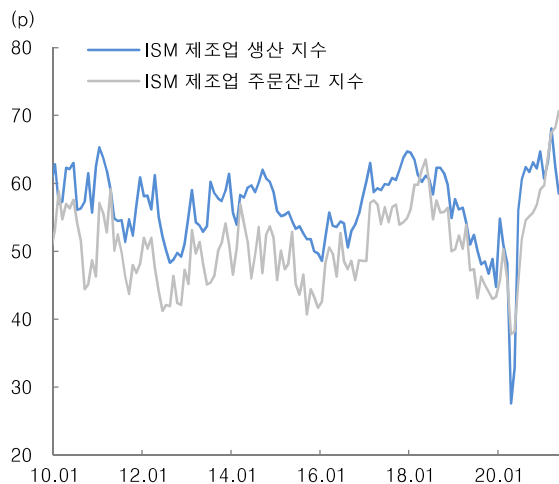
주문을 따라가지 못하고 있는 제조업 생산과 구직자에 유리한 고용환경도 긍정적

글로벌 제조업 경기와 소비심리는 당분간 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. ISM 제조업 지수의 세부항목인 생산지수가 지난 5월에 58.5를 기록하면서 2개월 연속 둔화되는 모습이 나타났다. 최근 생산지수의 부진은 원부자재 조달의 문제가 심화되면서 나타난 현상이다. 생산지수의 부진과 달리 주문지수는 70.6으로 역대 최고치를 기록중이다. 생산이 주문을 따라가지 못할 정도로 밀려있는 주문을 고려하면 제조업 경기의 급격한 둔화 가능성은 낮다고 판단한다.

미국 고용지표가 예상보다 부진한 결과를 기록중이지만, 현재 고용환경은 기업들이 구인난을 겪을 정도로 근로자들에게 유리하게 형성되고 있다. 지난 4월 미국 노동부의 구인/이직 동향보고서(Job Openings and Labor Turnover Survey, JOLTS)에 따르면 4월 미국 구인 건수는 929만건으로 역대 최고치를 기록했다. 반면, 실제 구직건수는 608만건에 그치면서 구인과 구직의 격차 또한 역대 최고 수준으로 벌어졌다.

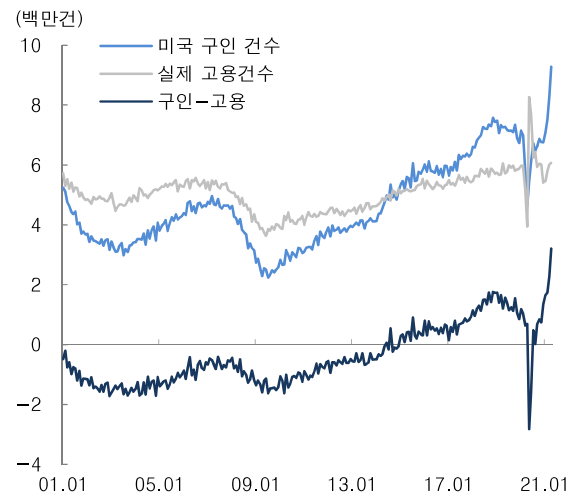
기업들이 구인난을 겪고 있는 이유는 바이든 정부의 추가 실업급여 지급 정책과 대다수 학교의 온라인 수업 지속 등의 이유로 실업자들의 일터 복귀가 지연되고 있기 때문이다. 또한 기업들이 구인난으로 직원을 뽑을 때 좀 더 좋은 조건을 제시하고 있는 것도, 근로자들의 이직을 부추기는 결과로 연결되고 있다. 지난 4월 미국 근로자들의 자발적 퇴직률은 역대 최고 수준을 기록했다. 구직자들에게 유리한 고용환경은 소비심리에도 긍정적으로 작용할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 5. 주문을 따라가지 못하는 생산



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 역대 최고치를 기록한 미국 구인 건수



자료: NAHB, 프레디맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

향후 물가지표 둔화 여부는 임대료의 안정적인 흐름 유지가 중요

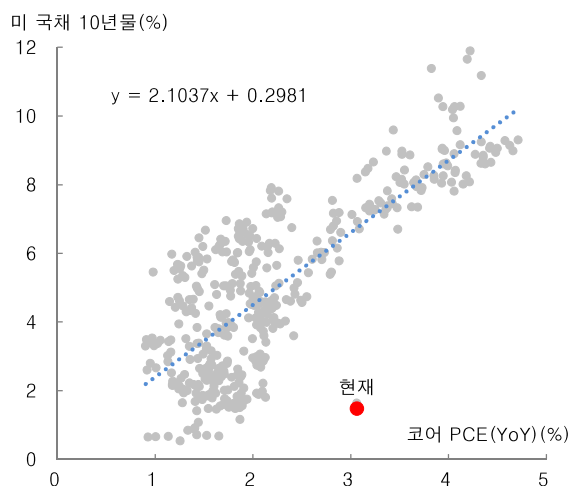
지난 2/4분기 물가지표의 가파른 상승에도 불구하고 미 국채 10년물 금리는 오히려 1.5%대로 낮아졌다. 지난 1/4분기 당시 금리 상승의 원인으로 물가 상승에 대한 우려가 제기되었던 것과 비교하면 상반된 결과라고 볼 수 있다.

최근 국채금리의 안정은 물가지표의 상승이 일시적일 것이라는 기대감이 강해지고 있기 때문이라 판단한다. 현재 미 국채 10년물 금리 수준은 과거 코어 PCE(YoY)와 금리 사이의 분포와 비교할 때 현저하게 낮은 상황이다. 시장은 향후 코어 PCE가 2% 수준 이하로 내려가는 것을 미리 반영하고 있다.

미국 소비자물가지수의 둔화 여부에 있어 중요한 변수는 임대료가 될 것으로 예상된다. 과거 소비자물가지수가 상승할 때는 대체로 임대료가 함께 상승하면서 소비자물가지수 상승을 주도했다. 하지만 최근에는 물가지표가 급등하는 과정에서 임대료는 안정적인 모습을 유지하고 있다.

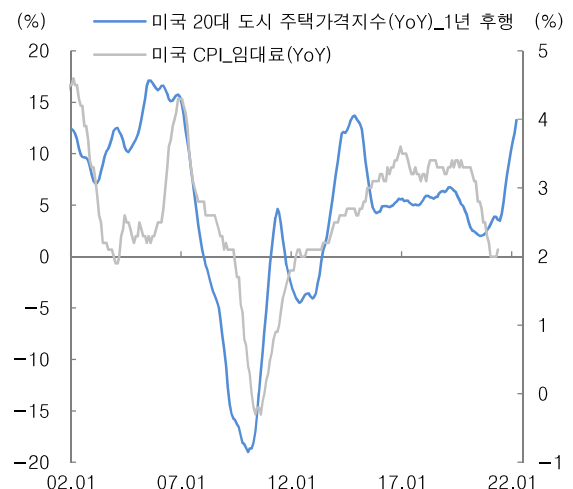
작년 하반기 이후 가파르게 상승한 주택가격이 임대료에 영향을 미칠 가능성에 주목할 필요가 있다. 미국 20대 도시 주택가격지수의 전년동월대비 상승률은 약 1년의 시차를 두고 임대료 상승에 영향을 미치는 모습이 나타났다. 코로나19 백신접종 확대에 따른 경제활동 정상화와 구직을 위한 도심으로의 복귀는 임대 수요의 확대에 연결될 수 있는 요인이다. 미국 온라인 부동산 플랫폼인 Apartment List에 따르면 미국 임대료 중간값은 지난 5월에 전년동월대비 5.3% 상승한 것으로 나타났다. 임대료가 미국 소비자물가지수에서 24%의 비중을 차지하고 있는만큼 임대료의 안정 여부에 주목할 필요가 있다.

그림 7. 미 국채 10년물과 코어 PCE 분포



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 주택가격 상승 1년후 임대료 상승에 영향



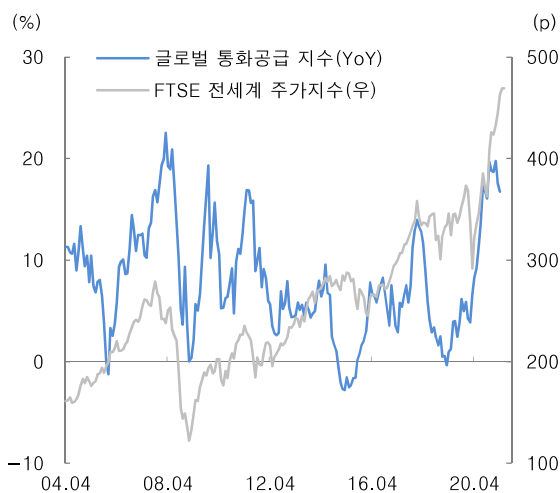
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 유동성
공급 속도도
기저효과의 영향
으로 둔화되는 모습
실물경기의 개선
여부가 중요해지는
국면

블룸버그에서 제공되는 글로벌 통화공급 지수는 주요국 M2(광의통화)를 합산해 만든 지표로 전세계 통화공급의 수준과 속도를 가늠해 볼 수 있다. 미국, 유럽, 일본 등 주요국 중앙은행의 자산매입이 지속되면서 글로벌 통화공급 지수의 절대수준은 꾸준히 상승세를 나타내고 있다. 하지만 기저효과는 글로벌 유동성에도 존재한다. 작년 코로나19 이후 각국 정부와 중앙은행의 적극적인 정책 시행으로 유동성 공급이 가파르게 늘어났던 만큼 글로벌 유동성의 증가속도는 둔화될 수 밖에 없는 상황이다. 글로벌 통화공급 증가를 주도했던 미국 M2의 전년동월대비 증가율은 지난 2월에 +27.1%로 고점을 기록한 이후 4월에는 18.0%로 둔화됐다. 미국 M2 증가율이 10%대로 내려온 것은 작년 5월 이후 처음이다. 미국 뿐만 아니라 유로존과 중국 등 주요국 M2 증가율도 둔화되는 모습이 나타나고 있다.

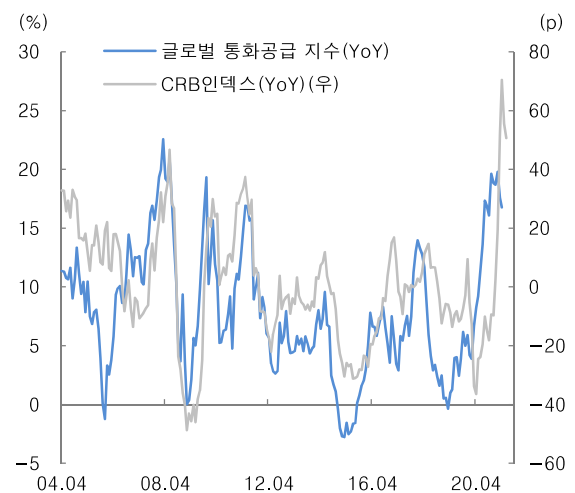
주요 중앙은행의 자산매입이 이어지고 있고, 유동성 증가율 둔화가 기저효과의 영향 때문이라는 점에서 글로벌 유동성 공급속도 둔화에 대한 우려는 높아지지 않을 수도 있다. 하지만 글로벌 경기 회복이 상당부분 이어진 상황에서 물가상승에 대한 우려가 부각되고 있기 때문에 지금보다 공격적인 유동성 공급 정책을 시행하기에는 부담스러운 상황이라 판단한다. 그동안 풍부한 유동성 환경이 주식과 원자재 시장의 가격 상승에 긍정적인 영향을 미쳤다는 것은 부인할 수 없다. 글로벌 통화공급 지수 상승률이 둔화될 때 전세계 주가지수와 원자재 시장도 정체되는 모습이 나타났다는 점에서 이제는 유동성의 힘 보다 실물경기의 개선 여부가 중요해지는 국면으로 넘어가고 있다고 판단한다.

그림 9. 글로벌 통화공급 지수와 전세계 주가지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 글로벌 통화공급 지수와 원자재 지수(YoY)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업실적에
부정적인 변수가
나타나고 있는
만큼 2Q21 실적
발표 결과 주목
다만, 변동성
확대는 위험자산에
대한 비중확대
기회가 될 것으로
판단

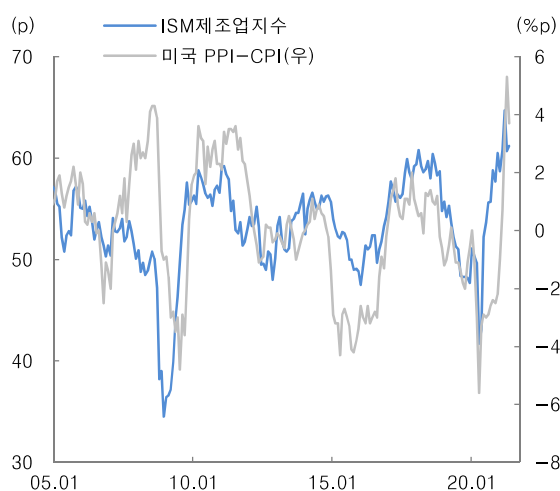
기업실적이 시장의 기대치를 충족시켜 줄 수 있는지 여부도 중요하다. 이번 2/4분기에는 기업실적에 다소 부정적인 변수들이 나타나고 있다는 점에서 실적발표 결과에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

현재 기업들은 원부자재 조달에 어려움을 겪고 있다. 미국 공급 관리자 협회에 따르면 생산에 필요한 원자재의 발주부터 납입되어 사용할 수 있을 때 까지의 기간(리드타임)이 85일로 역대 최고치를 기록중이다. 해운 업황 호조로 물류비용이 빠르게 상승하고 있는 가운데 중국의 주요 항만인 광둥성의 옌텐항이 코로나19 확산으로 테이너 처리 활동을 제한하고 있다는 점도 공급망 차질의 우려를 높이고 있다.

미국의 소비자 물가지수 보다 생산자 물가지수의 상승폭이 더 크다는 점도 기업에는 부담요인이다. PPI와 CPI의 격차가 과거 고점 수준으로 높아졌는데 기업들이 원가 부담을 소비자들에게 전가시키기 어렵다는 것으로 해석할 수 있다. 과거에도 PPI와 CPI의 격차가 크게 벌어진 후 제조업 경기 둔화가 시작되는 모습이 나타났다는 점도 염두에 둘 필요가 있다. 전세계 주가지수 기업실적 상향조정 흐름도 1/4분기 실적발표가 마무리 된 지난 5월 중순 이후 정체되고 있다.

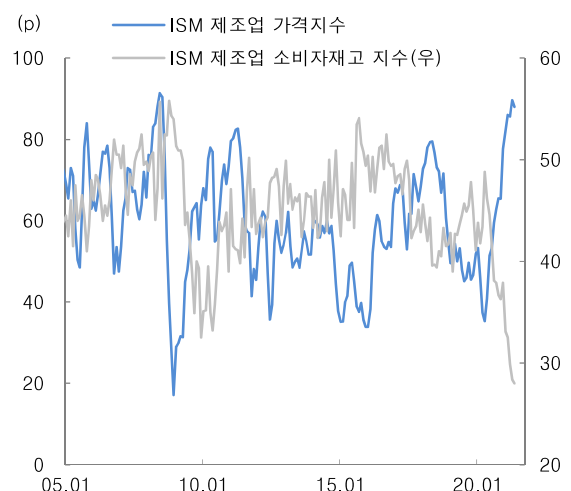
기대 이상의 1/4분기 기업실적이 글로벌 주식시장의 안정으로 연결됐다는 점에서 2/4분기 실적발표 결과가 예상치를 하회한다면 글로벌 주식시장의 변동성 확대로 연결될 수 있다. 다만, 공급망 차질과 물가지표 움직임은 일시적일 가능성이 높고, 현재 재고수준이 현저히 낮아 제조업 경기의 급격한 둔화 가능성도 높지 않은 만큼 금융시장의 변동성 확대는 위험자산의 비중확대 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

그림 11. PPI와 CPI 격차 확대 후 제조업 경기 둔화



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. ISM 제조업 가격지수와 소비자재고지수



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center