

시장의 가능자, '경기선행지수'



Global Strategy **우지연**

02) 6915-5663 / dnwldus2170@ibks.com

CONTENTS

I. 경기 '선행' 사이클에서 바라본 시장 방향성

II. 미국 경기 반등할 수 있을까?

III. Appendix



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

경기 '선행' 사이클에서 바라본 시장 방향성

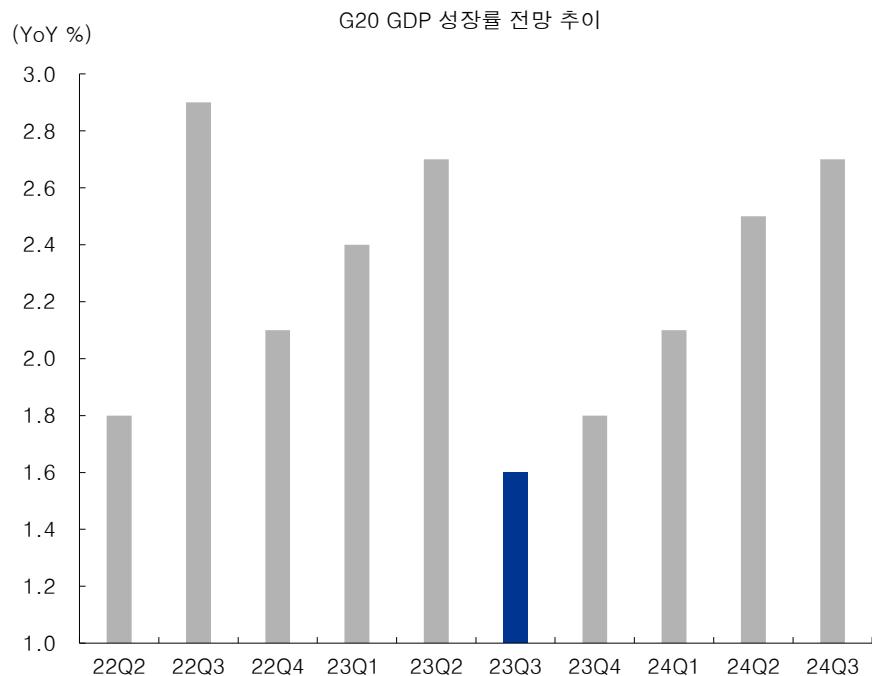


지속되는 경기 하강 시그널, 향후 경기의 향방은?



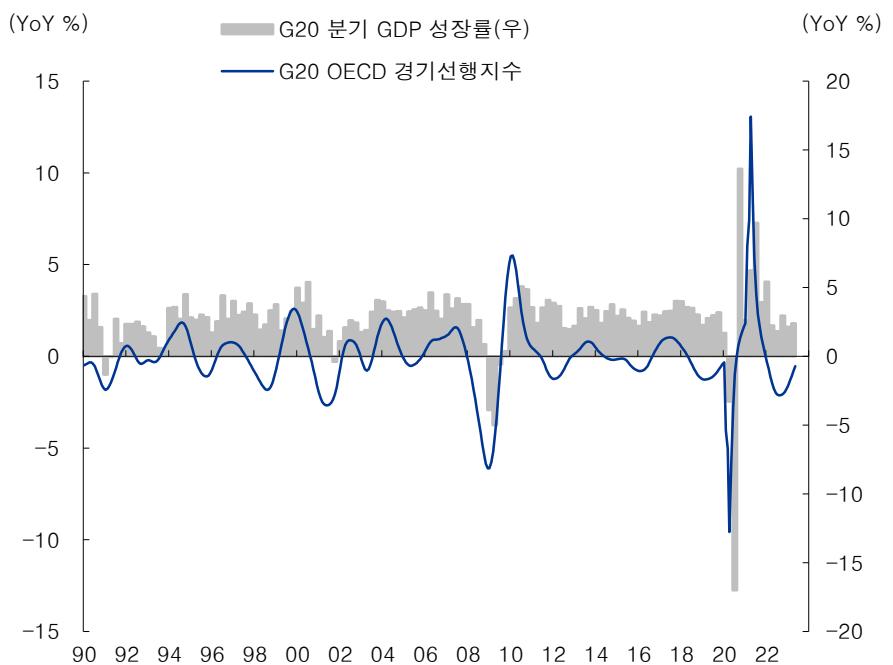
- 경기 불안을 떨치기 쉽지 않은 현재 국면. 고금리 여파, 은행권 불안, 제조업 경기 부진 심화 등 경기 하강 시그널은 지속되는 중
- 그러나, 시장은 이미 올해 3분기를 경기 바닥을 인식하고 있는 가운데, 현재 주목해야 할 것은 향후 경기 회복 흐름
- 다음해 경기 영향을 받는 하반기 증시 특성상 현재의 경기 불안보다 이후 전개될 경기 개선 경로에 대한 주목이 더욱 필요
- 이에 경기 방향성을 예측할 수 있는 경기 선행 지수를 통해 향후 글로벌 경기 회복 경로를 점검해 보고자 함

지속되는 경기 하강 시그널 속 시장은 경기 바닥을 3분기로 인식



자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기 선행 지수를 통해 향후 경기 회복 경로에 대해 점검이 필요



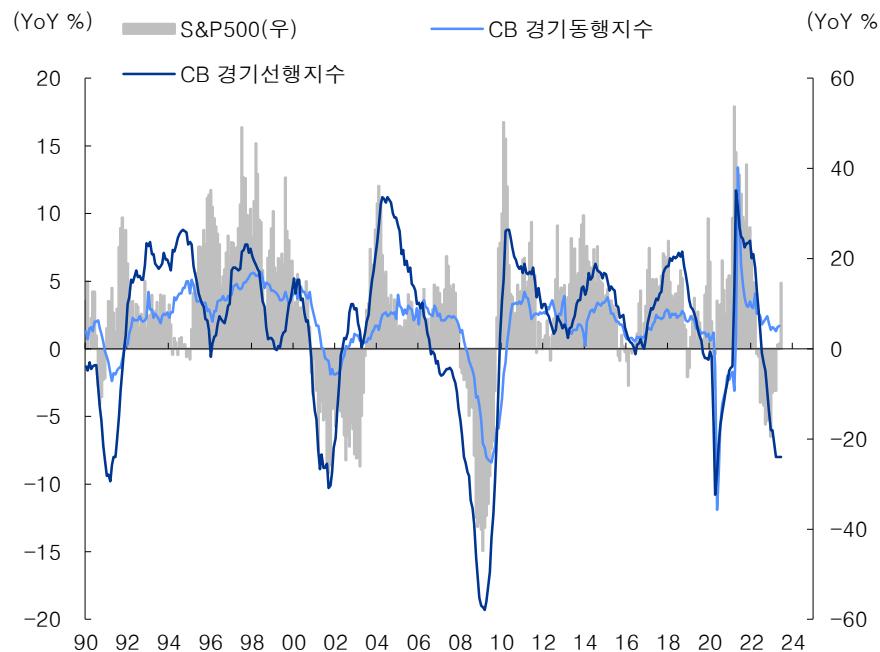
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기 '선행' 사이클

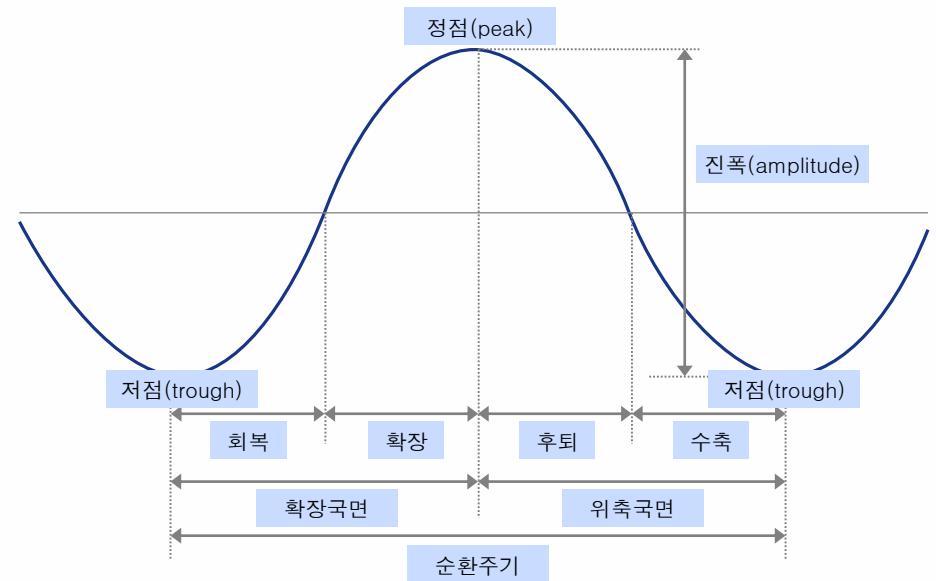


- 경기는 확장 국면과 위축 국면을 반복하는 순환적인 특징을 지니며, 이것을 경기 사이클이라고 지칭
- 경기 선행 지수는 경기순환주기의 전환 시점, 정점(수축기→확장기) 또는 저점(확장기 → 수축기)을 조기 예측하는데 유용한 지표
- 선행지수는 동행지수의 바닥을 평균적으로 3~5개월 선행. 선행지수의 턴어라운드는 시차를 두고 경기 회복세가 나타날 가능성을 암시하는 것
- 동행지수와 선행지수간 괴리가 심화되고 있는 가운데, 경기를 선 반영하는 주식시장의 특성상 선행지수 방향성에 집중할 필요
- 향후 경기 예상 경로와 이를 반영하는 시장 방향성을 예측해 보고자 선행지수를 활용한 경기 '선행' 사이클과 증시간의 상관관계를 분석

실제 경기 동행지수를 3~5개월 선행하는 경기 선행 지수



경기 선행 순환 국면



자료: Bloomberg, IBK투자증권

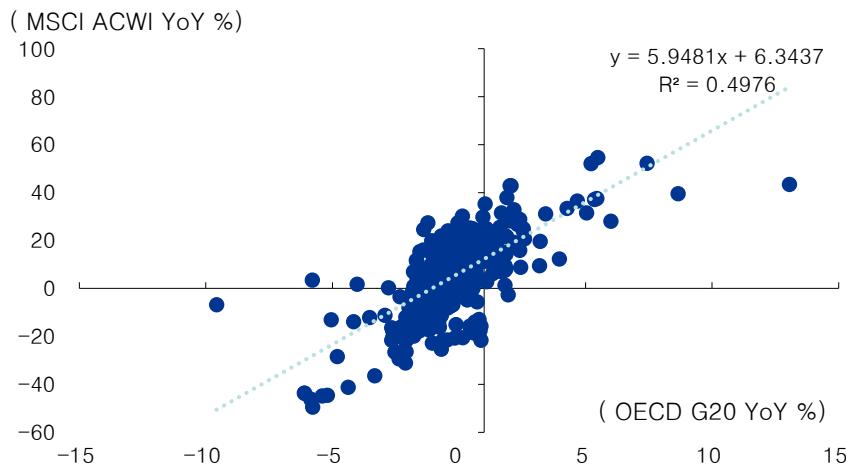
자료: 한국은행, IBK투자증권

경기 선행 지수와 주식시장의 상관관계



- 경기 선행 지수와 주가는 흐름 상 유사한 움직임을 보임
(경기 회복/확장 증시 ↑, 후퇴/수축 증시 ↓)
- 이는 증시가 향후 경기 방향성을 선 반영하는 동시에 선행지수 자체 내 세부 항목에 주가지수가 포함돼 있기 때문
- '90년대 이후 미 경기 선행 지수(Y)와 주가(Y)간의 상관계수는 0.71로 통계적으로 매우 유의미한 수치

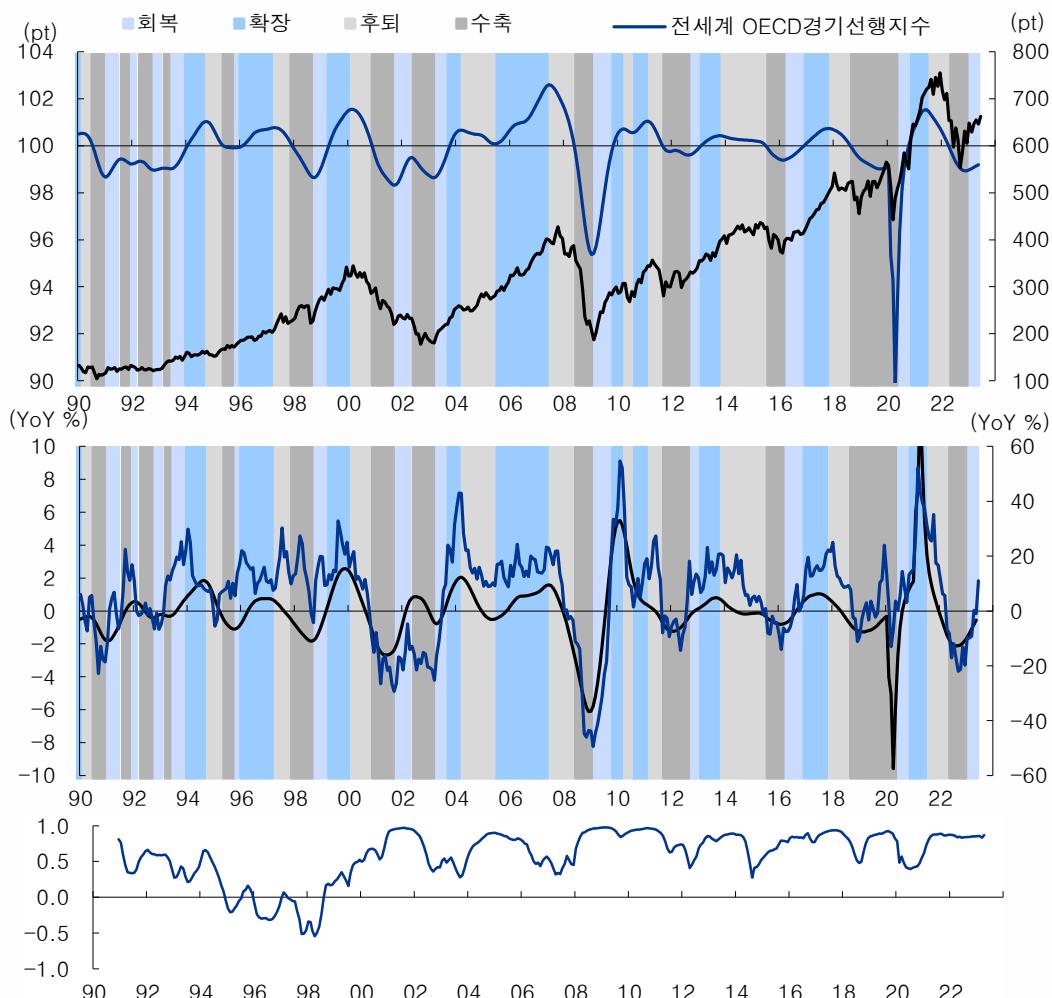
높은 상관성을 보이는 경기선행지수 증가율과 주가 수익률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 경기선행지수는 기준으로 '지수 $\geq 100pt$ & MoM ≥ 0 ' 확장, '100pt < 지수 & MoM ≥ 0 ' 회복, '100pt \geq 지수 & MoM < 0' 후퇴, '100pt < 지수 & MoM < 0' 수축

경기 국면 별 경기 선행 지수, 증시 그리고 증가율 상관계수 비교

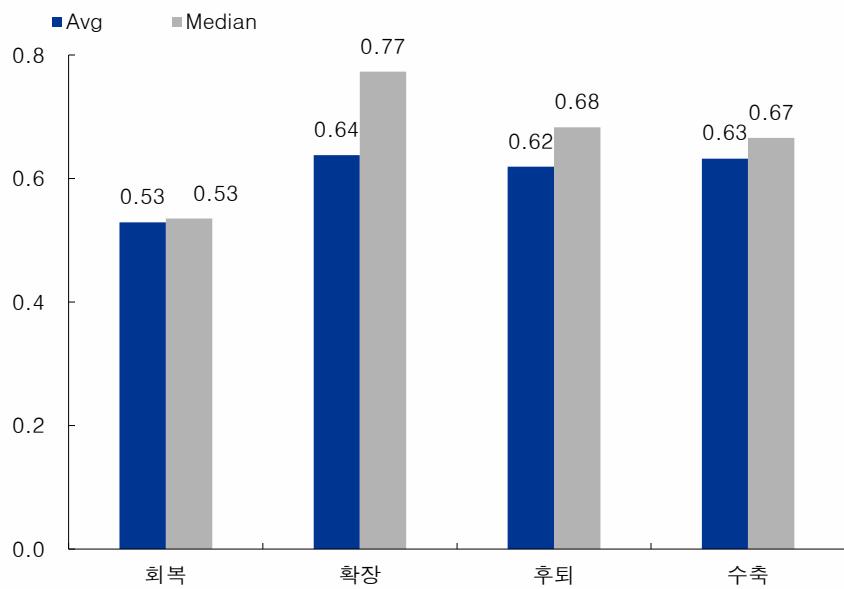


경기 선행 지수와 주식시장의 상관관계



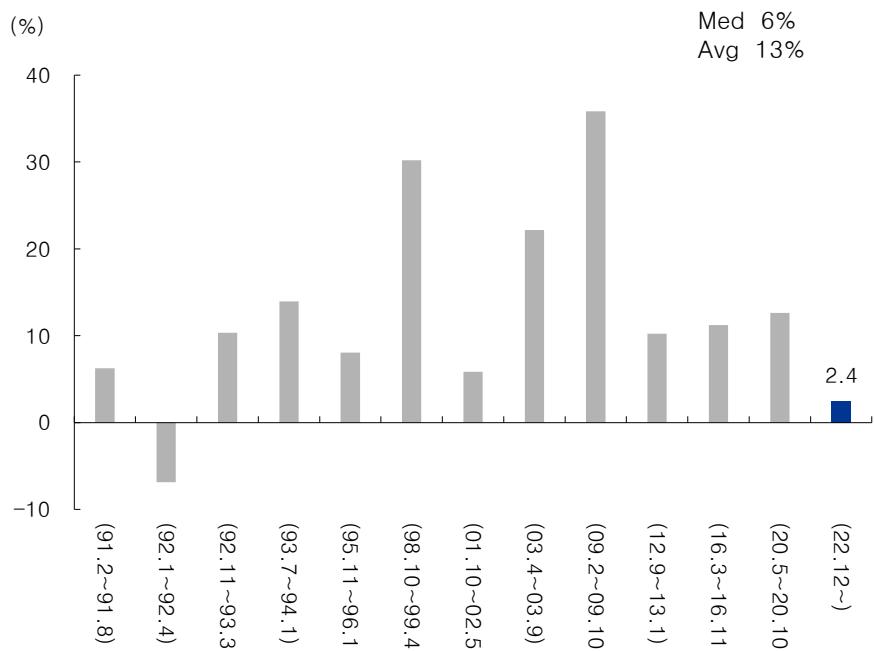
- 경기 선행 순환 국면 별 글로벌 경기 선행 지수 상승률과 MSCI ACWI 수익률간의 상관관계를 분석. 4개 국면 모두 대체적으로 다소 높은 상관성을 보유
- 선행지수와 증시의 상관관계가 높다는 것은 경기 상방(하방) 흐름에 맞춰 증시 또한 상승(하락)한다는 것을 의미
- 과거 전세계 경기 선행 회복기 기간은 3~9개월인 가운데, 현재 선행지수는 지난 12월부터 바닥을 확인한 후 6개월째 점진적인 회복세를 보이는 중
- 향후 선행지수 내 중요도가 높은 미국 경기의 턴어라운드를 확인하며 완만한 속도로 경기 선행 확장기에 진입할 가능성
- 경기 선행 지수 상승 흐름에서 속에서 증시도 장기적으로 우상향을 보일 것으로 기대(현재 2.4%, 평균 13%)

경기 선행 순환 국면 별 선행 지수와 증시간 상관계수



자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기 선행 회복기 주가 상승률



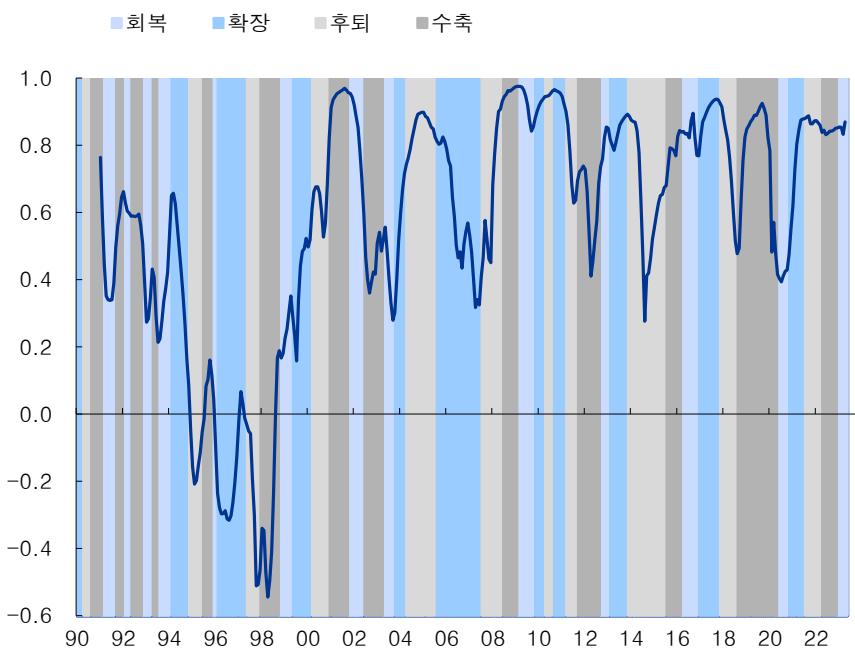
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기 선행 지수와 주식시장의 상관관계



- 회복기에는 경기 선행 지수와 증시의 상관계수는 0.53으로 여타 국면 대비 상관계수가 낮은 특성을 보임
- 이는 수축기에서는 글로벌 경기가 전반적으로 다같이 하락하는 반면, 회복기에는 국가별로 경기 턴어라운드에 시차가 존재하기 때문
- 향후 지수의 흐름이 회복-확장 흐름으로 전개될 것이라면 과거 비슷한 시기 경기 상승을 주도하고 상관성이 높은 시장의 퍼포먼스를 기대해 볼 수 있음
- 시클리컬 업종인 제조업, 중간재 산업에 특화된 독일, 한국, 일본, 등이 이에 해당

경기 선행 사이클 국면별 경기 선행 지수와 증시 상관계수



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 전년비 증가율 2y Rolling 상관계수

경기 선행 사이클 국면에 따른 국가별 경기 선행 지수와 증시 상관계수 비교

No	회복		확장		후퇴		수축	
	Region	Correl	Region	Correl	Region	Correl	Region	Correl
1	Germany	0.79	Japan	0.88	Japan	0.79	Europe	0.81
2	Korea	0.76	India	0.78	US	0.78	Indonesia	0.80
3	India	0.76	US	0.78	Europe	0.77	India	0.78
4	Europe	0.67	MSCI ACWI	0.77	Indonesia	0.76	Germany	0.66
5	Indonesia	0.65	Europe	0.76	UK	0.74	MSCI ACWI	0.65
6	US	0.59	Germany	0.74	Germany	0.71	Korea	0.63
7	UK	0.57	UK	0.73	India	0.70	UK	0.62
8	MSCI ACWI	0.53	Indonesia	0.73	MSCI ACWI	0.68	US	0.59
9	Japan	0.38	China	0.66	Korea	0.53	Japan	0.41
10	China	0.31	Korea	0.63	China	0.35	China	0.34
Median		0.62		0.75		0.73		0.64

자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 전년비 증가율 2y Rolling 상관계수. 분석의 용이를 위해 OECD G20 선행지수 기준으로 국면을 나눔

경기 선행 지수와 주식시장의 상관관계



국가별 OECD 경기 선행 지수와 MSCI 지수 상관계수(회복기, 현재)

기간	MSCI ACWI %	국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관계수(회복기)									
		Germany	Korea	India	Europe	Indonesia	US	UK	MSCI ACWI	Japan	China
(91.2~91.8)	6.23		0.72				0.59	0.57	0.39	(0.02)	
(92.1~92.4)	(6.86)		0.30				0.70	0.62	0.60	(0.49)	
(92.11~93.3)	10.34		0.26				0.38	0.39	0.35	(0.35)	
(93.7~94.1)	13.94		0.87				0.12	0.53	0.53	0.91	(1.00)
(95.11~96.1)	8.07		0.76	0.71			0.65	(0.85)	0.87	(0.10)	0.55
(98.10~99.4)	30.19	0.82	0.77	(0.31)			0.69	0.63	0.59	0.35	0.56
(01.10~02.5)	5.85	0.88	0.95	0.91	0.91		0.78	0.31	(0.42)	0.70	0.85
(03.4~03.9)	22.17	(0.05)	0.93	0.77	0.03	0.63	0.37	0.25	0.28	0.38	0.32
(09.2~09.10)	35.85	0.86	0.22	0.63	0.93	0.32	0.98	0.79	0.86	0.73	0.45
(12.9~13.1)	10.23	0.75	(0.02)	0.83	0.67	0.52	0.69	0.53	0.85	(0.06)	0.77
(16.3~16.11)	11.24	(0.05)	0.14	0.74	0.16	0.86	0.79	0.72	0.77	0.29	0.31
(20.5~20.10)	12.64	0.24	0.80	0.76	0.36	0.94	0.25	0.14	0.43	(0.40)	0.41
(22.12~23.5)	2.45	0.91	0.96	0.80	0.96	0.11	0.94	0.69	0.91	0.86	0.64
Median	10.34	0.79	0.76	0.76	0.67	0.65	0.59	0.57	0.53	0.38	0.31

국가별 OECD 경기 선행 지수와 MSCI 지수 상관계수(후퇴기)

기간	MSCI ACWI %	국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관계수(후퇴기)									
		Japan	US	Europe	Indonesia	UK	Germany	India	MSCI ACWI	Korea	China
(90.4~90.7)	8.54										
(94.11~97.11)	38.47	0.79	(0.24)		0.76	0.74	0.69	(0.44)	(0.51)	0.18	(0.64)
(00.3~00.11)	(11.72)	0.92	0.51	0.69	0.80	0.60	0.77	0.70	0.68	0.73	0.15
(04.4~05.6)	8.94	0.78	0.84	0.75	0.58	0.74	0.71	0.73	0.85	0.67	0.41
(07.7~08.5)	(3.01)	0.75	0.88	0.94	0.26	0.89	0.61	0.39	0.91	0.33	0.35
(10.4~10.7)	(5.74)	0.90	0.97	0.97	0.69	0.93	0.98	0.87	0.95	0.53	0.87
(11.3~11.8)	(9.92)	0.53	0.58	0.79	0.82	0.71	0.49	0.86	0.64	0.69	0.92
(13.11~15.6)	6.65	0.75	0.78	0.37	0.94	0.79	0.70	0.85	0.67	(0.51)	0.09
(17.11~18.7)	4.67	0.84	0.56	0.80	0.55	0.75	0.77	0.56	0.52	0.14	(0.46)
(21.7~22.3)	(1.17)	0.81	0.83	0.73	0.90	0.55	0.78	0.70	0.86	0.84	0.81
Median	1.75	0.79	0.78	0.77	0.76	0.74	0.71	0.70	0.68	0.53	0.35

자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 전년비 증가율 2y Rolling 상관계수. 분석의 용이를 위해 OECD G20 선행지수 기준으로 국면을 나눔

국가별 OECD 경기 선행 지수와 MSCI 지수 상관계수(확장기)

기간	MSCI ACWI %	국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관계수(확장기)									
		Japan	India	US	MSCI ACWI	Europe	Germany	UK	Indonesia	China	Korea
(90.1~90.2)	(8.94)										
(94.2~94.9)	(1.34)	0.46		(0.66)	0.27				0.77		(0.15)
(96.2~97.3)	9.27	0.89	(0.73)	(0.31)	0.03			0.47	0.66	0.73	0.26
(99.5~00.1)	9.46	0.88	0.78	0.20	0.50	(1.00)	0.47	0.03	0.82	0.06	0.70
(03.10~04.2)	17.88	0.67	0.86	0.75	0.67	0.72	0.70	0.69	0.73	(0.82)	0.92
(05.7~07.5)	43.18	0.89	(0.25)	0.10	0.34	(0.36)	0.23	(0.70)	0.43	0.69	0.64
(09.11~10.2)	2.45	0.90	0.79	0.98	0.93	0.97	0.97	0.90	0.55	0.68	0.48
(10.8~11.1)	15.82	0.89	0.81	0.95	0.94	0.96	0.95	0.86	0.55	0.79	0.05
(13.2~13.9)	7.60	0.86	0.76	0.83	0.88	0.79	0.75	0.89	0.51	0.83	0.44
(16.12~17.9)	17.77	0.91	0.26	0.90	0.94	0.87	0.83	0.89	0.88	0.64	0.58
(20.11~21.6)	30.67	0.78	0.86	0.80	0.88	0.72	0.74	0.62	0.91	0.77	0.88
Median	9.46	0.88	0.78	0.78	0.77	0.76	0.74	0.73	0.73	0.66	0.63

국가별 OECD 경기 선행 지수와 MSCI 지수 상관계수(수축기)

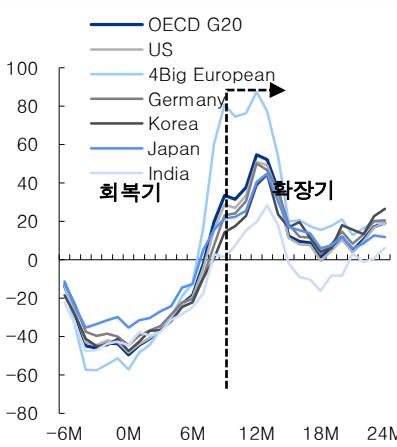
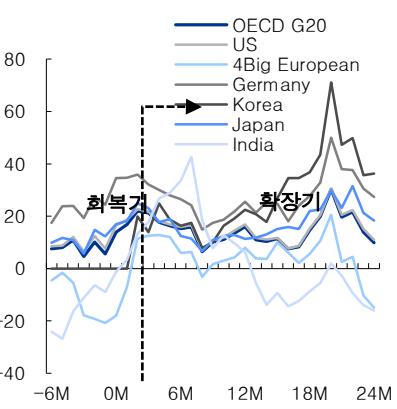
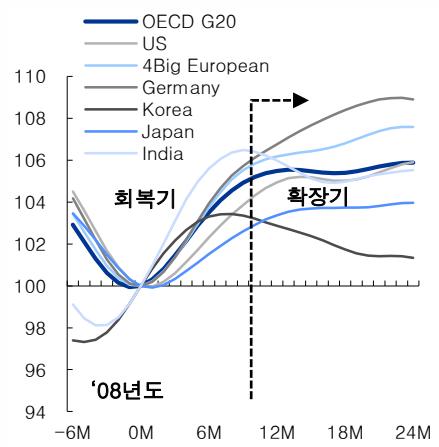
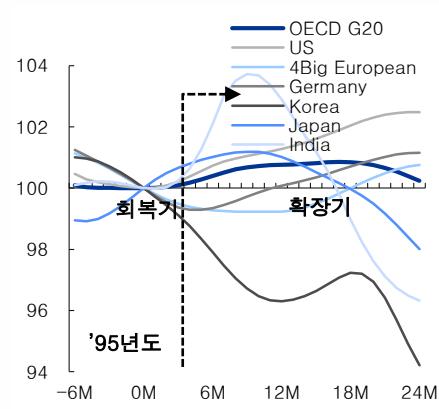
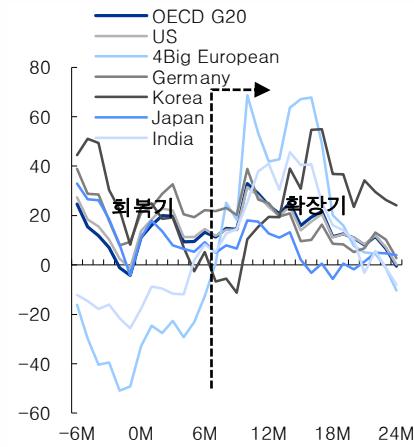
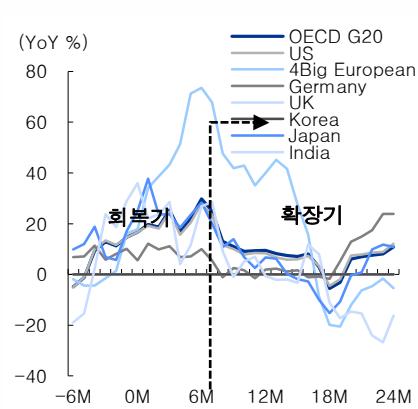
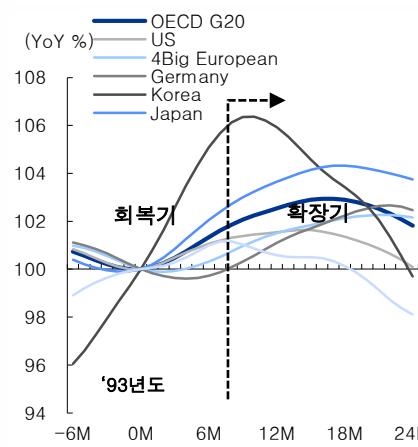
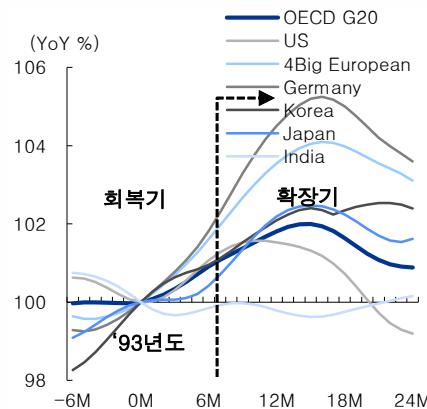
기간	MSCI ACWI %	국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관계수(수축기)									
		Europe	Indonesia	India	Germany	MSCI ACWI	Korea	UK	US	Japan	China
(90.8~91.1)	(9.03)										
(91.9~91.12)	6.38						0.65	0.68	0.70	0.76	(0.31)
(92.5~92.10)	(1.98)						0.56	(0.02)	0.65	0.59	(0.78)
(93.4~95.10)	28.43		(0.41)	0.77			0.16	0.75	0.88	(0.89)	0.55
(97.12~98.9)	0.56		0.88	(0.11)	0.54	0.17	(0.10)	0.54	0.42	0.53	(0.26)
(00.12~01.9)	(23.00)	0.96	0.87	0.95	0.91	0.96	0.95	0.40	0.90	0.96	0.73
(02.6~03.3)	(22.60)	(0.21)	0.80	0.76	(0.41)	0.48	0.93	0.59	0.30	0.35	0.72
(08.6~09.1)	(46.35)	0.97	0.65	0.82	0.93	0.97	0.63	0.96	0.98	0.68	0.78
(11.9~12.8)	3.71	0.81	0.46	0.88	0.79	0.69	(0.11)	0.62	0.43	0.41	0.23
(15.7~16.2)	(12.24)	0.12	0.94	0.97	0.28	0.84	(0.52)	0.64	0.93	0.06	0.34
(18.8~20.4)	(5.90)	0.56	0.89	0.78	0.32	0.48	0.13	0.59	0.41	0.21	(0.10)
(22.4~22.11)	(8.88)	0.82	0.42	0.63	0.89	0.85	0.97	0.40	0.86	0.87	0.83
Median	(7.39)	0.81	0.80	0.78	0.66	0.65	0.63	0.62	0.59	0.41	0.34

경기 선행 지수와 주식시장의 상관관계



- 경기 선행 순환 국면 중 회복 → 확장 사이클이 존재하는 7번의 사례가 존재
- 그 중 현재와 유사한 매크로 상황인 (금리인상기) 4번의 사례를 선별해 선행지수와 증시 상관계수가 높은 주요국들의 지표 추이를 살펴봄
- 대체적으로 경기 선행 지수 회복기에는 한국, 독일과 같은 제조업 강국 및 신흥국이 선행 지수 상승을 주도. 경기 개선 기대감 반영하며 주가도 상승

과거 금리인상 시기 주요국 경기 선행 지수와 증시 흐름 비교



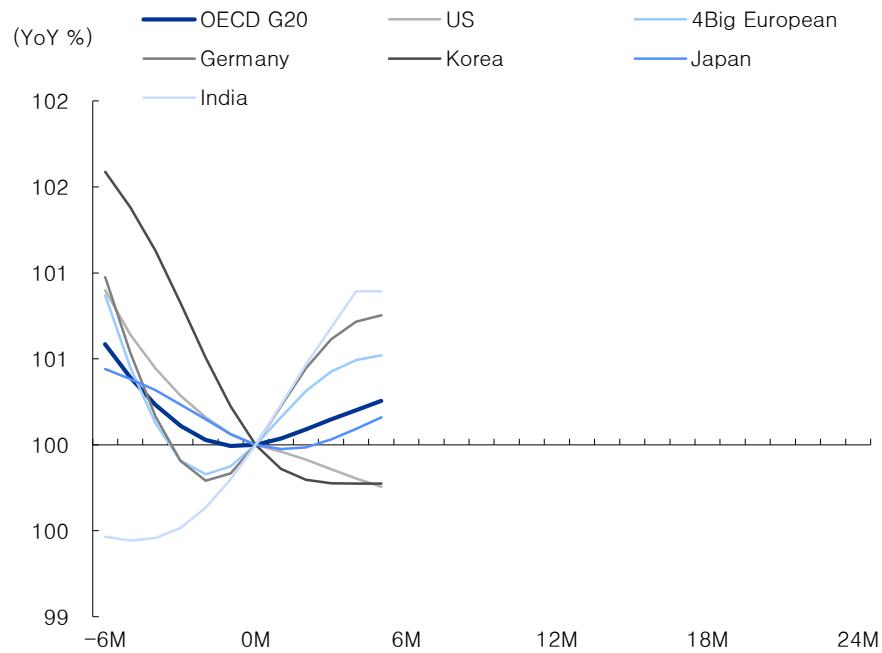
자료: Bloomberg, IBK투자증권

회복 국면 속 차별화된 제조업 국가들의 경기 선행 지수 흐름

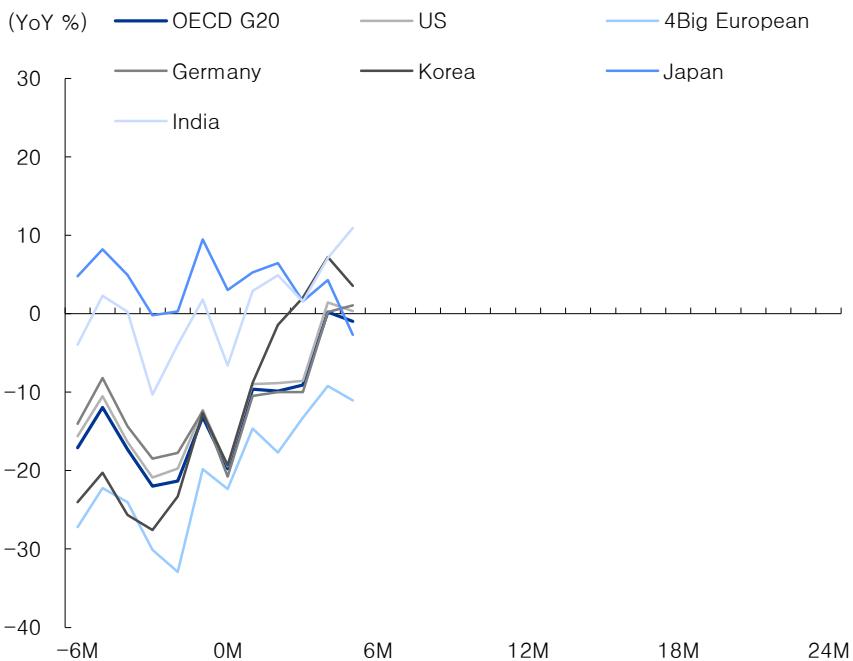


- 금번 회복기에도 경기 선행 지수와 상관관계가 높은 제조업 강국과 신흥국의 주가 상승이 두드러짐
- 그러나, 금번 국면은 제조업 경기 영향이 선행지수 상승을 견인하지 않았음. 제조업 보다는 견고한 서비스업 경기, 통화정책 영향이 작용한 것
- 미국과 한국의 경기 선행 지수는 여전히 바닥을 다지고 있으나, 제조업 경기 개선 및 금리 인하 기대감을 반영하며 주가 상승

현 회복 국면의 주요국 경기 선행 지수 흐름



현 회복 국면의 주요국 증시 흐름



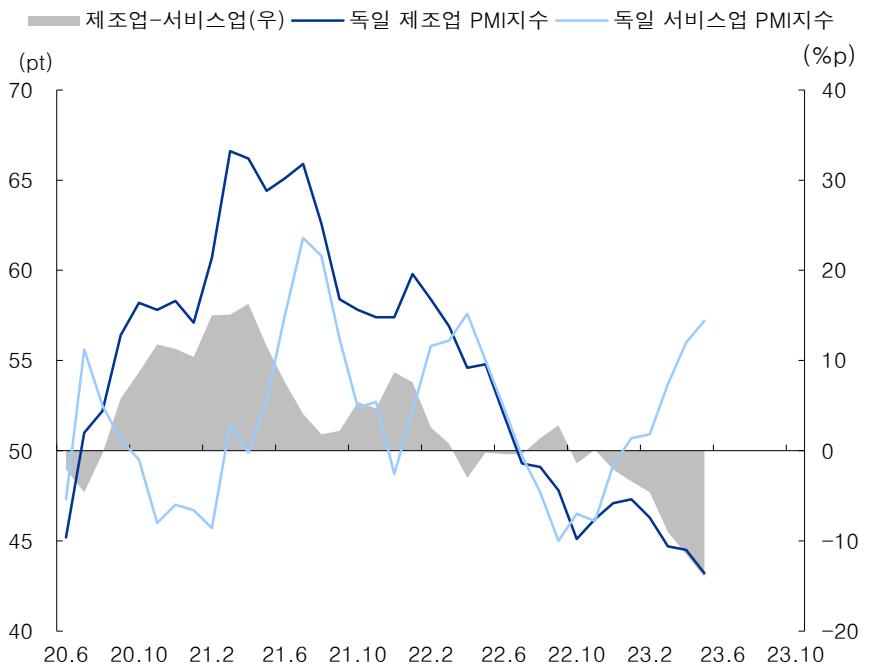
자료: Bloomberg, IBK투자증권

회복 국면 속 차별화된 제조업 국가들의 경기 선행 지수 흐름



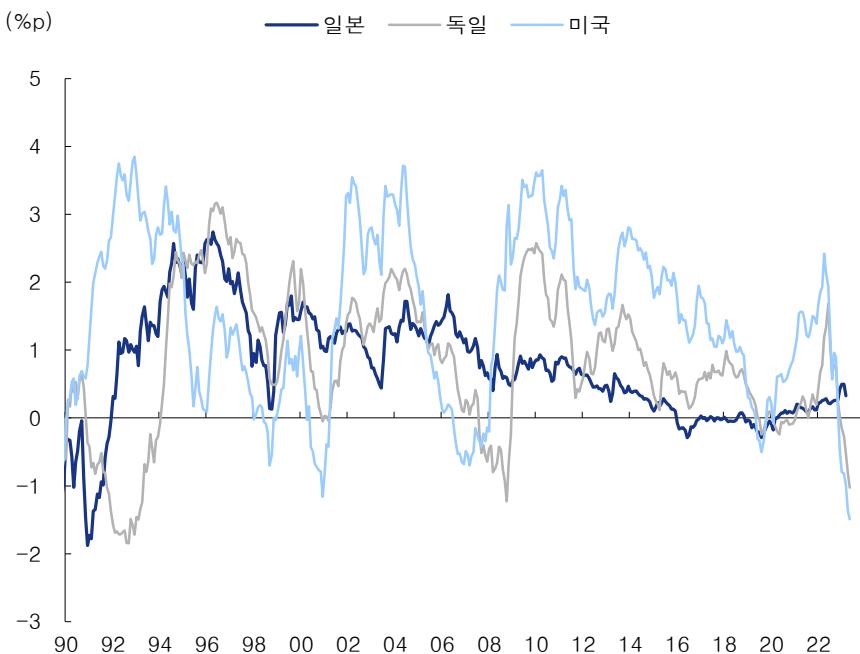
- 앞서 언급한 바와 같이 독일 선행지수의 리바운딩은 여전히 견고히 지속되고 있는 서비스 수요가 주도한 것
 - 업황 부진 장기화되고 있는 글로벌 제조업 경기와 달리 서비스 산업 내 펜트업 수요 효과는 지속되고 있는 중
 - 한편, 인도는 중국 리오프닝 효과, 일본은 완화적 통화정책로 인해 여타 국가 대비 장단기금리 스프레드가 상승하고 있는 것이 원인

제조업 경기와 서비스업 경기 디커플링 심화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

완화적 정책 기조에 일본 장단기금리 스프레드는 상승



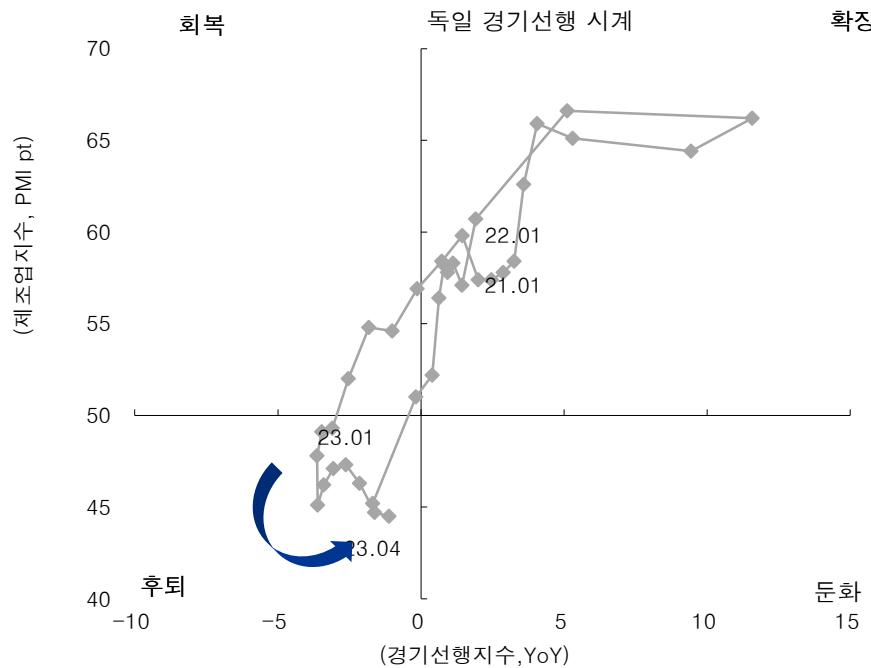
자료: Bloomberg, IBK투자증권

제조업 업황 회복 지연…경기 선행 지수 회복 속도 늦출 것



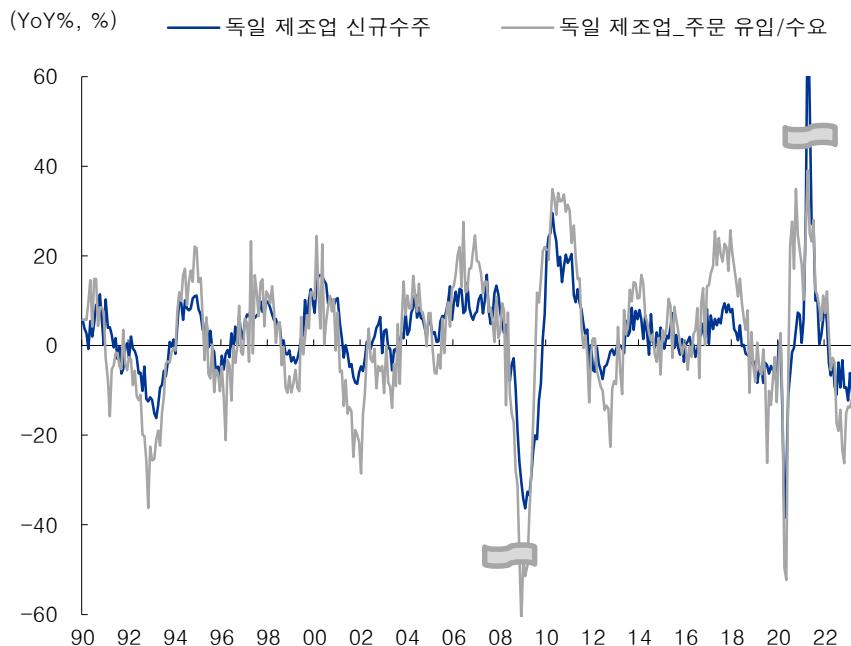
- 여러 팩터들이 반영된 경기 선행 지수는 회복세를 보이고 있는 반면, 실질 제조업 경기 선행지수 둔화는 심화되는 중
- 제조업 업황 회복 지연 장기화 불안 부각. 독일 제조업 경기 대표적인 선행지수인 신규수주와 수입/수요 비율 지수는 13개월 째 하락세를 보이는 상황
- 서비스업 호조, 금리인하 기대감 등으로 경기 선행지수의 방향성은 유지될 것으로 판단
- 그러나, 제조업 경기 회복 지연의 증거를 확인하는 과정에서 향후 선행지수 상승 속도 늦춰질 것이며, 기대감이 주도한 시장의 단기적 조정은 불가피

회복 조짐을 보이는 경기 선행 지수와 달리 제조업 경기 부진은 지속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

13개월 연속 하락 중인 독일 제조업 경기 선행지표들



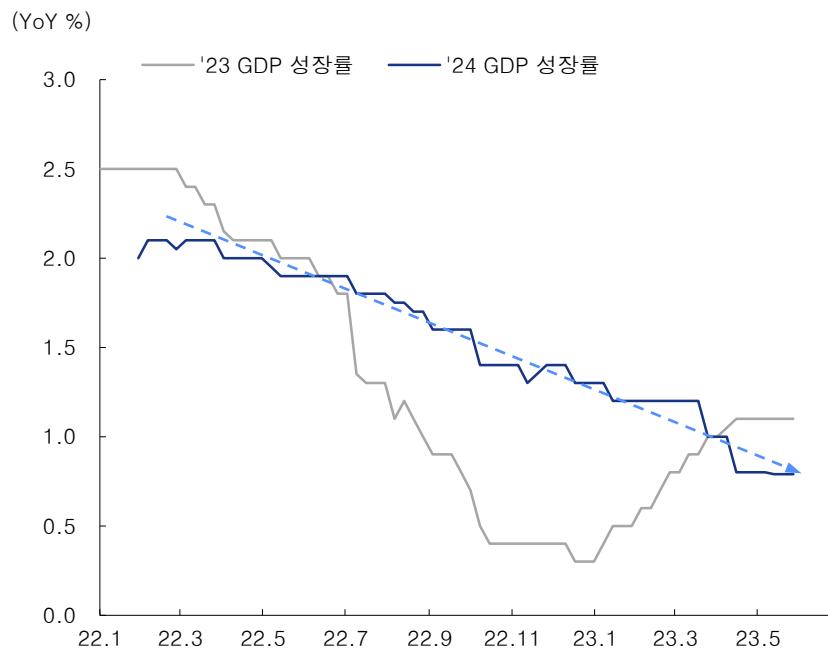
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그렇다면 미국의 경기 선행지표는?



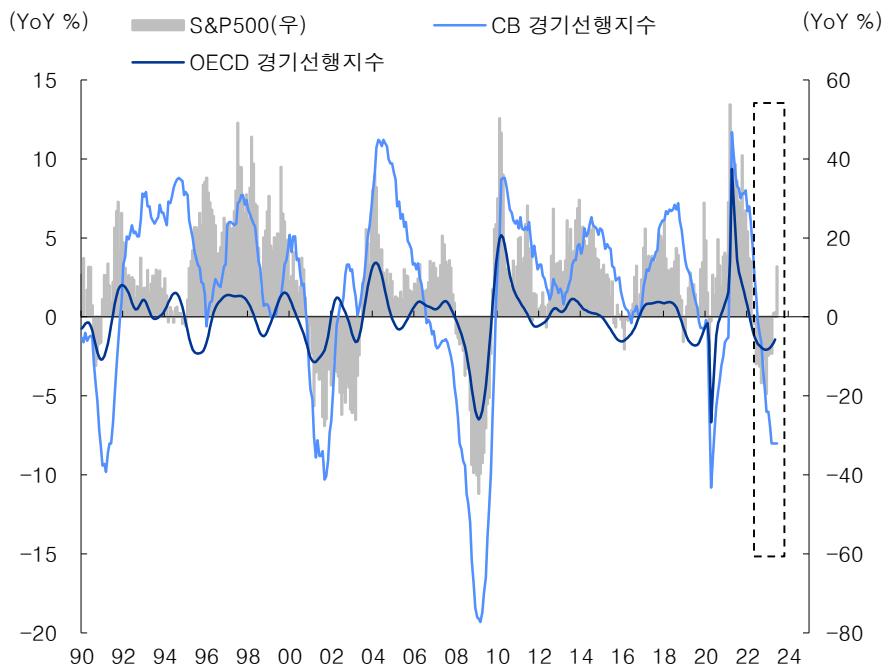
- 경기 회복 신호 부재 속 증시 랠리가 나타난 미국 선행 지수 회복 경로 점검이 필요
- 이제 막 바닥을 확인한 선행지표에 비해 미국 증시의 상승세는 지나치게 가파르다고 판단
- 경기선행지표들을 통한 현재 경기 국면 진단과 향후 주식시장에 대한 영향을 검토해 보고자 함

미국 GDP 성장을 전망 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

이제 막 바닥 확인한 선행지표에 비해 가파른 상승세를 보인 증시



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 경기,
반등할 수 있을까?

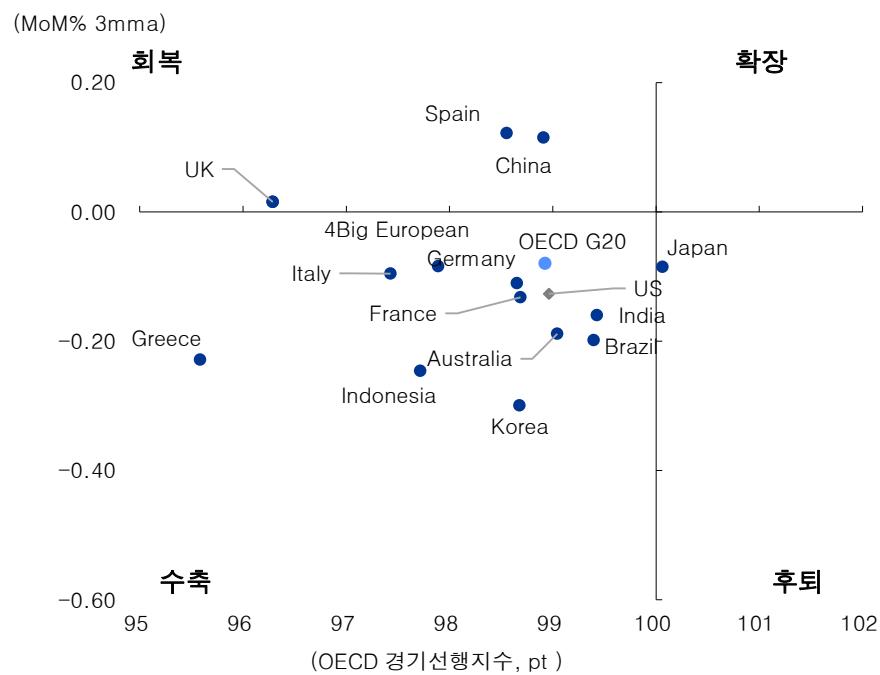


미국, 여타 국가 대비 경기 회복 속도가 부진



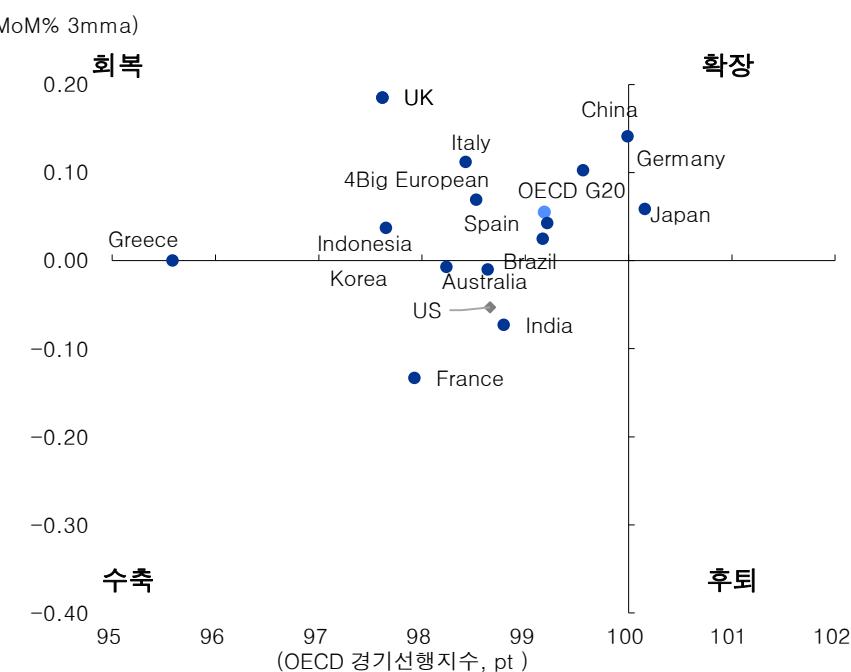
- 글로벌 주요국들은 경기'선행'사이를 상 대체적으로 회복국면에 진입한 상태
- 이는 조만간 경기가 회복 흐름이 나타날 가능성을 시사하며, 전 세계 경기가 3분기 저점 확인 후 점진적 개선세가 나타날 가능성을 지지하는 요인
- 수축 국면에 머물러 있던 6개월 전과 비교해 글로벌 전반적으로 완만한 경기 회복 흐름이 이어지고 있다는 것을 알 수 있음
- 특히, 지난 해 전쟁 및 에너지 위기로 크게 위축됐던 유럽국가들과 글로벌 리오프닝 수혜로 신흥 자원국들의 회복세가 두드러짐
- 반면, 미국의 경우 상대적으로 개선 속도가 미진하며, 여전히 수축 국면에 머물러 있음

글로벌 경기회복 움직임 (Before 6M)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

글로벌 경기회복 움직임 (Current)



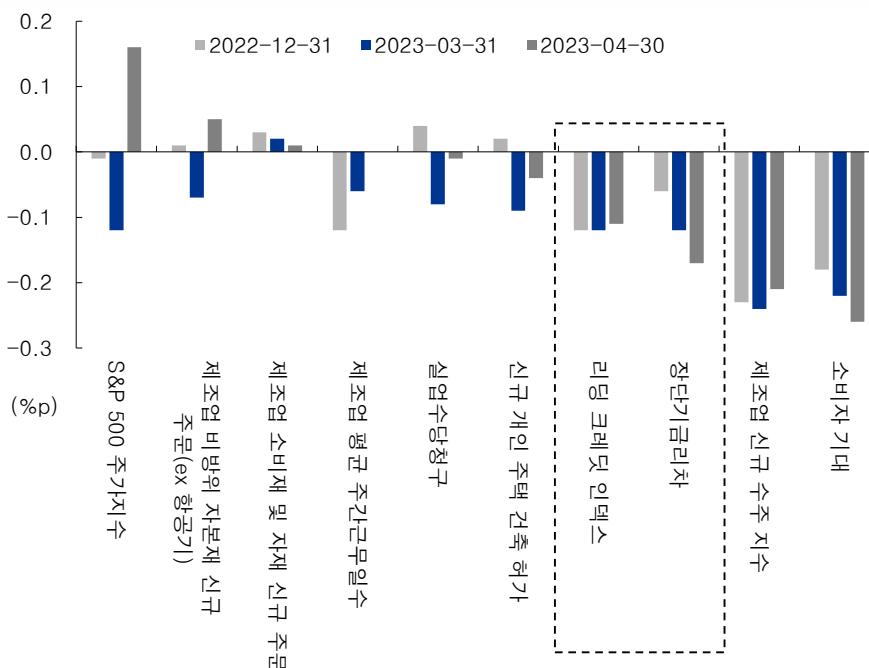
자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국의 경기 하방 요인, 금융 환경 불안



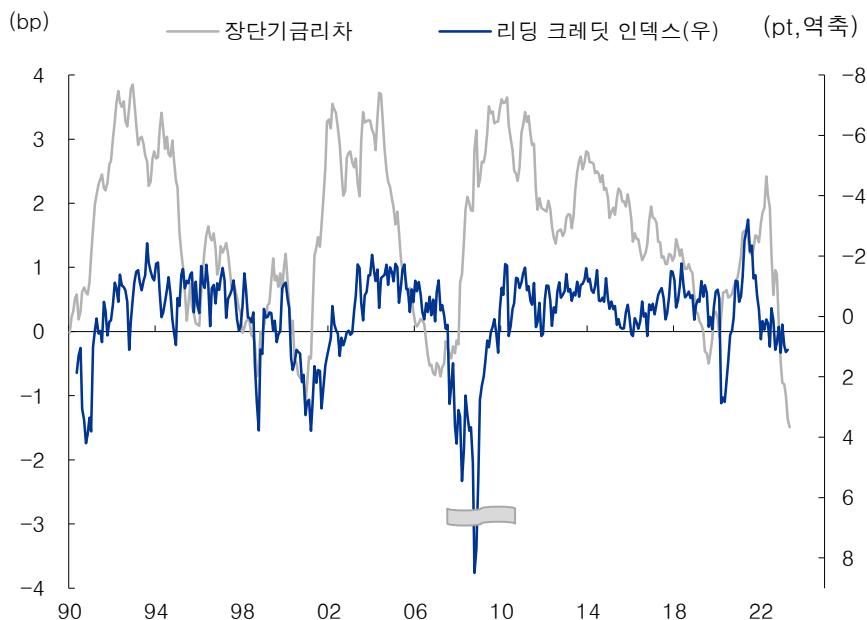
- 미국의 경기 개선 기대감이 여타 국가 대비 미진한 이유는 크게 2가지로 정리할 수 있음 1) 고금리 여파 및 신용 불안, 2) 제조업 경기 악화 지속
- 앞선 OECD 경기 선행 지수에 비해 더 많은 팩터들을 반영하는 컨퍼런스 경기 선행 지수 내 세부항목 별 영향을 살펴봄
- 미 컨퍼런스보드 경기 선행 지수(Y)가 13개월 연속 하락하고 있는 가운데, 최근 하락세를 가장 크게 주도한 것은 금융 팩터(주가 지수 제외)
- 금융 팩터의 선행지수 상승 기여율은 -0.28%p(장단기금리차 -0.17%p, 리딩 크레딧 인덱스 -0.11%p)로 세부항목 중 가장 높은 수치
- 연준 긴축 장기화에 따른 장단기금리차가 역대 최저 수준까지 하락했으며, 은행권 사태 이후 잔존하고 있는 신용 리스크 우려가 부담 요인으로 작용

CB 경기 선행 지수 내 팩터 별 지수 상승 기여도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

역대 최저수준의 장단기금리차, 지속되는 신용불안



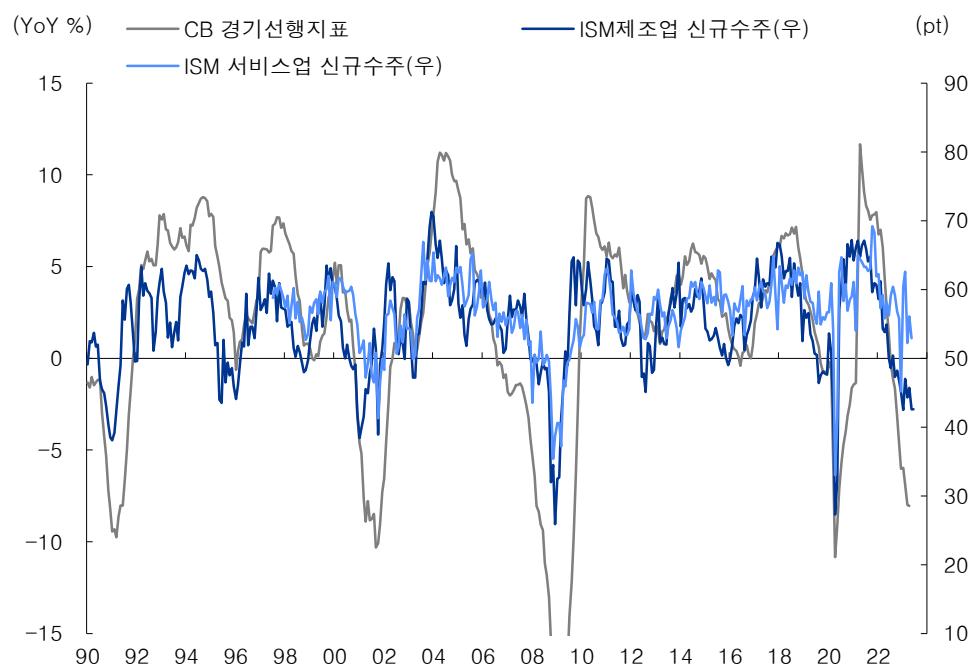
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 리딩 크레딧 인덱스는 스왑 스프레드, Libor와 T-bill 스프레드, 대출태도지수 등 6개의 금융환경을 나타내는 지표들로 구성

미국의 경기 하방 요인, 제조업 약화 지속



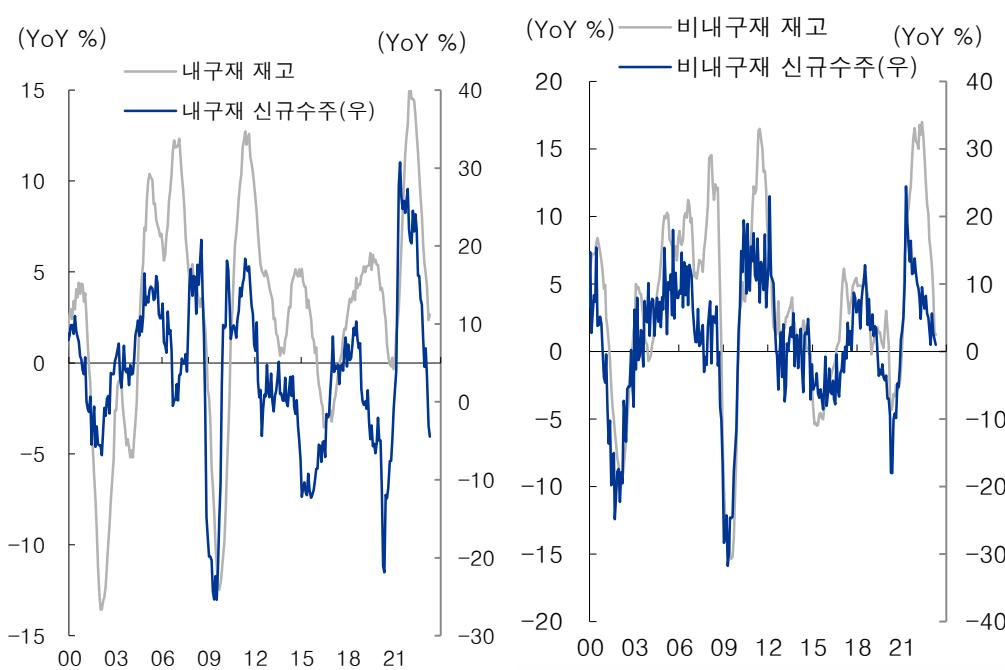
- 리오프닝에 따른 펜트업 수요로 두드러인 회복세를 보이고 있는 서비스업 경기와 달리 제조업 경기는 더욱 약화되고 있는 중
- CB 경기 선행 지수에서 제조업 신규 수주 항목의 지수 상승 기여율은 -0.21%p로 단일 팩터 중 지수 하락 기여도가 가장 높음
- 여기에 신규 수주와 함께 재고 하락세도 여전히 같이 진행되고 있다는 점을 고려 시 재고 과잉 문제가 아직 해소되지 않았을 가능성

경기 확장세로 전환된 서비스업과 달리 제조업은 여전히 위축세 지속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

소비 위축으로 재고 과잉 문제 해소되지 않았을 가능성



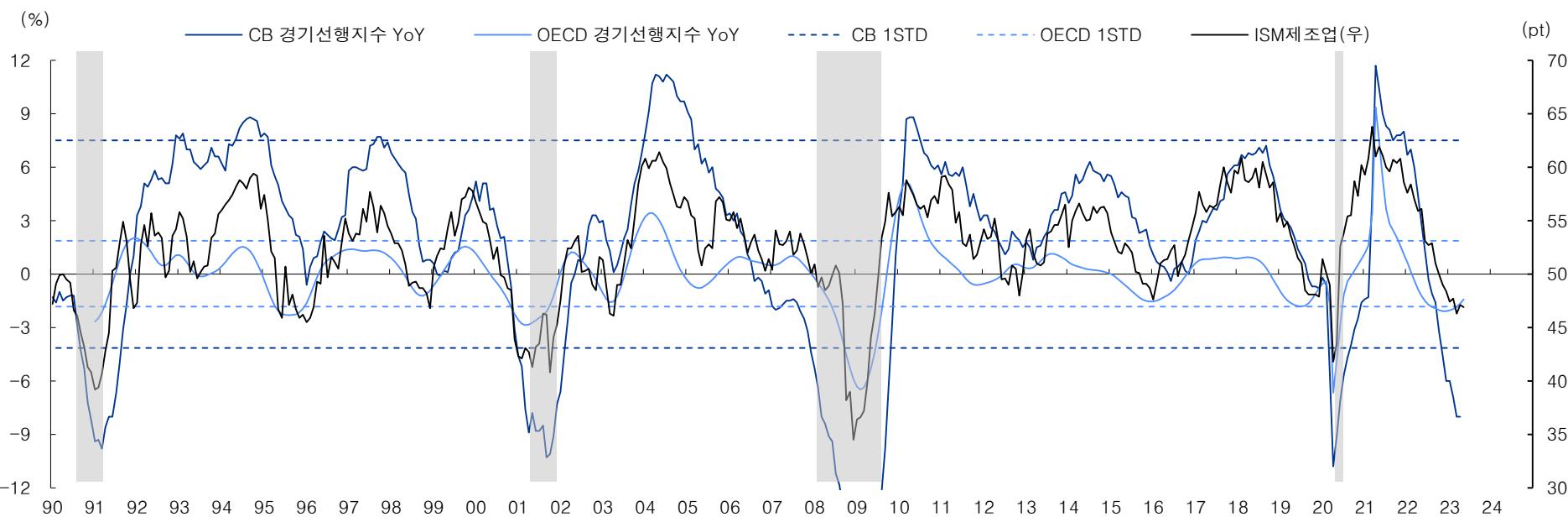
자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국의 제조업 경기는 얼마나 안 좋을까?



- 현재 미국 제조업 경기는 과거 경기 침체 시기와 근접한 수준까지 하락
- 두 가지 경기 선행 지수 모두 장기 평균의 -1std 하향 돌파했을 시 경기침체가 나타났으며, 해당 시기 제조업 경기는 34~46pt 수준
- 선행지수들은 모두 지난해 말-1std를 하향 돌파한 가운데, 최근 ISM 제조업 지수는 46.9pt로 미 경기 침체 압력을 높아지고 있음을 시사
- 그러나, 최근 여타 지표와 밀접한 모습을 보이는 OECD 선행지수 증가율이 상승 전환하기 시작하며 경기 개선 시그널을 제시하기 시작

과거 경기 침체기와 근접한 수준까지 하락 중인 경기 센티멘트 인디케이터와 제조업경기



자료: Bloomberg, IBK투자증권

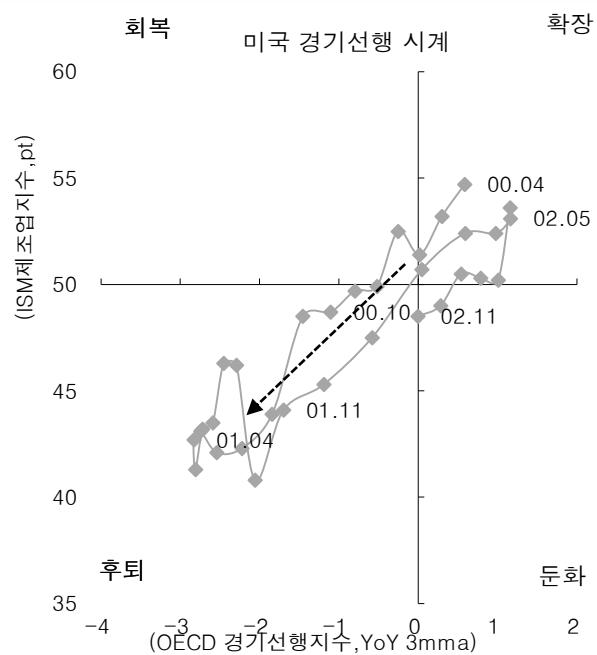
주: 음영 부분은 NBER 경기침체기를 표시

미국 선행지수와 제조업 경기 선행 지표 비교

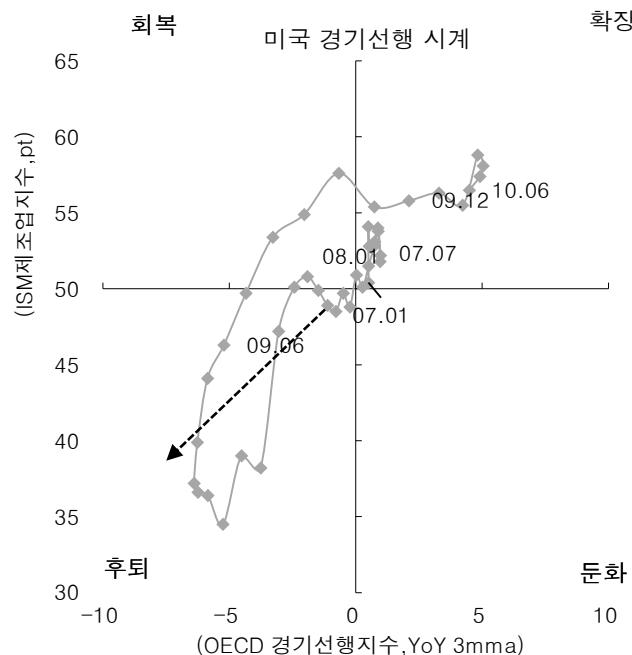


- 선행지수와 실질 경기 지수를 고려한 경기 선행 시계에서는 과거 위기와 비교해 상대적으로 미국 경기 상황은 순항 흐름을 보이고 있음
- 과거 두차례의 경기침체기('01~'02년, '08~'09년)에는 후퇴 국면에서 경기 악화 흐름이 지속되는 모습
- 현재도 경기선행시계 상 후퇴 국면에 위치해 있으나, 방향성은 악화 보다는 회복 국면을 향해 전환

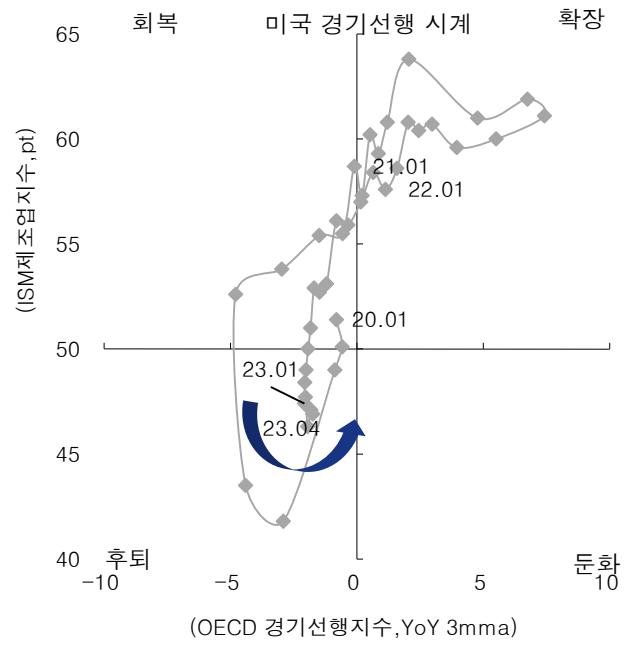
경기침체기 미국 경기선행시계('01~02년)



경기침체기 미국 경기선행시계('08~09년)



현재 미국 경기선행시계('20년~)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 선행지수와 제조업 경기 선행 지표 비교



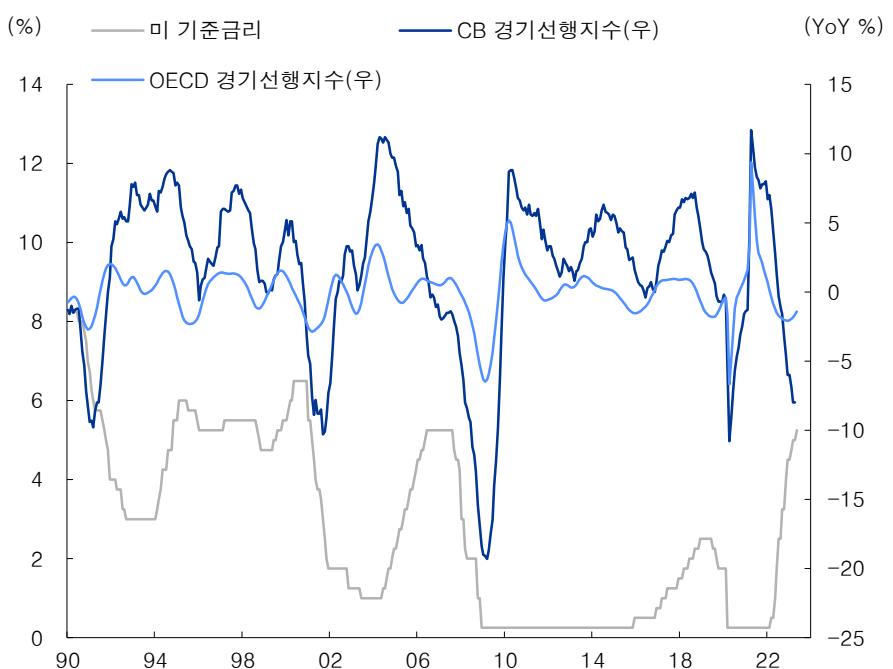
- 부진한 CB 선행지수와 달리 OECD 선행 지수가 먼저 상승 전환할 수 있었던 이유는 지수에서 반영하고 있는 세부 항목에서 차이가 있기 때문
- 시기 별로 지수 방향을 주도한 팩터는 상이할 수 있으나, 현재의 급락은 연준의 긴축으로 인한 금융 팩터 하락 영향이 크게 작용했기 때문
- CB 선행지수 장단기금리차, 리딩 크레딧 지표는 2가지의 금융 팩터를 반영하고 있는 반면, OECD지수 내에는 장단기금리차 1개의 팩터 만이 존재
- 과거 통화정책이 변경 됐을 때 CB 선행지수가 OECD 선행지수보다 더욱 민감하게 반응하며 변동 폭이 확대됐음

CB와 OECD 경기 선행 지수 내 세부항목

CB 경기선행지표			OECD 경기선행지수		
항목	최근 6M 추이	구분	항목	최근 6M 추이	구분
CB 경기선행지표	[Bar Chart]		OECD선행지수	[Bar Chart]	
제조업 평균 주간근무일수	[Bar Chart]	고용	내구재 신규수주	[Bar Chart]	제조업
실업수당청구건수	[Bar Chart]	고용	제조업 주간 근로 시간	[Bar Chart]	제조업
제조업 소비재 신규 주문	[Bar Chart]	가계소비	제조업 서베이	[Bar Chart]	제조업
제조업 ISM 신규수주	[Bar Chart]	제조업	주택착공건수	[Bar Chart]	주택
제조업 비방위 자본재 신규 주문(ex 항공기)	[Bar Chart]	제조업	소비자기대지수	[Bar Chart]	소비심리
신규 개인 주택 건축 허가	[Bar Chart]	주택	장단기금리차	[Bar Chart]	금융
소비자 기대지수	[Bar Chart]	소비심리	주가지수 (NYSE Composite)	[Bar Chart]	금융
주가지수(S&P500)	[Bar Chart]	금융			
리딩 크레딧 인덱스	[Bar Chart]	금융			
장단기금리차	[Bar Chart]	금융			

자료: Bloomberg, IBK투자증권

중앙은행 통화정책에 더욱 민감하게 반응하는 CB 선행지수



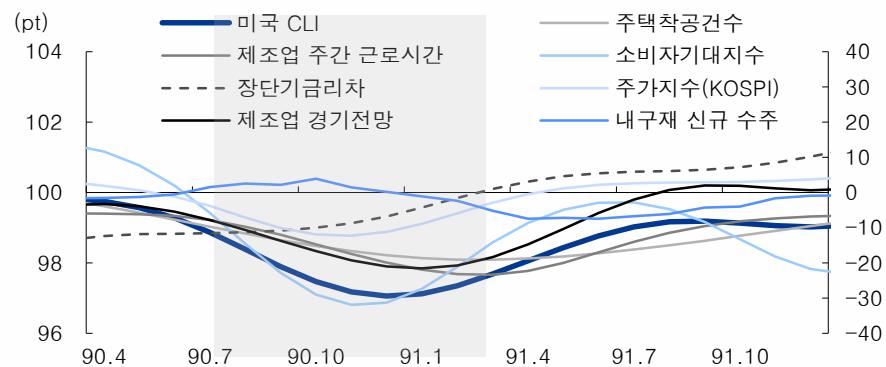
자료: Bloomberg, IBK투자증권

과거 사례를 통해서 예측할 수 있는 선행지수 경로

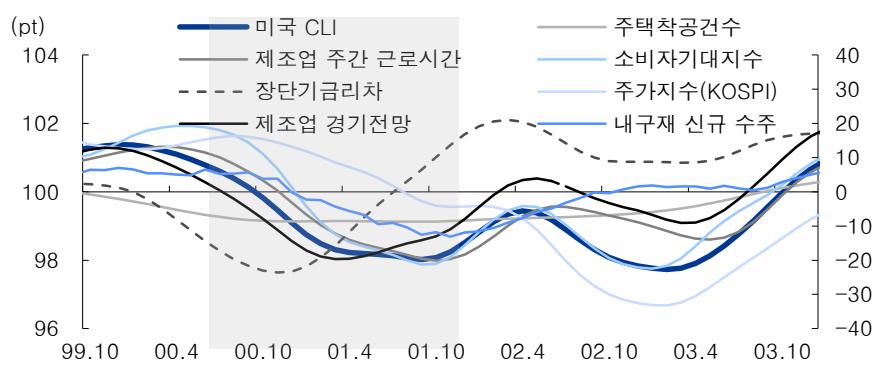


- 과거 3차례의 경기 침체기에서 현재 국면과 가장 유사한 '00~01년도
- 닷컴버블 붕괴 영향에 따른 경제 위기 속 고강도 긴축 여파로 인한 장단기금리차 급락 등 세부지표들의 경로가 비슷하게 진행되고 있는 모습
- 이에 따라 향후 예측할 수 있는 경기 선행 지수 회복 경로는 1) 완만한 U자형 회복 또는 2) 더블딥(Double-dip)/W자형 (추가 충격 발생 가능성)

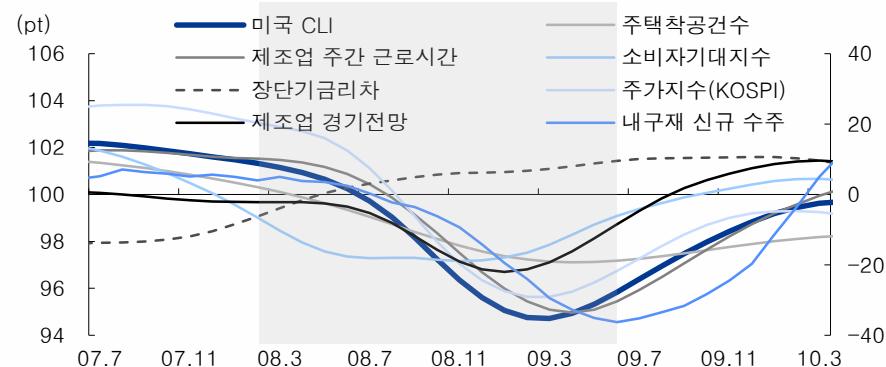
'90~91년도 경기 침체 시기 경기 선행 지수 및 세부 지표 진행 경로



'00~01년도 경기 침체 시기 경기 선행 지수 및 세부 지표 진행 경로



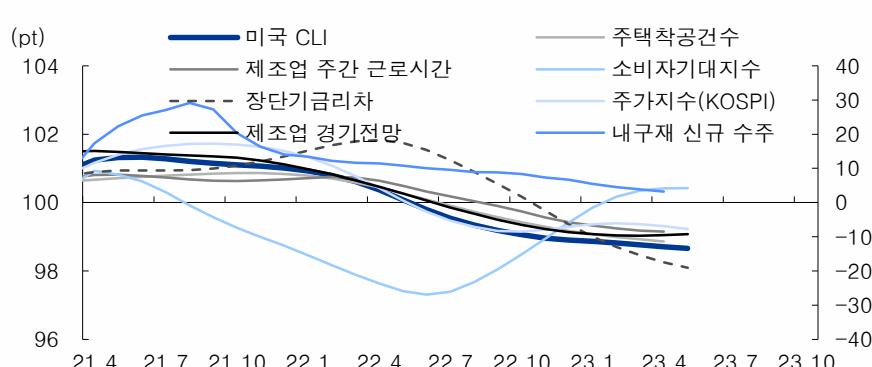
'08~09년도 경기 침체 시기 경기 선행 지수 및 세부 지표 진행 경로



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 음영 부분은 NBER 경기침체기를 표시

현재 경기 선행 지수 및 세부항목 진행 경로

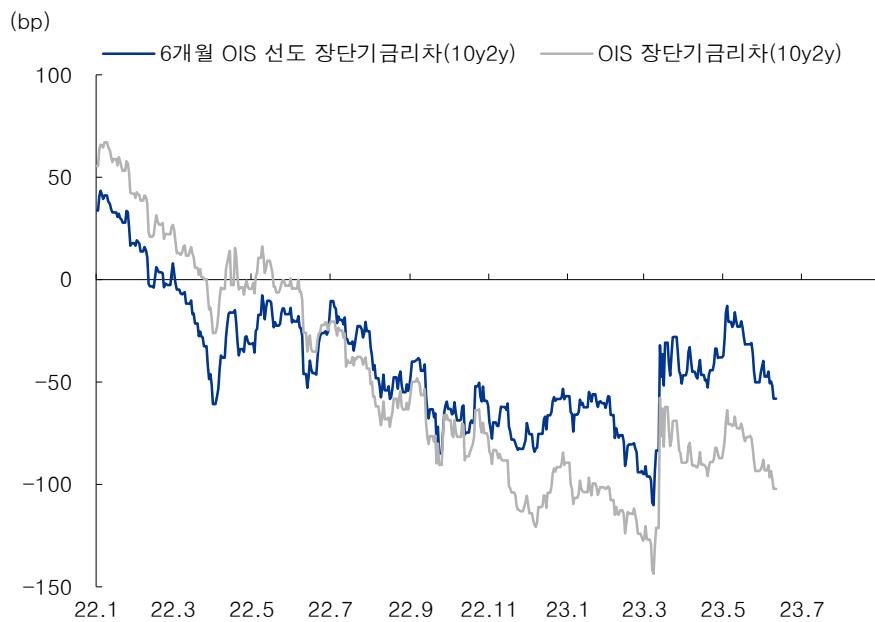


세부 요인 별 지수 영향…(+/-) 금융환경 정상화



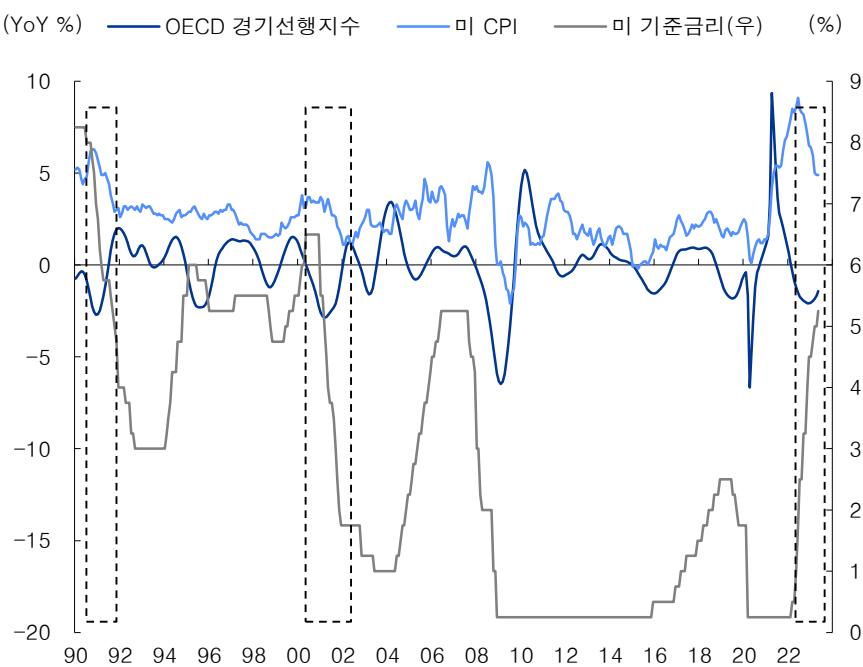
- 현재 바닥을 막 확인한 미국 경기 선행 지수는 '00~01년도 사례와 유사한 회복 흐름을 이어갈 것으로 전망
- 다만, 세부 요인에 따른 상방/하방 영향이 상충하며 회복 과정은 순탄치 않을 것
- 가장 큰 플러스 요인은 금융팩터의 정상화
- 금리인상 사이클이 종료됨에 따라 가장 크게 지수 하락을 주도했던 금융 팩터들이 반등하기 시작하며 지수의 개선세를 이끌 것
- 미 스왑시장에서는 이미 연말 즈음(6개월 후) 긴축 사이클 종료 이후 장단기금리차 역전 정상화(커브 스티프닝)가 된다는 것을 반영하기 시작

CB와 OECD 경기 선행 지수 내 세부항목



자료: CME Fed Watch, IBK투자증권

물가 하향 안정화는 연내 금리인하 기대감을 높이며 지수 상승에 기여



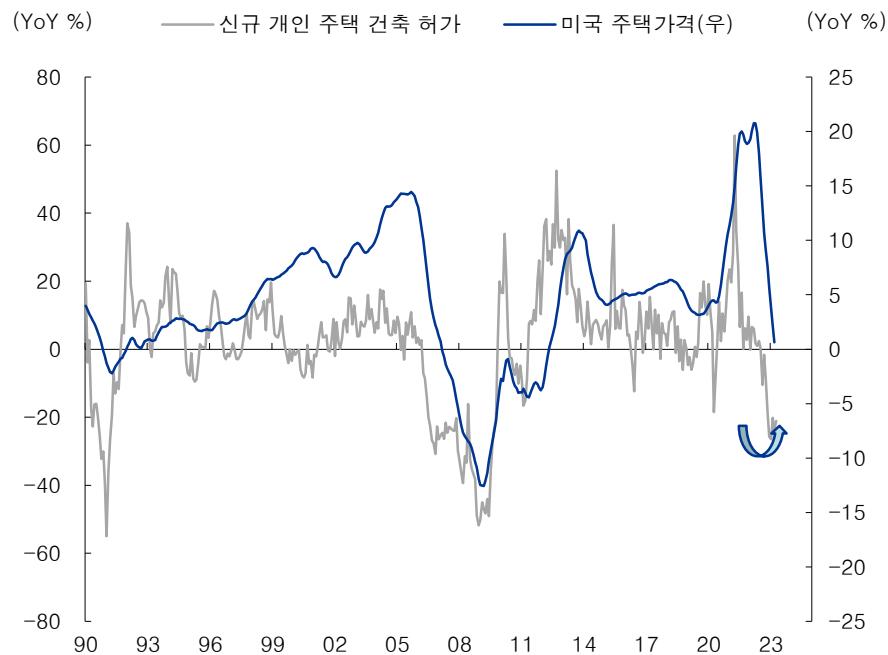
자료: Bloomberg, IBK투자증권

세부 요인 별 지수 영향…(+/-) 바닥을 확인한 부동산 경기



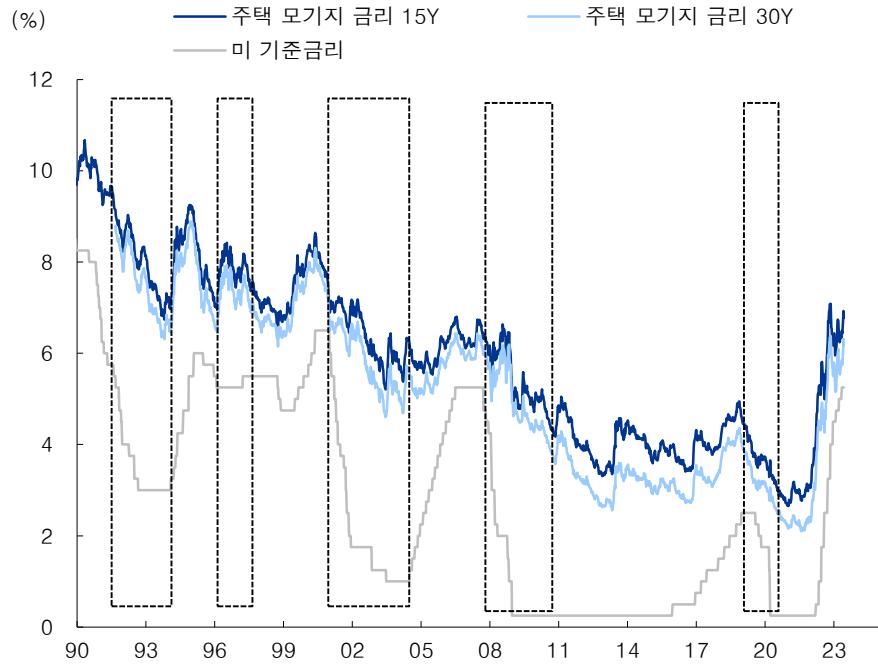
- 선행지수 하락을 이끈 또 다른 강력한マイ너스 팩터였던 부동산 지표도 최근 바닥을 확인하며 지수에 우호적인 요인으로 작용할 공산이 큼
- 최근 개인 주택 건축 허가 건수 증가율이 개선되기 시작하며, 12개월 연속 하락세를 보이고 있는 부동산 가격의 반등 가능성 시사
- 연내 금리 인상 사이클 종료에 따른 모기지 금리 하락도 향후 부동산 시장 회복을 기대할 수 있는 요인

최근 바닥을 확인한 부동산 지표…가격 반등세 기대감을 높임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

금리 인상 사이클 종료



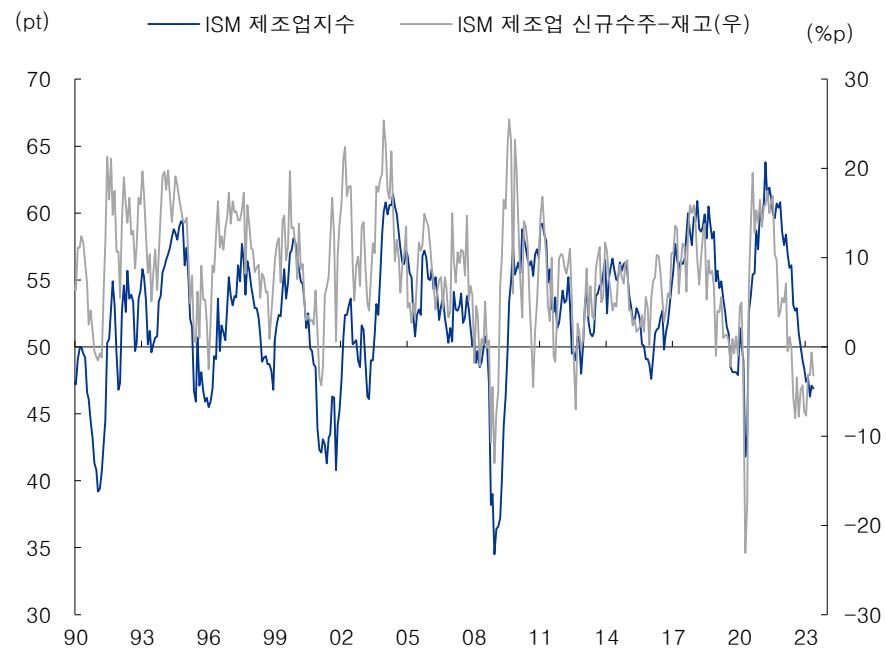
자료: Bloomberg, IBK투자증권

다만, 과정은 순탄치 않을 것…(-) 제조업 경기 회복 지연 가능성



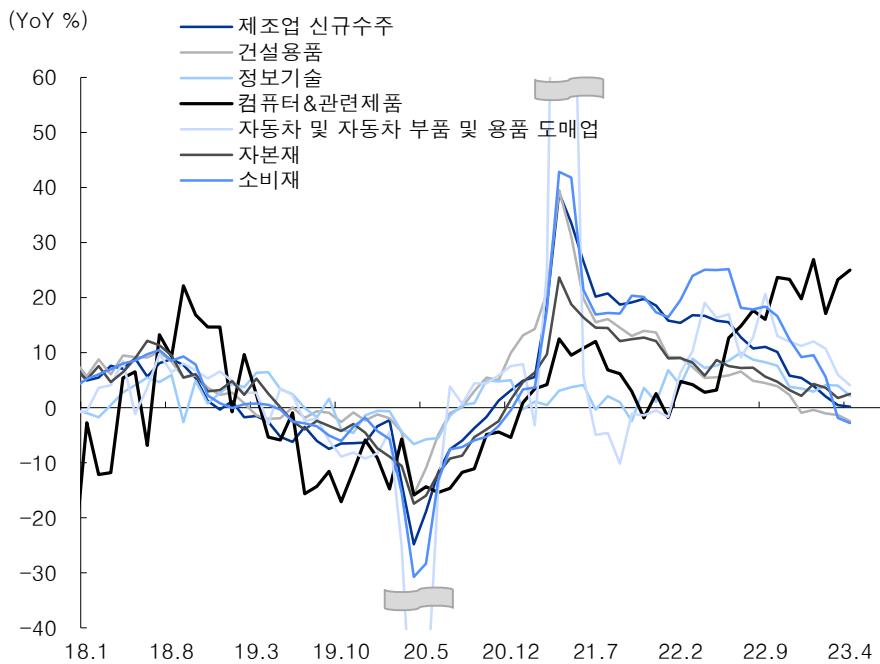
- 그러나 제조업 경기 부진 지속은 앞선 금융, 주택 등 플러스 기여율을 상쇄하며 선행지수 회복 경로에 걸림돌로 작용할 것
- ISM 제조업 지수를 선행하는 신규수주와 재고 스프레드가 수요 위축으로 인해 재차 하락 전환하며 향후 제조업 경기의 악화 가능성을 시사
- 최근 AI 붐으로 인해 컴퓨터 등 관련 제조 산업의 신규수주는 호조세를 보이는 반면, 여타 제조업 경기들은 여전히 부진한 상태
- 당분간 고금리 여파, 수요 위축에 따른 제조업 위축세 지속되며 선행지수 회복 속도를 지연시킬 것으로 전망(U자 회복세)

신규수주-재고 스프레드 하락은 ISM 제조업 지수 악화 가능성을 시사



자료: Bloomberg, IBK투자증권

AI붐으로 컴퓨터 산업을 중심으로 나타난 편향적 수주 회복세



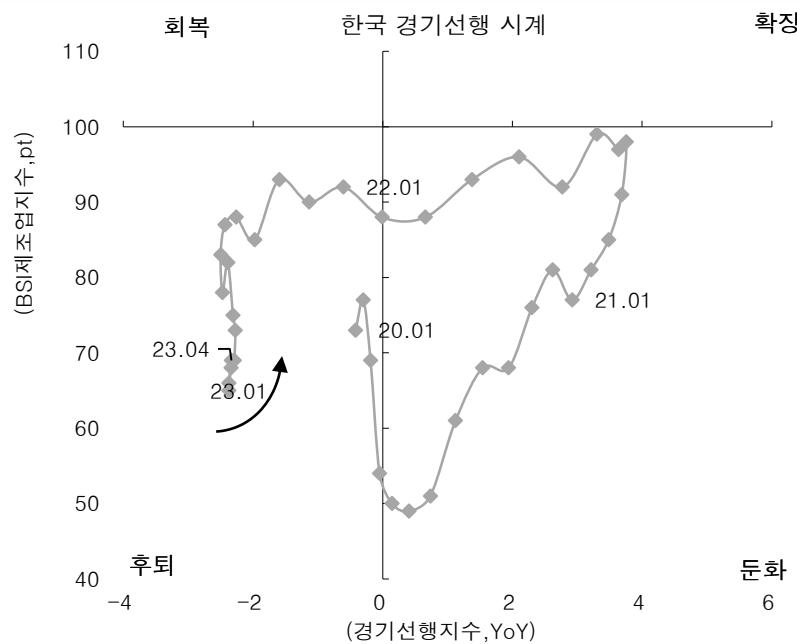
자료: Bloomberg, IBK투자증권

제조업 경기 회복 자연 가능성…다행히 최악은 통과



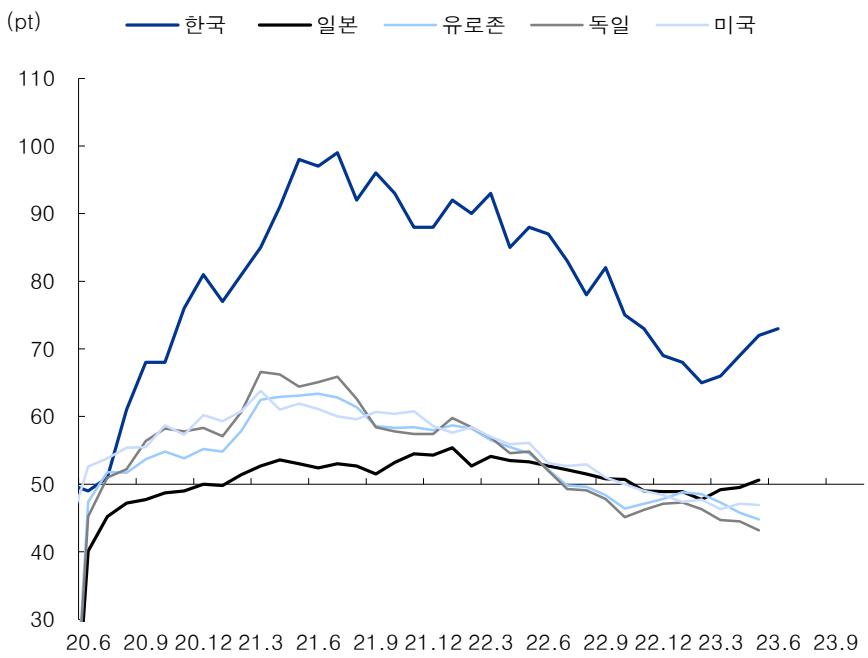
- 다행히 제조업 경기는 최악은 통과했으며, 추가적인 하방 압력은 제한적일 것으로 판단
- 여전히 레벨 상으로 부진하나 한국, 일본 등 주요 국가들의 제조업 경기가 점진적인 개선세를 보이기 시작

경기 회복기로 방향을 전환하기 시작한 한국 경기선행시계



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주요국 제조업 PMI 지수



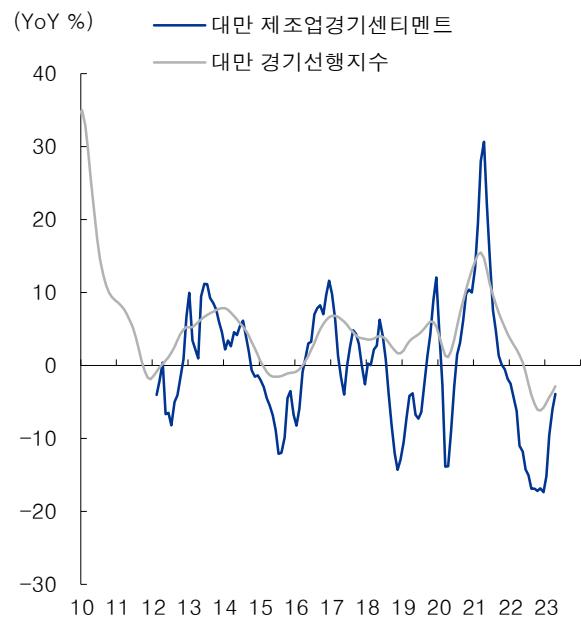
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 경기 개선 기준선 한국(100pt), 일본, 유로존, 독일, 미국(50pt)

제조업 경기 회복 자연 가능성…다행히 최악은 통과



- 최근 대만 제조업 경기 지표는 국내 반도체 산업 경기 회복의 가능성 시사
- 한국과 마찬가지로 반도체가 국가 주력 산업인 대만의 제조업 경기지수 최근 반등세를 보임
- 리오프닝 효과, AI 붐으로 인해 중국의 반도체 수요가 증가하며 대만의 중국향 집적회로 수출이 점차 개선되기 시작
- 10개월 연속 부진이 지속되고 있는 국내 반도체 수출 개선 기대감을 부각시키는 요인

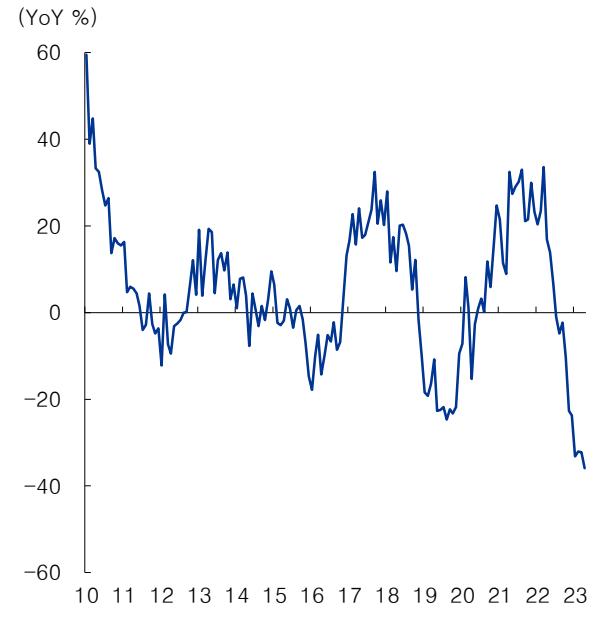
반등하기 시작한 대만 제조업경기



대만 수출 증가율



국내 반도체 수출 증가율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

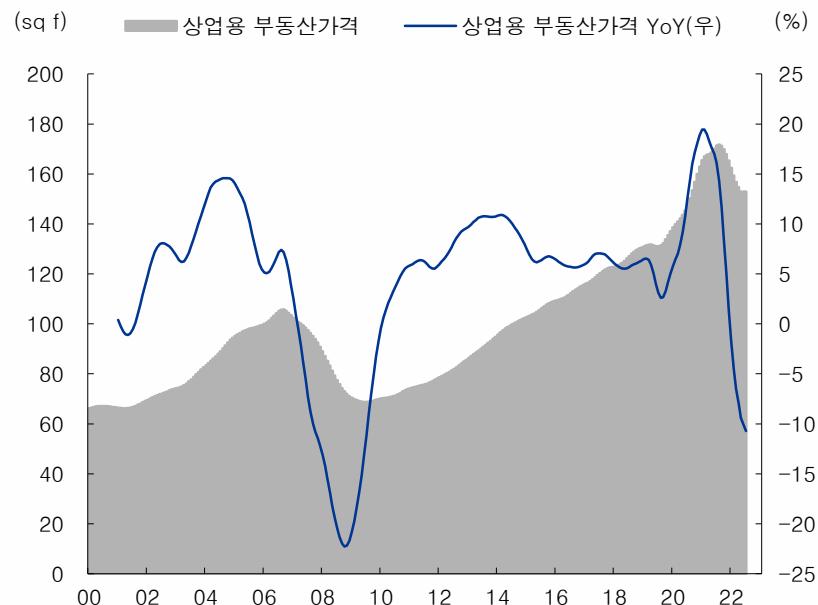
자료: Bloomberg, IBK투자증권

진정되지 않는 상업용 부동산 리스크…Tail Risk



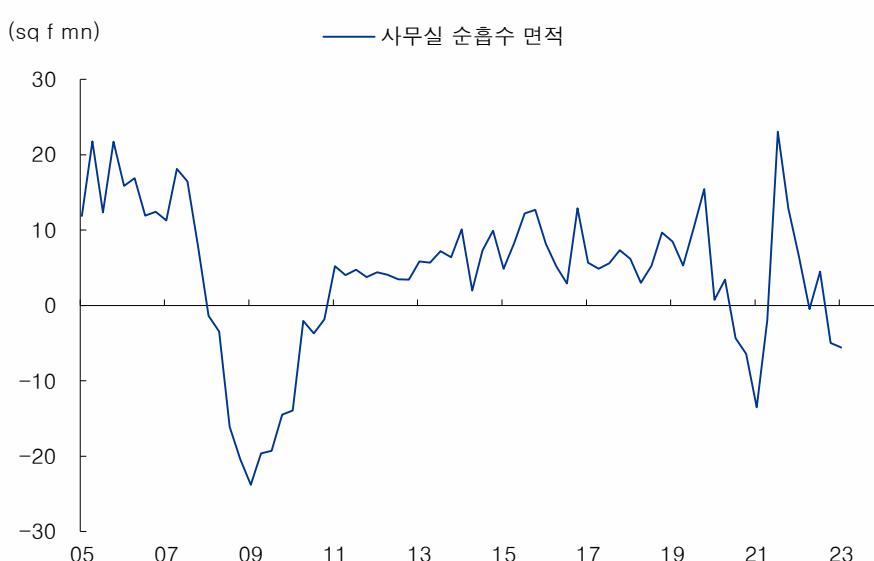
- 만약, 상업용 부동산 위기가 재부각되어 시스템 리스크 확대 될 시 경기에 2차 충격을 가하며 더블딥(Double-dip) 시나리오가 전개 될 가능성
- 코로나 수혜 효과 소실에 따른 임차 수요 감소와 고금리 영향으로 인한 자금조달 비용 증가하며 상업 부동산 경기 위축되기 시작
- 여기에 은행권 사태로 부각된 중소형 은행들의 부실한 자산건전성 문제로 인해 상업용 부동산 시장 위기가 진정되지 않는 상황
- 기존 모기지 대출의 상당 부분이 '24년까지 만기가 집중돼 있는 점도 부담
- 만기에 근접할 수록 이는 단기간 내 리파이낸싱 압력 가중되고 이에 따라 연체/채무불이행 우려가 높아지기 때문
- MBA에 따르면 '23~24년까지 약 1.4조(전체 4.4조, 31%)달러의 상업용 모기지 상품의 만기가 도래할 것으로 예상

코로나 효과 소실되며 상업용 부동산 가격 급락



자료: Bloomberg, IBK투자증권

감소하는 임차 수요



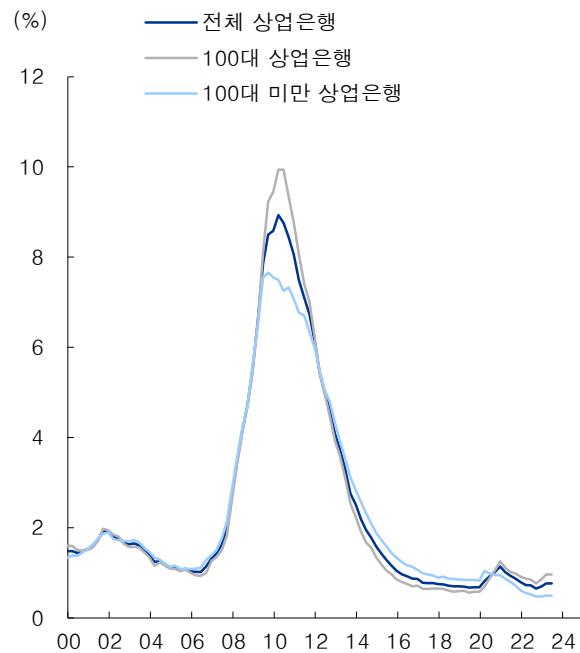
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 순흡수 면적(Net Absorption): 신규 임차 면적-신규 공실 면적

진정되지 않는 상업용 부동산 리스크…Tail Risk

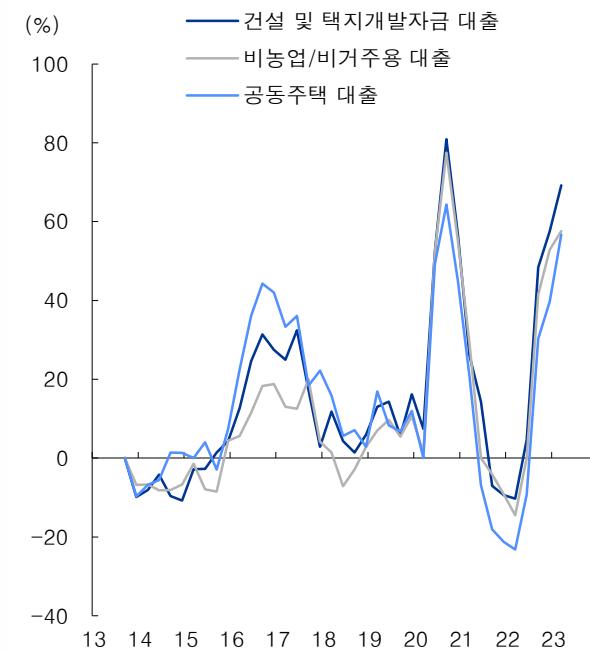


- 상업용 부동산 연체율은 최근 소폭 상승했으나 역사적으로 현저히 낮은 수준
- 리파이낸싱 수요가 확대에 따른 연체율 추가 상승할 수 있으나, 과거 부동산 위기('08년도) 수준까지 급등 할 가능성은 높지 않을 것
- 설사 모기지 부실 심화 이슈가 촉발된다 하더라도 이에 대한 영향은 일부 중소형 은행들에 그칠 것으로 전망
- 최근 은행권 사태를 통해 확인한 정부의 높은 대응력, 이후 더욱 강화된 감독 체계 그리고 과거 위기 대비 낮아진 모기지 익스포저 등이 대형 위기 확대 될 가능성을 제한할 것

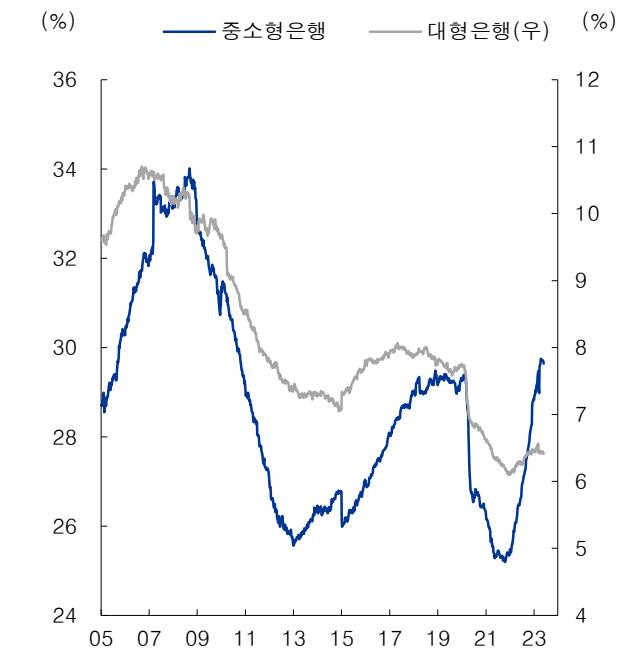
역사적으로 낮은 수준은 상업용 부동산 연체 비율



상업용 모기지 대출 기준 강화 비중



'08년도 대비 낮은 상업용 부동산 대출 익스포저



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

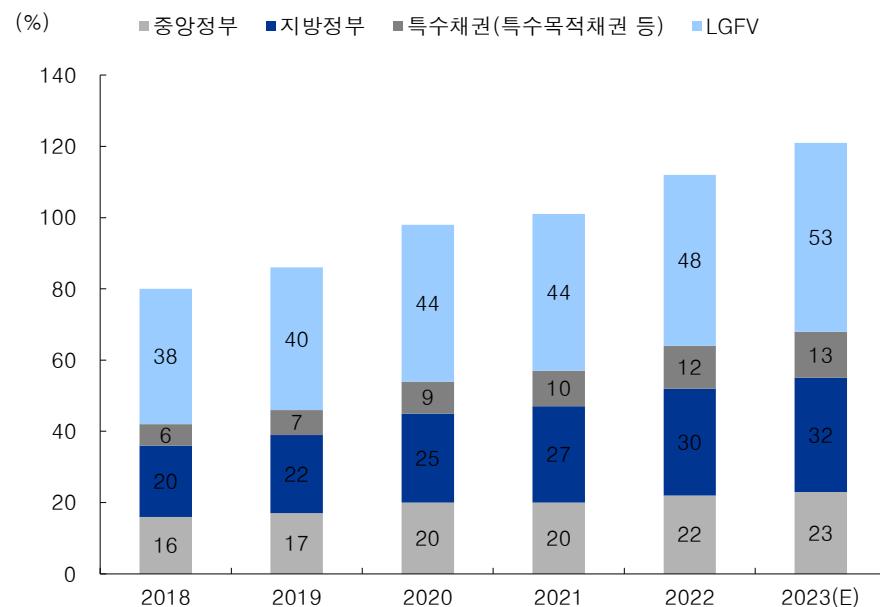
자료: Bloomberg, IBK투자증권

중국 지방정부 재정 악화...Tail Risk



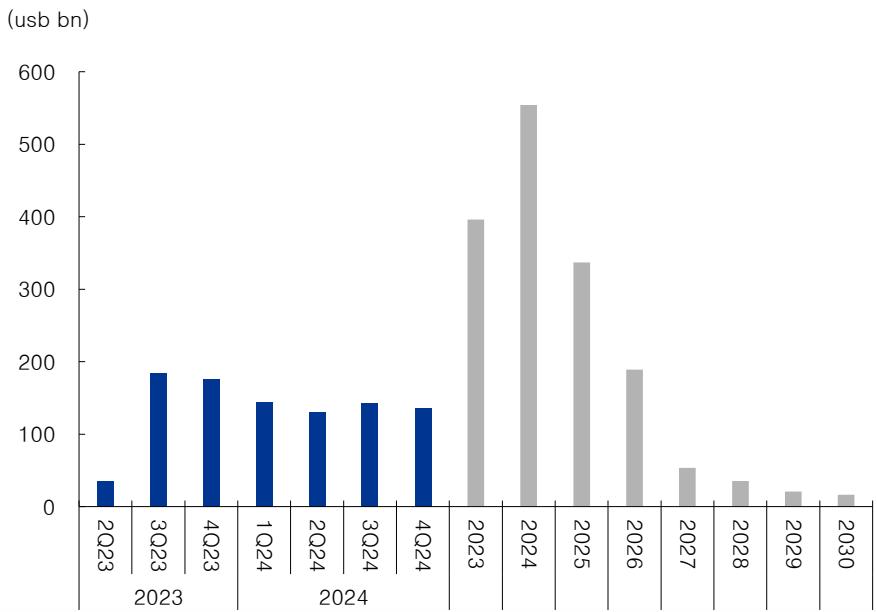
- 중국 지방정부의 그림자금융인 LGFV 채권으로 인한 중국 지방정부 재정 악화 가능성도 경계 할 필요
- 최근 몇 년 간 지방정부의 무리한 재정 정책 확대, 코로나 의료 지출 증가, 부동산 시장 부진에 따른 정부 토지매각 수입 급감(전체 정부 수입의 약 25% 차지) 등으로 지방정부의 재정 부족이 심화된 상태
- 여기에 조만간 상당 부분의 LGFV 채권들의 만기 도래가 예정되어 있어 중국 지방정부의 채무 불이행 경계감이 높아지기 시작
- '23~24년 내 만기 도래 예정된 LGFV 채권 규모는 약 9,501억 달러 규모, 전체 채무의 30%에 달하는 수준

중국 GDP 대비 부채 비율



자료: IMF, 국제금융센터 재인용, IBK투자증권

중국 LGFV 채권 만기 도래 규모



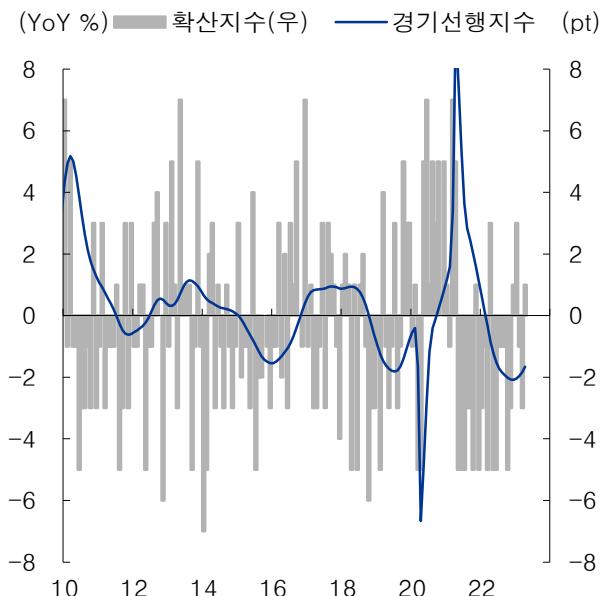
자료: Bloomberg, IBK투자증권

글로벌 증시 내년 경기 기대감 속 우상향 기대

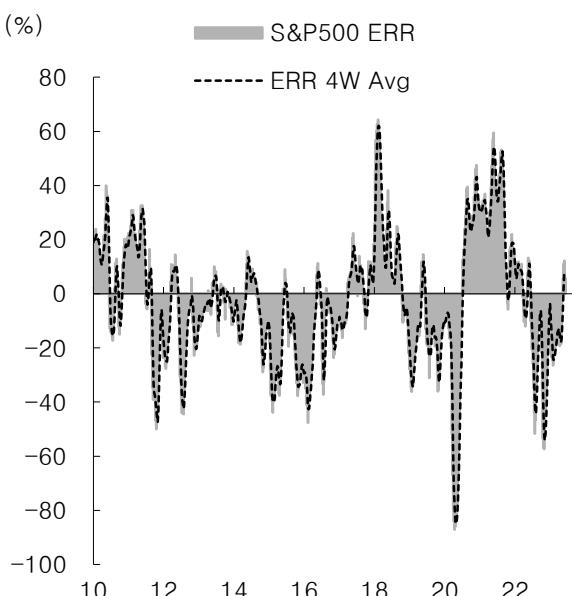


- 제조업 경기 부진 등 추가 경기 하강 요인이 잔존하며 가파른 상승을 기대하기는 쉽지 않음
- 그러나, 금리인상 사이클 종료, 주택가격 반등 가능성 등이 선행지수 내 개선 요인들이 점차 반영되며 완만한 증시 상승을 이끌 것
- Tail Risk 발생하지 않을 경우, 하반기 주식시장은 매크로 환경 정상화 속 경기 및 실적 개선 점차 반영하며 우상향을 보일 것으로 기대

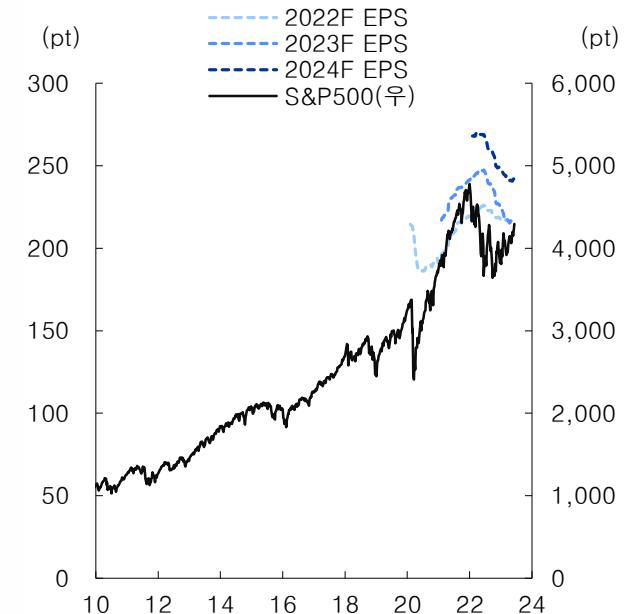
선행지수 세부 요인 개선세



기업 이익 전망도 점차 우호적으로 전환 중



내년 경기 개선 기대감 반영 속 하반기 증시 우상향



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Refinitiv, IBK투자증권

자료: Refinitiv, IBK투자증권

Appendix

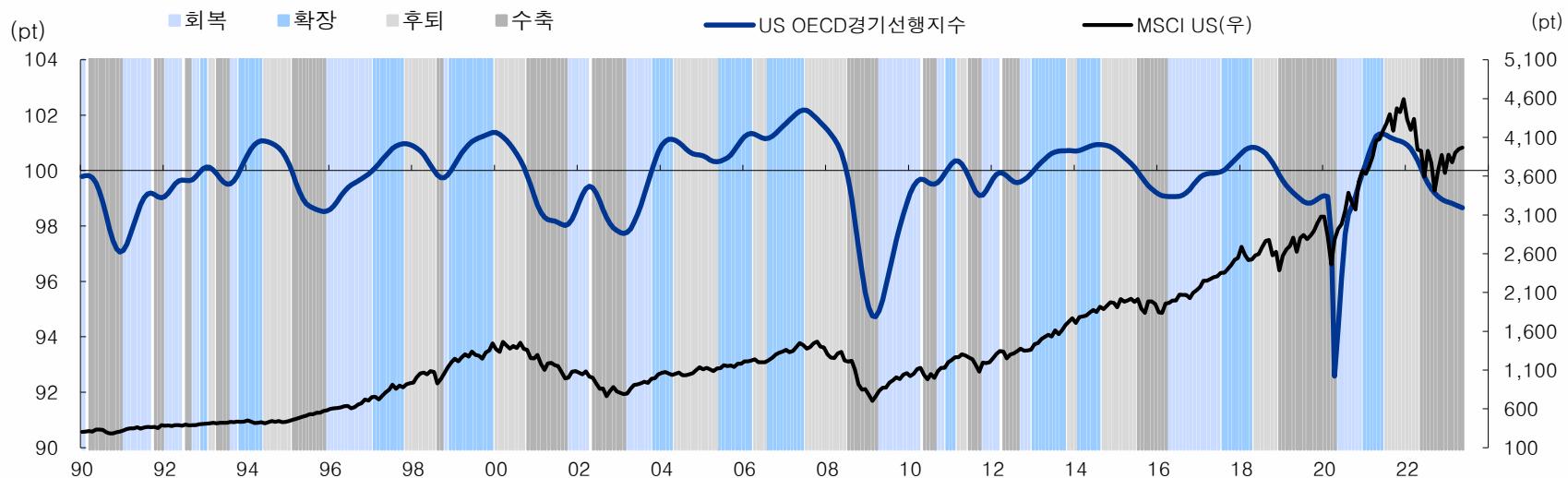
– 경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이



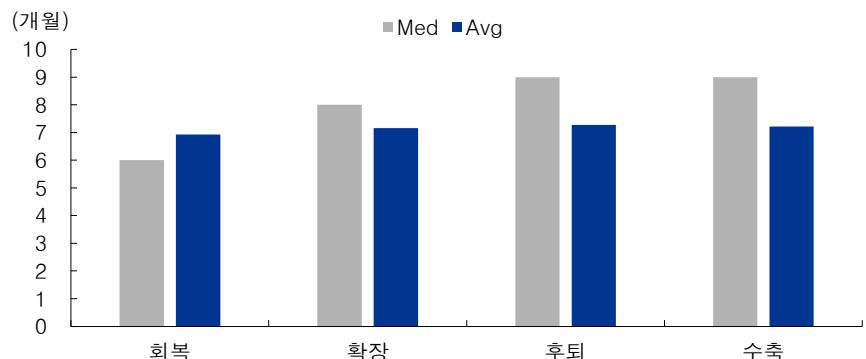
경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이(미국)



경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이

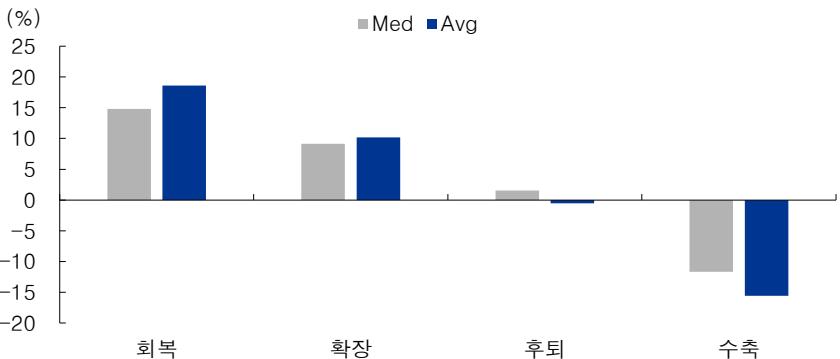


국면 별 평균 기간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

국면 별 평균 주가 수익률

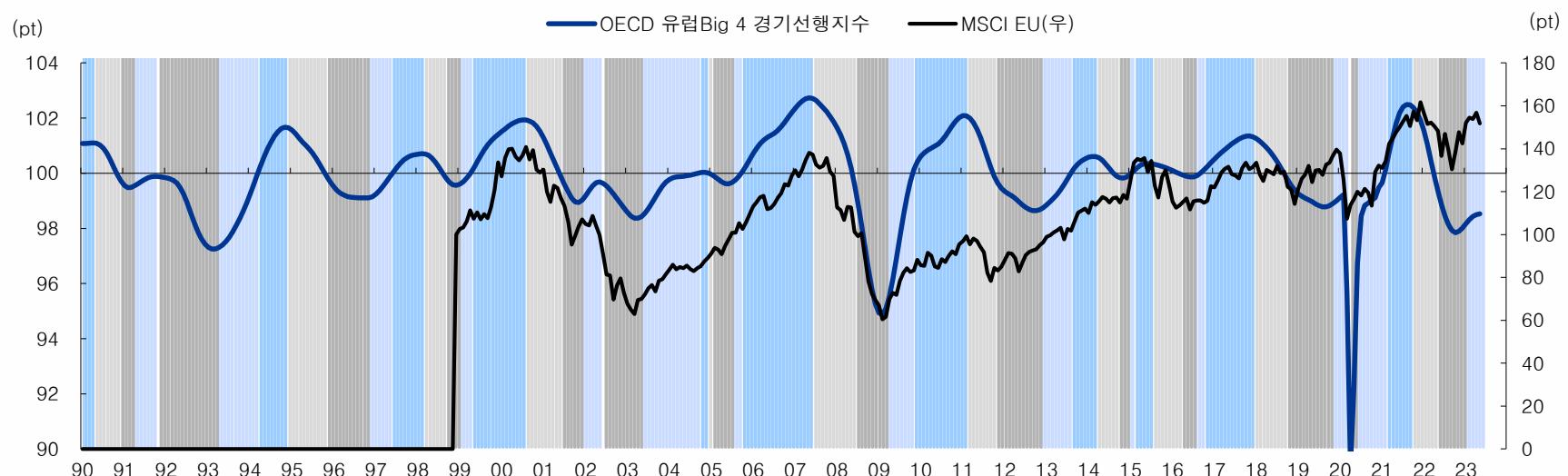


자료: Bloomberg, IBK투자증권

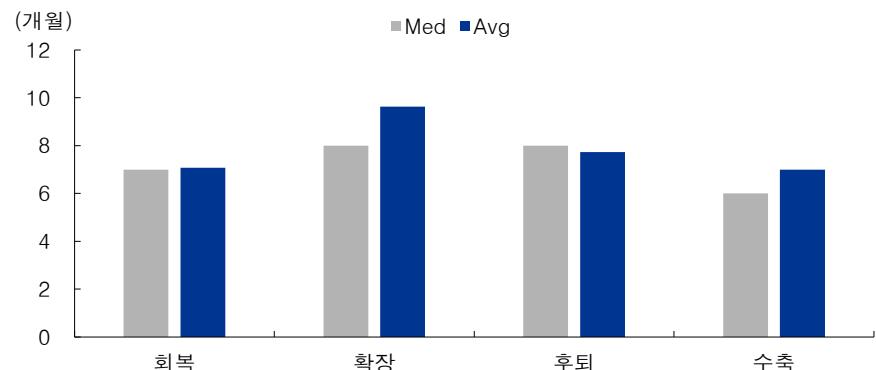
경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이(유럽)



경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이

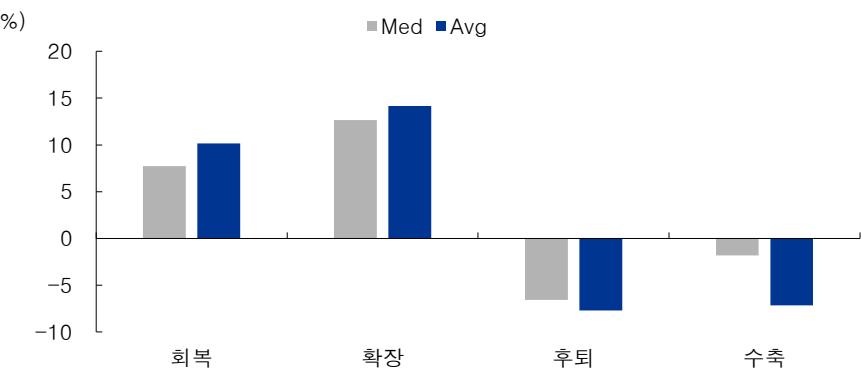


국면 별 평균 기간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

국면 별 평균 주가 수익률

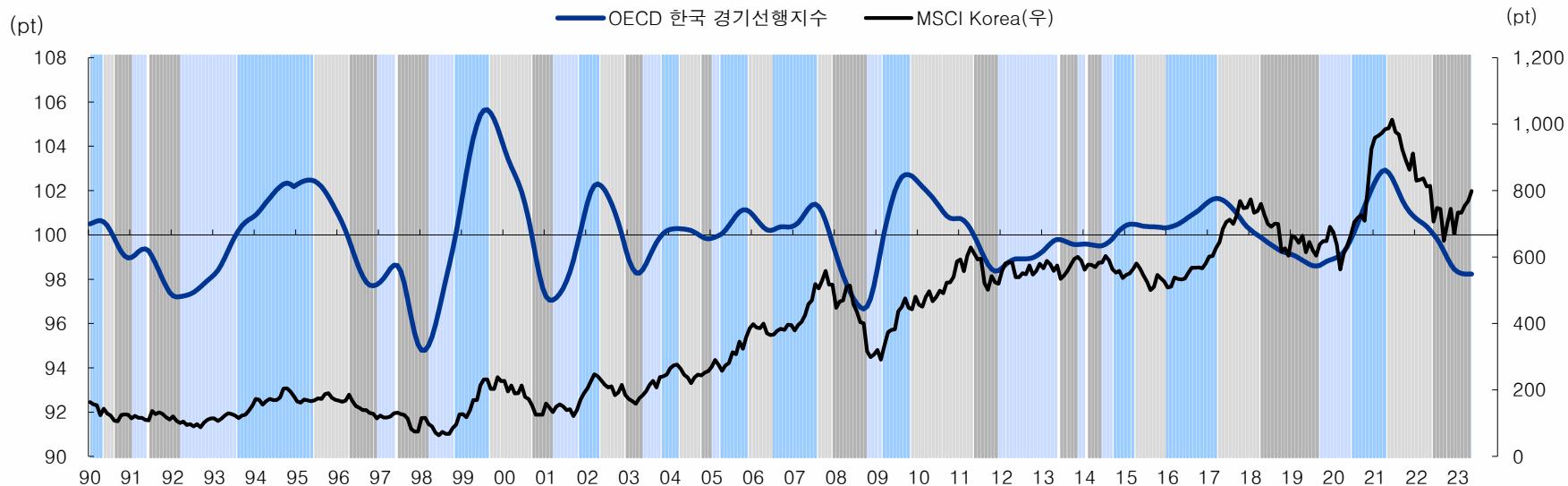


자료: Bloomberg, IBK투자증권

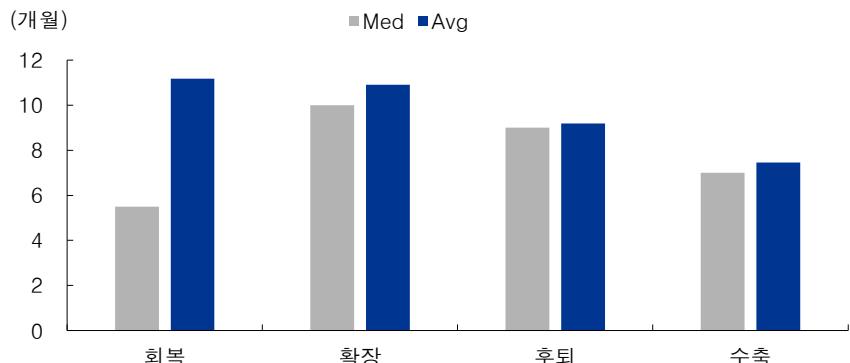
경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이(한국)



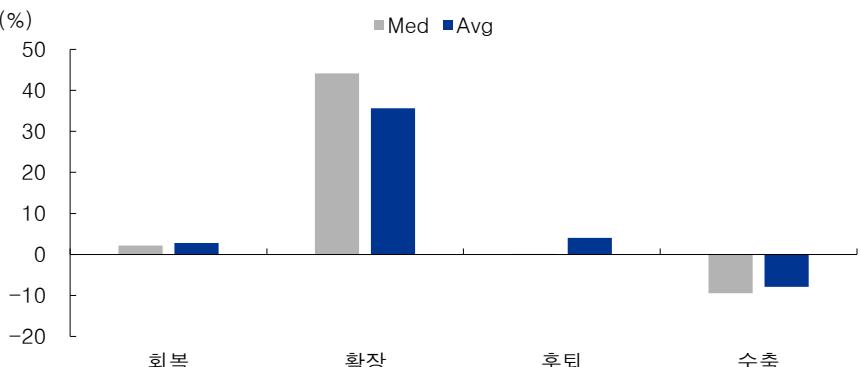
경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이



국면 별 평균 기간



국면 별 평균 주가 수익률



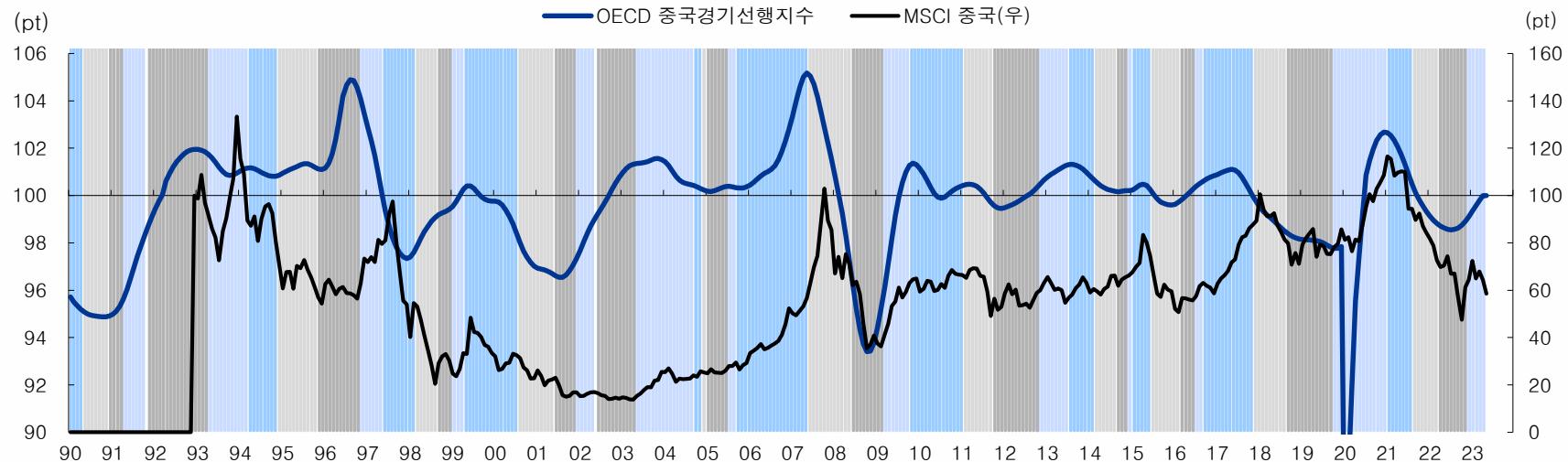
자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

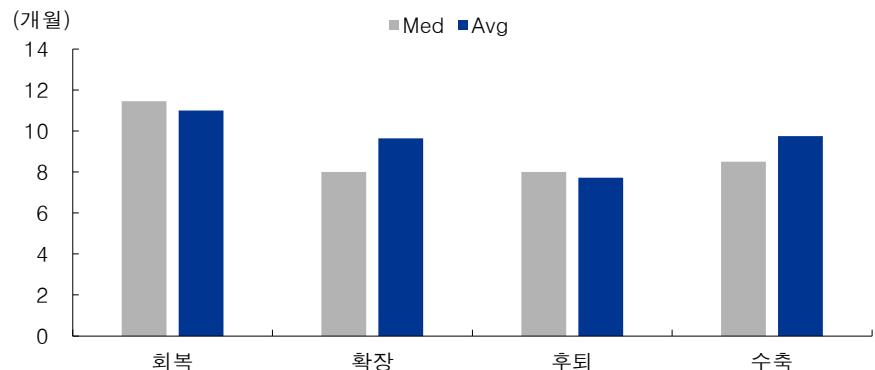
경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이(중국)



경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이

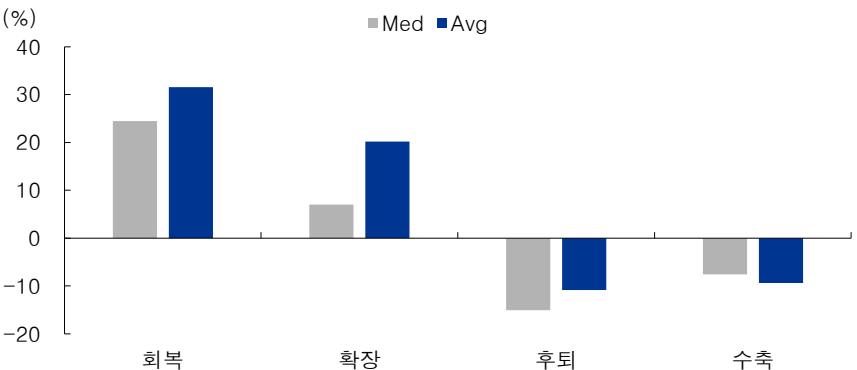


국면 별 평균 기간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

국면 별 평균 주가 수익률



자료: Bloomberg, IBK투자증권







IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
이승훈	이사	총괄/인터넷/게임	6915-5680	doded@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
김종영	연구원	Quant	6915-5653	jujub0251@ibks.com
권기중	연구원	Fixed Income	6915-5654	kjoong@ibks.com
우지연	연구원	Global Strategy	6915-5663	dnwldus2170@ibks.com

기간산업분석부

김태현	연구위원	음식료	6915-5658	kith0923@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통	6915-5672	rockrole@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	IT/소재/부품/장비	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
이선경	연구위원	제약/바이오	6915-5655	seonkyoung.lee@ibks.com
채윤석	연구위원	스몰캡	6915-5474	Chaeyunseok87@ibks.com
이현욱	연구원	2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11

대표번호 02-6915-5000

고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626
강남센터	02) 2051-5858
강남역 금융센터	02) 532-0210
분당센터	031) 705-3600
부산센터	051) 805-2900
대구센터/IBK WM센터 대구	053) 752-3535
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
IBK WM센터 증계동	02) 948-0270
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900

IBK WM센터 역삼	02) 556-4999
IBK WM센터 광주	062) 382-6611
IBK WM센터 일산	031) 904-3450
IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 청원	055) 282-1650
IBK WM센터 울산	052) 271-3050

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돋기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.