

# 시장의 가늠자, '경기선행지수'

Global Strategy **우지연**

02) 6915-5663 / dnwldus2170@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

**IBK투자증권**

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# CONTENTS

I 경기 '선행' 사이클에서 바라본 시장 방향성

II. 미국 경기 반등할 수 있을까?

III. Appendix



# 경기 '선행' 사이클에서 바라본 시장 방향성

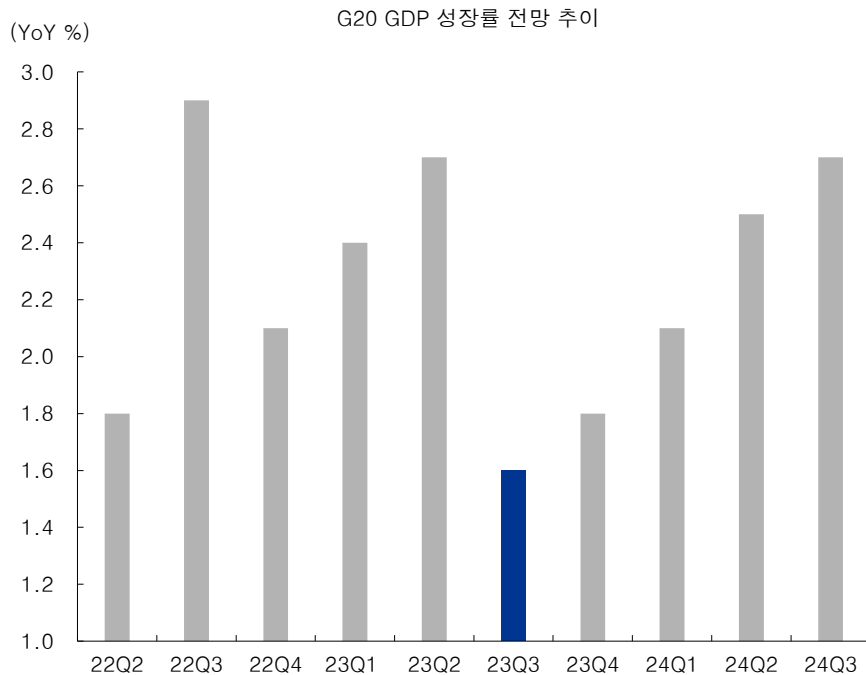


# 지속되는 경기 하강 시그널, 향후 경기의 향방은?



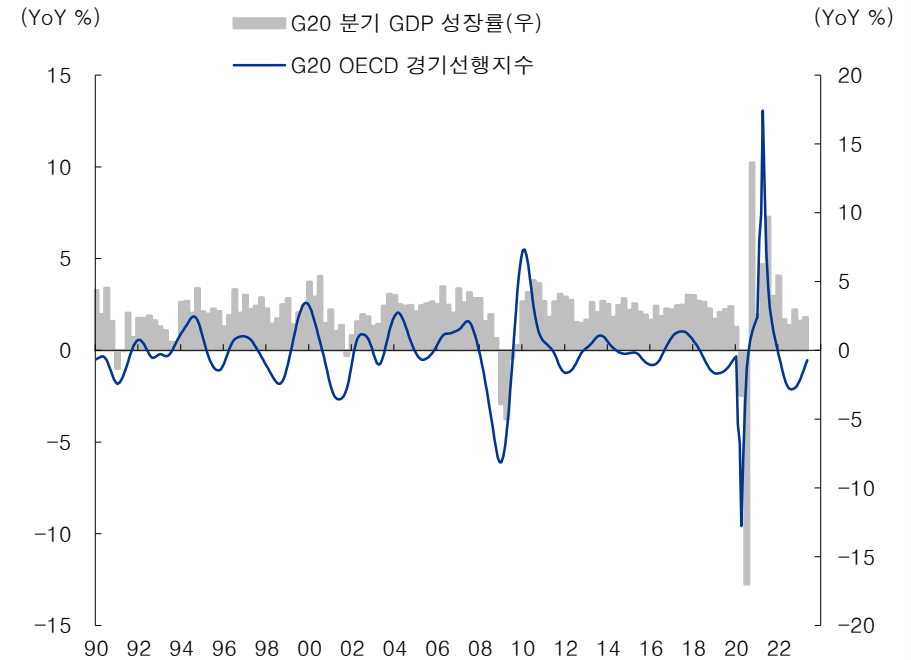
- 경기 불안을 떨치기 쉽지 않은 현재 국면. 고금리 여파, 은행권 불안, 제조업 경기 부진 심화 등 경기 하강 시그널은 지속되는 중
- 그러나, 시장은 이미 올해 3분기를 경기 바닥을 인식하고 있는 가운데, 현재 주목해야 할 것은 향후 경기 회복 흐름
- 다음해 경기 영향을 받는 하반기 증시 특성상 현재의 경기 불안보다 이후 전개될 경기 개선 경로에 대한 주목이 더욱 필요
- 이에 경기 방향성을 예측할 수 있는 경기 선행 지수를 통해 향후 글로벌 경기 회복 경로를 점검해 보고자 함

## 지속되는 경기 하강 시그널 속 시장은 경기 바닥을 3분기로 인식



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 경기 선행 지수를 통해 향후 경기 회복 경로에 대해 점검이 필요

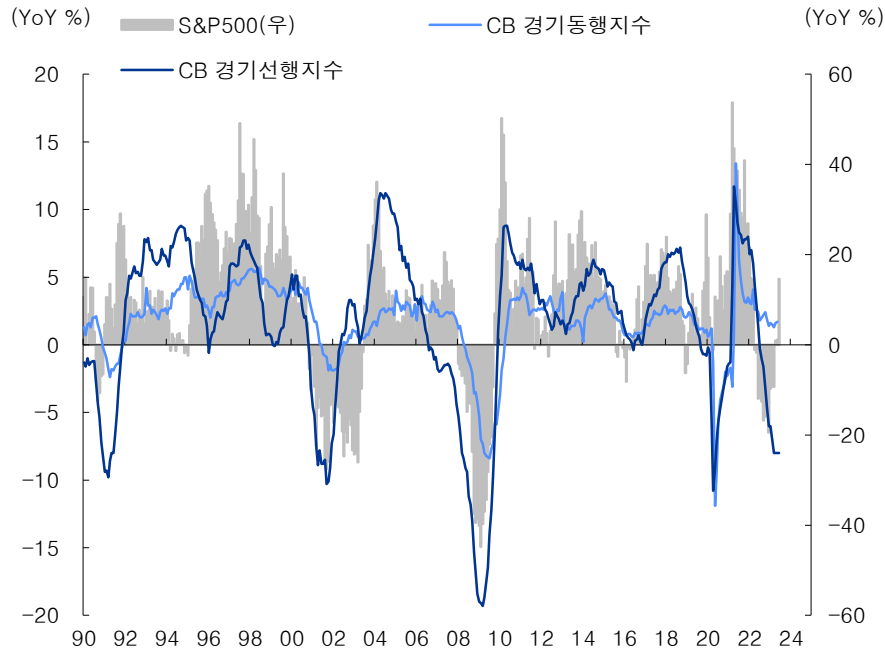


자료: Bloomberg, IBK투자증권



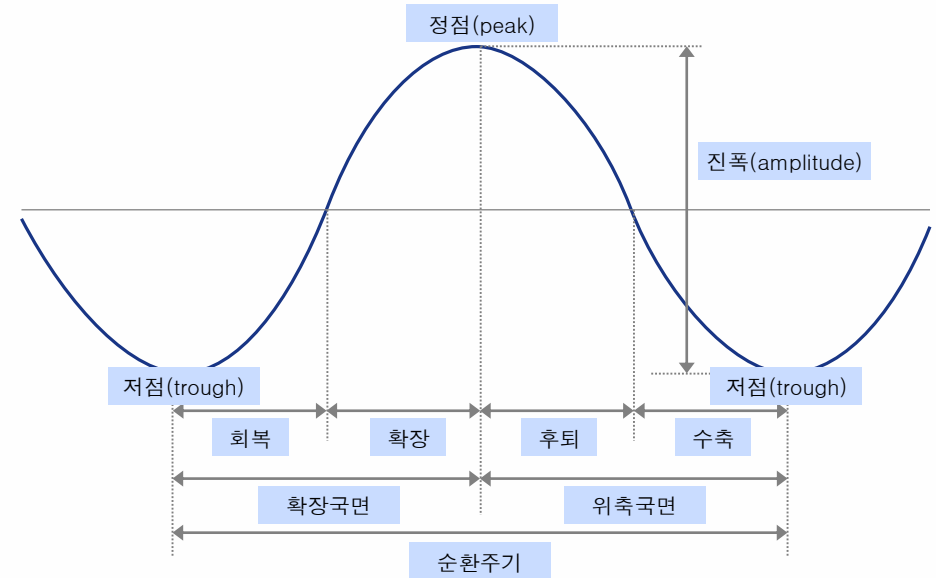
- 경기는 확장 국면과 위축 국면을 반복하는 순환적인 특징을 지니며, 이것을 경기 사이클이라고 지칭
- 경기 선행 지수는 경기순환주기의 전환 시점, 정점(수축기→확장기) 또는 저점(확장기→수축기)을 조기 예측하는 데 유용한 지표
- 선행지수는 동행지수의 바닥을 평균적으로 3~5개월 선행. 선행지수의 턴어라운드는 시차를 두고 경기 회복세가 나타날 가능성을 암시하는 것
- 동행지수와 선행지수간 괴리가 심화되고 있는 가운데, 경기를 선 반영하는 주식시장의 특성상 선행지수 방향성에 집중할 필요
- 향후 경기 예상 경로와 이를 반영하는 시장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

실제 경기 동행지수를 3~5개월 선행하는 경기 선행 지수



자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기 선행 순환 국면



자료: 한국은행, IBK투자증권

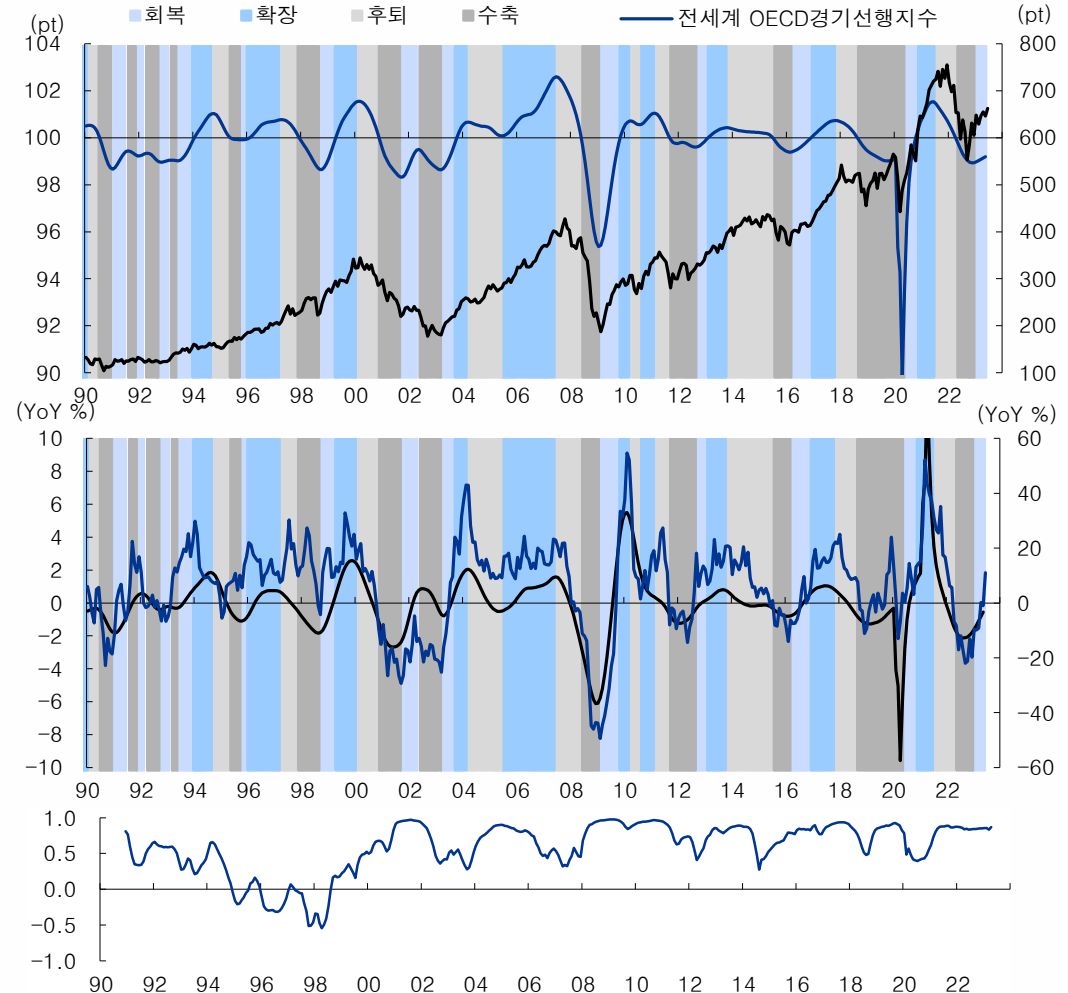


# 경기 선행 지표와 주식시장의 상관관계

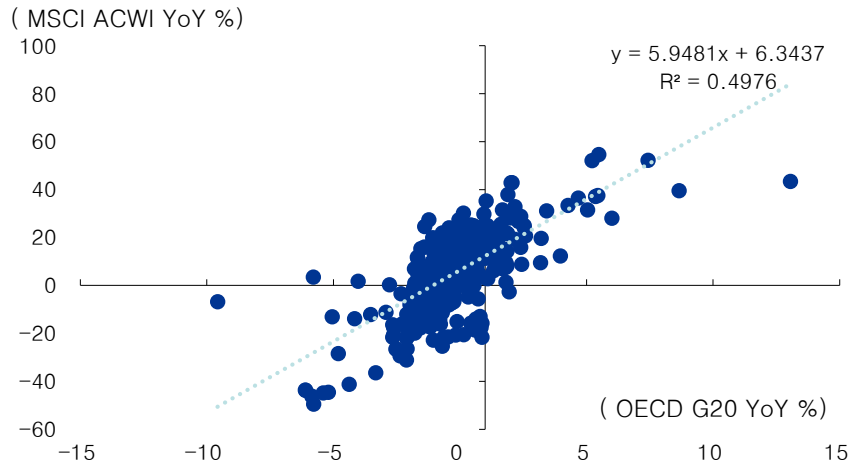


- 경기 선행 지표와 주가는 흐름 상 유사한 움직임을 보임  
(경기 회복/확장 증시 ↑, 후퇴/수축 증시 ↓)
- 이는 증시가 향후 경기 방향성을 선 반영하는 동시에 선행지수 자체 내 세부 항목에 주가지수가 포함 돼 있기 때문
- '90년대 이후 미 경기 선행 지표(Y)와 주가(Y)간의 상관계수는 0.71로 통계적으로 매우 유의미한 수치

경기 국면 별 경기 선행 지표, 증시 그리고 증가율 상관계수 비교



높은 상관성을 보이는 경기선행지수 증가율과 주가 수익률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

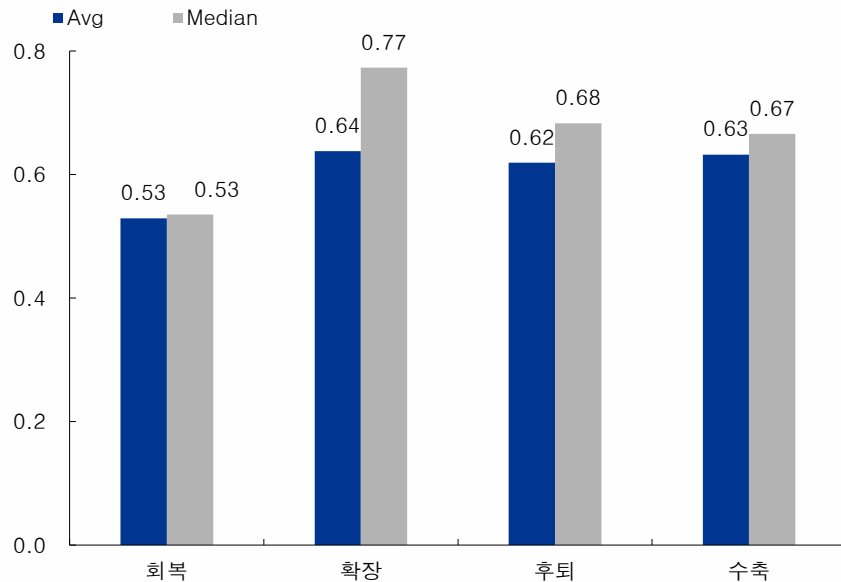
주: 경기선행지수는 기준으로 '지수 ≥ 100pt & MoM ≥ 0' 확장, '100pt < 지수 & MoM ≥ 0' 회복, '100pt ≥ 지수 & MoM < 0' 후퇴, '100pt < 지수 & MoM < 0' 수축

# 경기 선행 지표와 주식시장의 상관관계

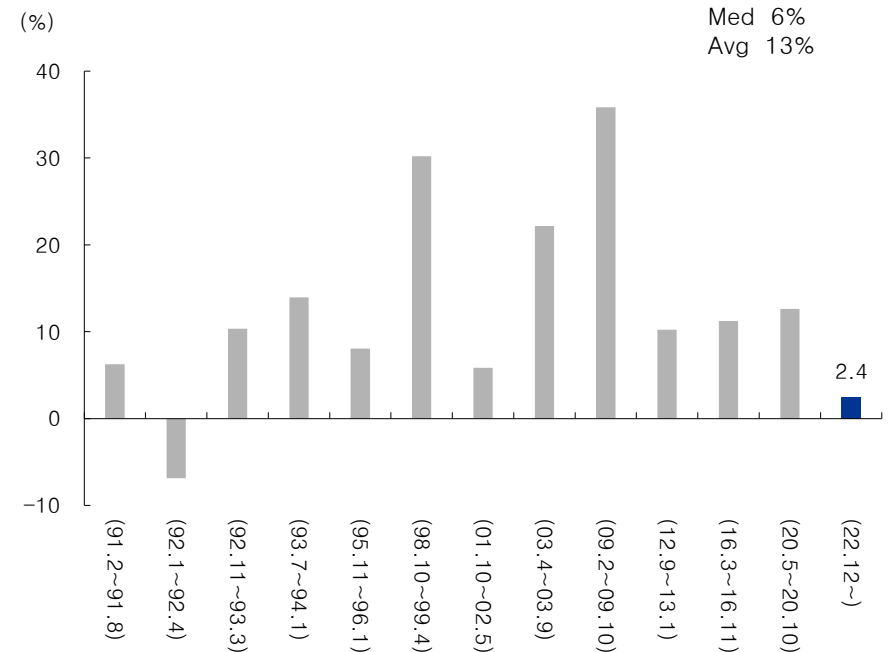


- 경기 선행 순환 국면 별 글로벌 경기 선행 지수 상승률과 MSCI ACWI 수익률간의 상관관계를 분석. 4개 국면 모두 대체적으로 다소 높은 상관성을 보유했다
- 선행지수와 증시의 상관관계가 높다는 것은 경기 상방(하방) 흐름에 맞춰 증시 또한 상승(하락)한다는 것을 의미
- 과거 전세계 경기 선행 회복기 기간은 3~9개월인 가운데, 현재 선행지수는 지난 12월부터 바닥을 확인한 후 6개월째 점진적인 회복세를 보이는 중
- 향후 선행지수 내 중요도가 높은 미국 경기의 턴어라운드를 확인하며 완만한 속도로 경기 선행 확장기에 진입할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



경기 선행 회복기 주가 상승률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

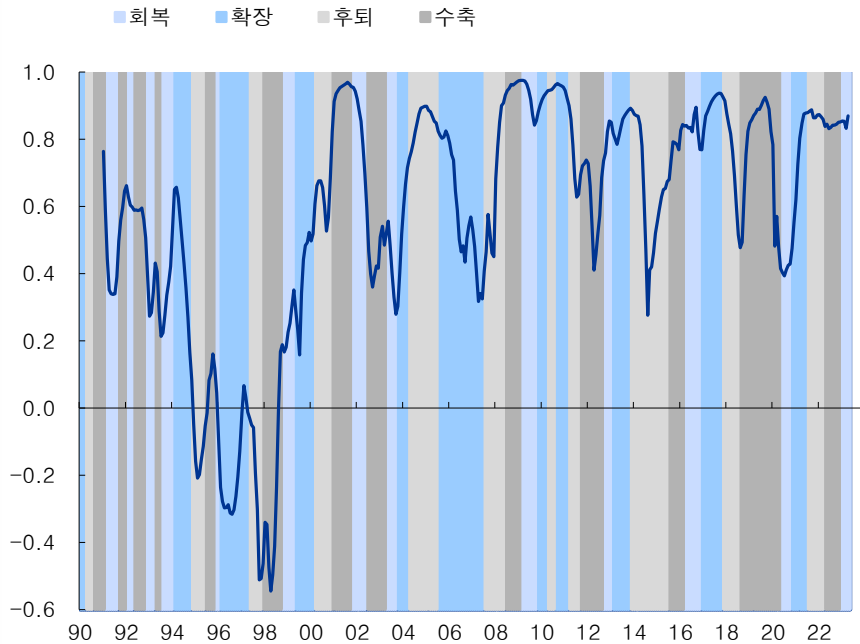
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 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 턴어라운드 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 국면 별 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 OECD G20 선행지수 기준으로 국면을 나눔



# 경기 선행 지표와 주식시장의 상관관계



국가별 OECD 경기 선행 지표와 MSCI 지수 상관관계수(회복기, 현재)

| 기간           | MSCI ACWI % | 국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관관계수(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   | (0.44) |
| (98.10~99.4) | 30.19       | 0.82                                | 0.77   | (0.31) |        | 0.69      | 0.63   | 0.59   | 0.35      | 0.56   | (0.72) |
| (01.10~02.5) | 5.85        | 0.88                                | 0.95   | 0.91   | 0.91   | 0.78      | 0.31   | (0.42) | 0.70      | 0.85   | (0.03) |
| (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 지표와 MSCI 지수 상관관계수(후퇴기)

| 기간            | MSCI ACWI % | 국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관관계수(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 상관관계수. 분석의 용이를 OECD G20 선행지수 기준으로 국면을 나눔

국가별 OECD 경기 선행 지표와 MSCI 지수 상관관계수(확장기)

| 기간           | MSCI ACWI % | 국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관관계수(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) | 0.74  |
| (96.2~97.3)  | 9.27        | 0.89                                | (0.73) | (0.31) | 0.03      |        | 0.47    | 0.66   | 0.73      | 0.26   | 0.61  |
| (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 지표와 MSCI 지수 상관관계수(수축기)

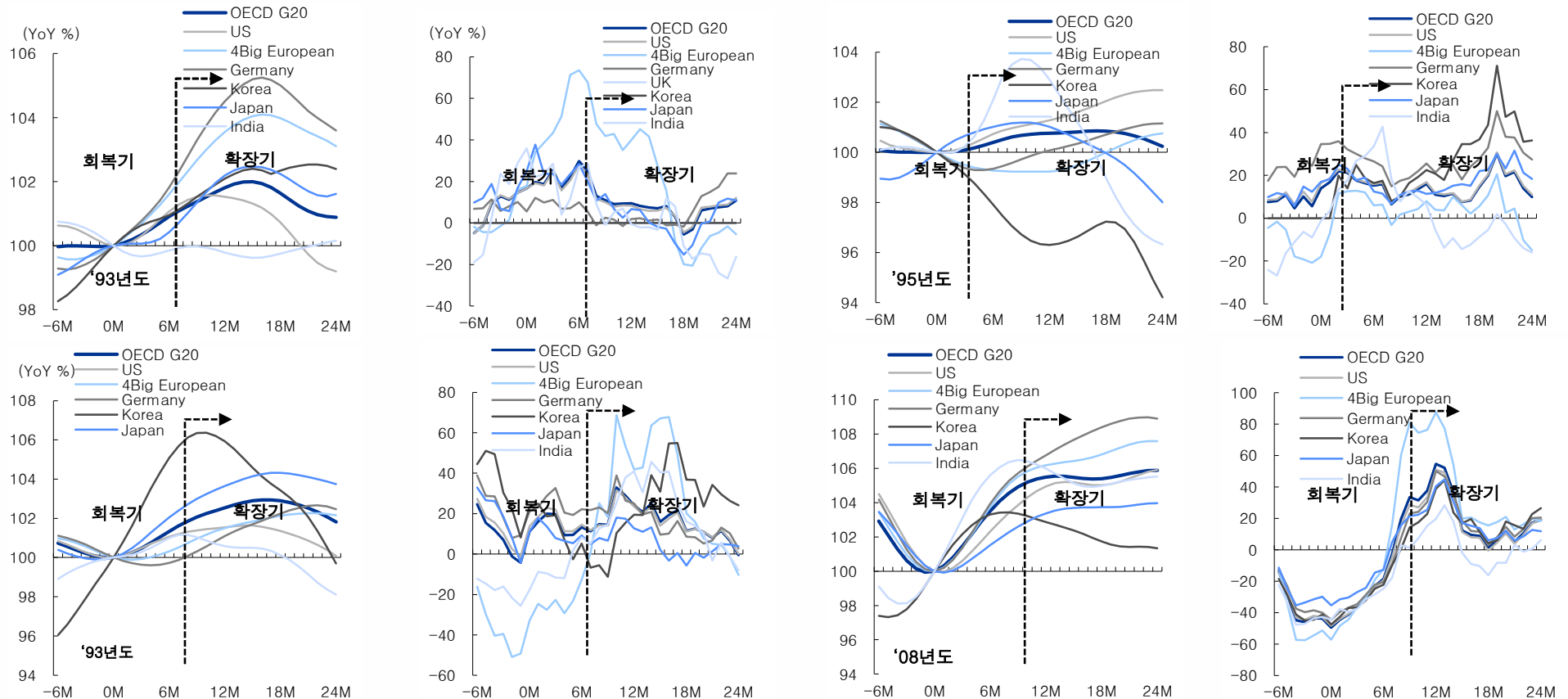
| 기간           | MSCI ACWI % | 국가별 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수 상관관계수(수축기) |           |        |         |           |        |      |        |        |        |
|--------------|-------------|-------------------------------------|-----------|--------|---------|-----------|--------|------|--------|--------|--------|
|              |             | 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   | (0.64) |
| (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 지표와 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 상관관계수가 높은 주요국들의 지표 추이를 살펴 봄
- 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



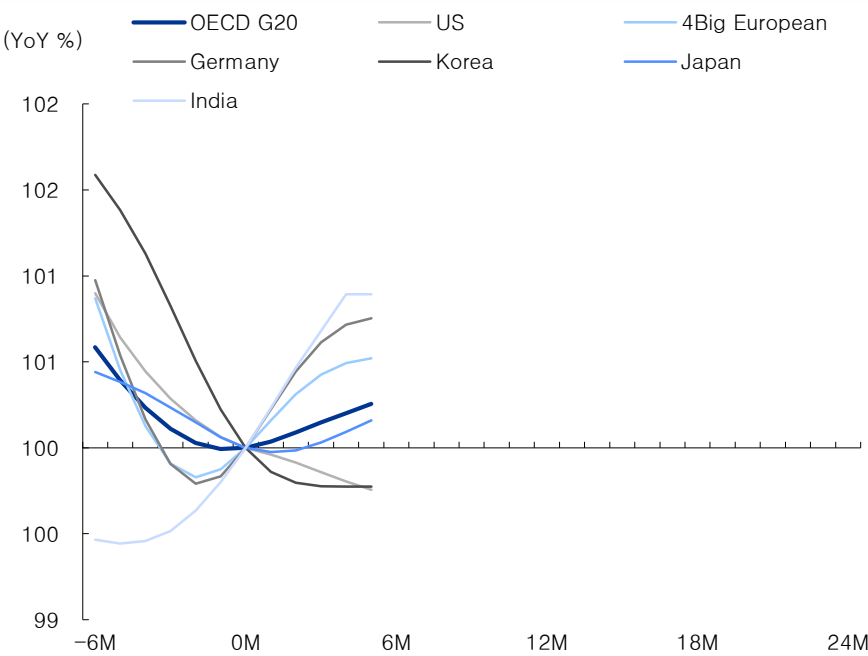
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 회복 국면 속 차별화된 제조업 국가들의 경기 선행 지수 흐름



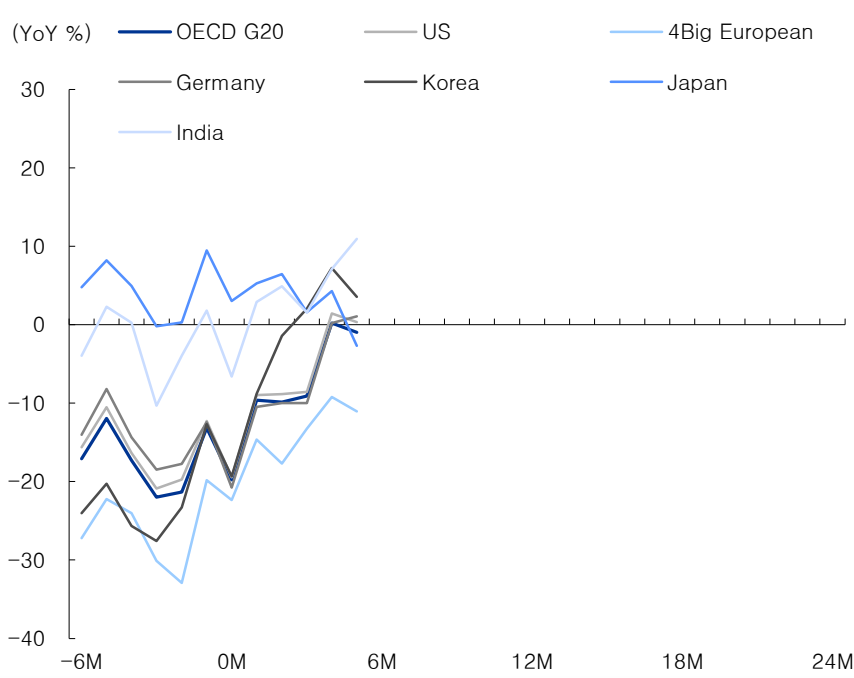
- 금번 회복기에도 경기 선행 지수와 상관관계가 높은 제조업 강국과 신흥국의 주가 상승이 두드러짐
- 그러나, 금번 국면은 제조업 경기 영향이 선행지수 상승을 견인하지 않았음. 제조업 보다는 견고한 서비스업 경기, 통화정책 영향이 작용한 것
- 미국과 한국의 경기 선행 지수는 여전히 바닥을 다지고 있으나, 제조업 경기 개선 및 금리 인하 기대감을 반영하며 주가 상승

현 회복 국면의 주요국 경기 선행 지수 흐름



자료: Bloomberg, IBK투자증권

현 회복 국면의 주요국 증시 흐름



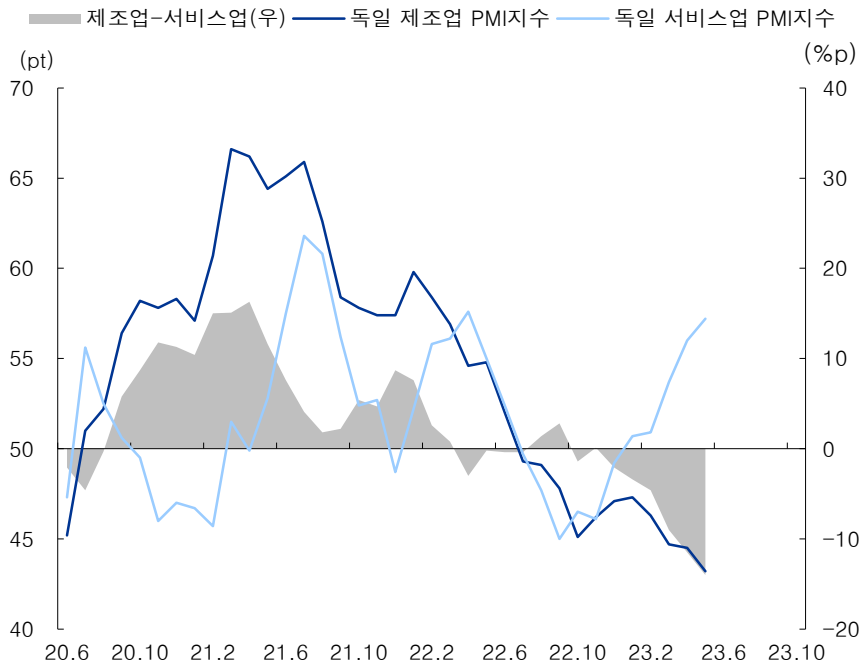
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 회복 국면 속 차별화된 제조업 국가들의 경기 선행 지수 흐름



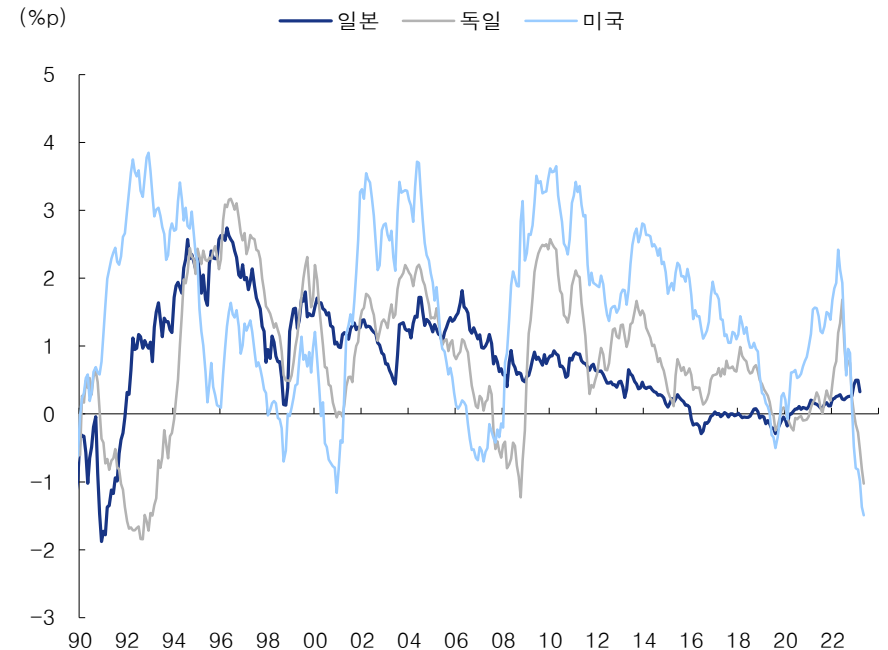
- 앞서 언급한 바와 같이 독일 선행지수의 리바운딩은 여전히 견고히 지속되고 있는 서비스 수요가 주도한 것
- 업황 부진 장기화되고 있는 글로벌 제조업 경기와 달리 서비스 산업 내 팬트업 수요 효과는 지속되고 있는 중
- 한편, 인도는 중국 리오프닝 효과, 일본은 완화적 통화정책으로 인해 여타 국가 대비 장단기금리 스프레드가 상승하고 있는 것이 원인

## 제조업 경기와 서비스업 경기 디커플링 심화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 완화적 정책 기조에 일본 장단기금리 스프레드는 상승



자료: Bloomberg, IBK투자증권

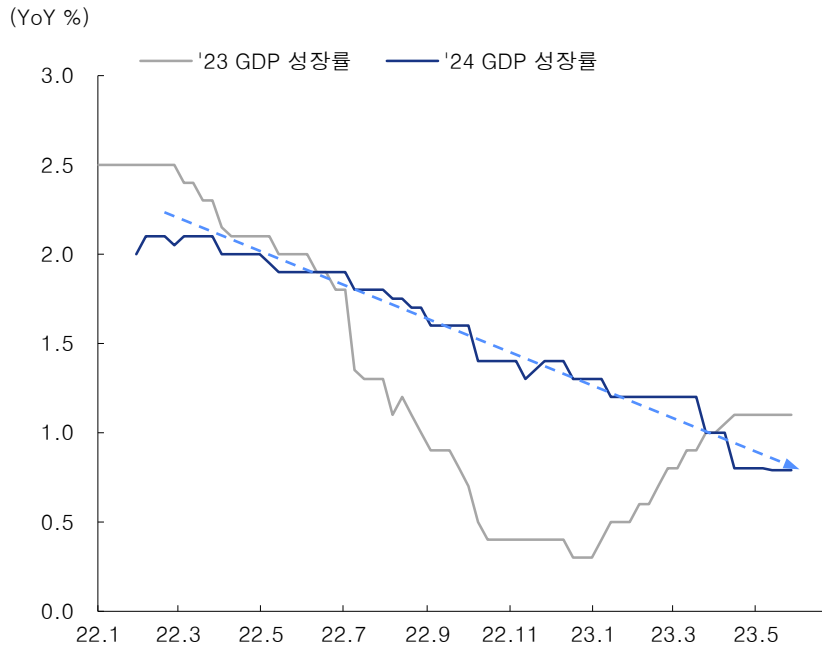


# 그렇다면 미국의 경기 선행지표는?



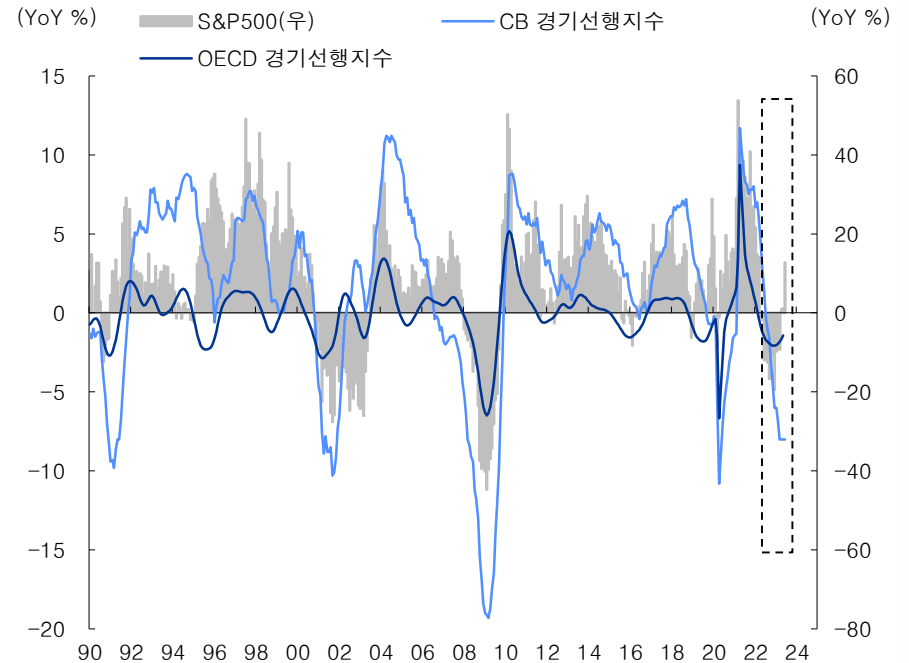
- 경기 회복 신호 부재 속 증시 랠리가 나타난 미국 선행 지수 회복 경로 점검이 필요
- 이제 막 바닥을 확인한 선행지표에 비해 미국 증시의 상승세는 지나치게 가파르다고 판단
- 경기선행지표들을 통한 현재 경기 국면 진단과 향후 주식시장에 대한 영향을 검토해 보고자 함

## 미국 GDP 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 이제 막 바닥 확인한 선행지표에 비해 가파른 상승세를 보인 증시



자료: Bloomberg, IBK투자증권



미국 경기,  
반등할 수 있을까?

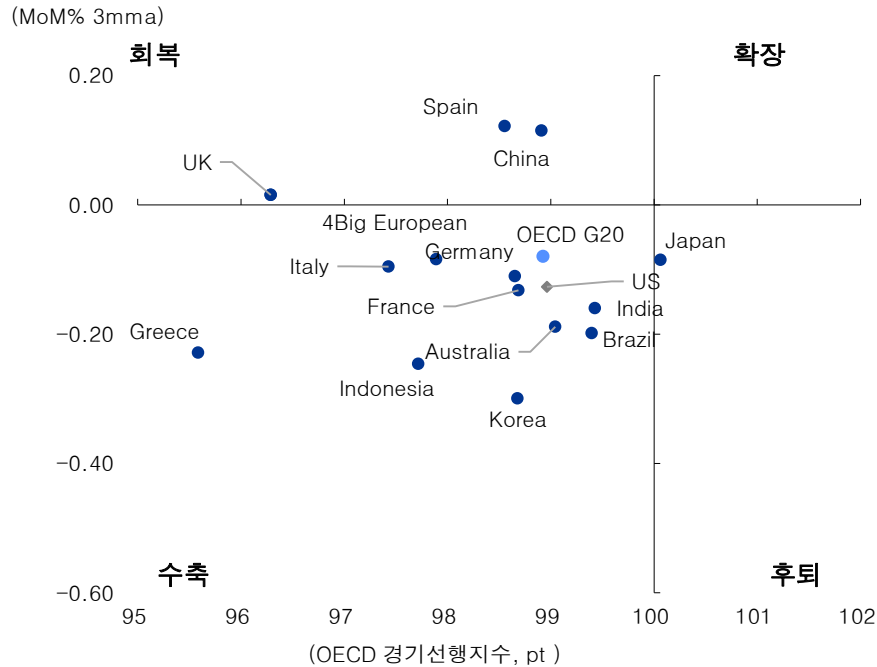


# 미국, 여타 국가 대비 경기 회복 속도가 부진



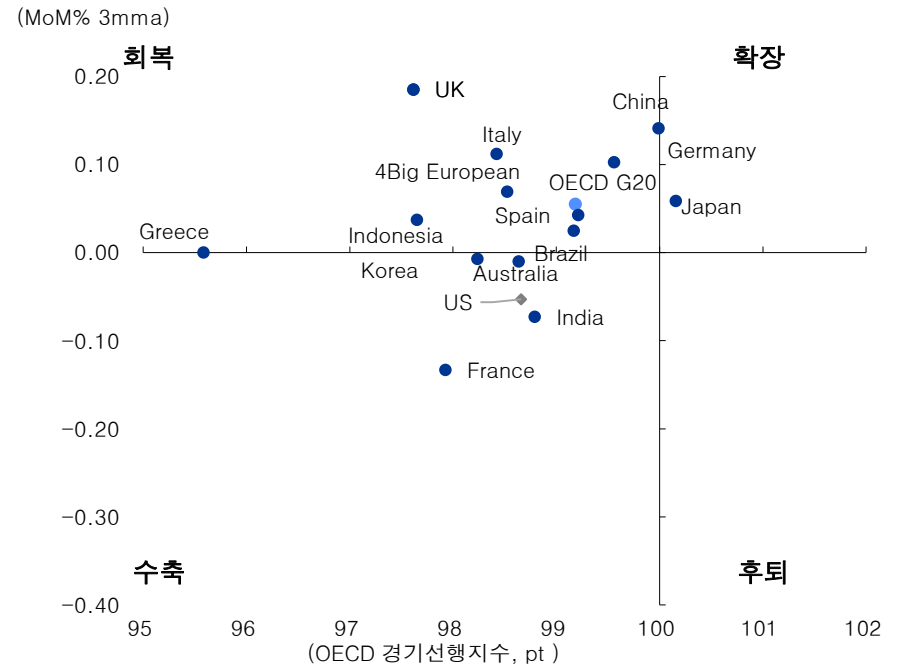
- 글로벌 주요국들은 경기선행사이클 상 대체적으로 회복국면에 진입한 상태
- 이는 조만간 경기가 회복 흐름이 나타날 가능성을 시사하며, 전 세계 경기가 3분기 저점 확인 후 점진적 개선세가 나타날 가능성을 지지하는 요인
- 수축 국면에 머물러 있던 6개월 전과 비교해 글로벌 전반적으로 완만한 경기 회복 흐름이 이어지고 있다는 것을 알 수 있음
- 특히, 지난 해 전쟁 및 에너지 위기로 크게 위축됐던 유럽국가들과 글로벌 리오프닝 수혜로 신흥 자원국들의 회복세가 두드러짐
- 반면, 미국의 경우 상대적으로 개선 속도가 미진하며, 여전히 수축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

글로벌 경기회복 움직임 (Before 6M)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

글로벌 경기회복 움직임 (Current)



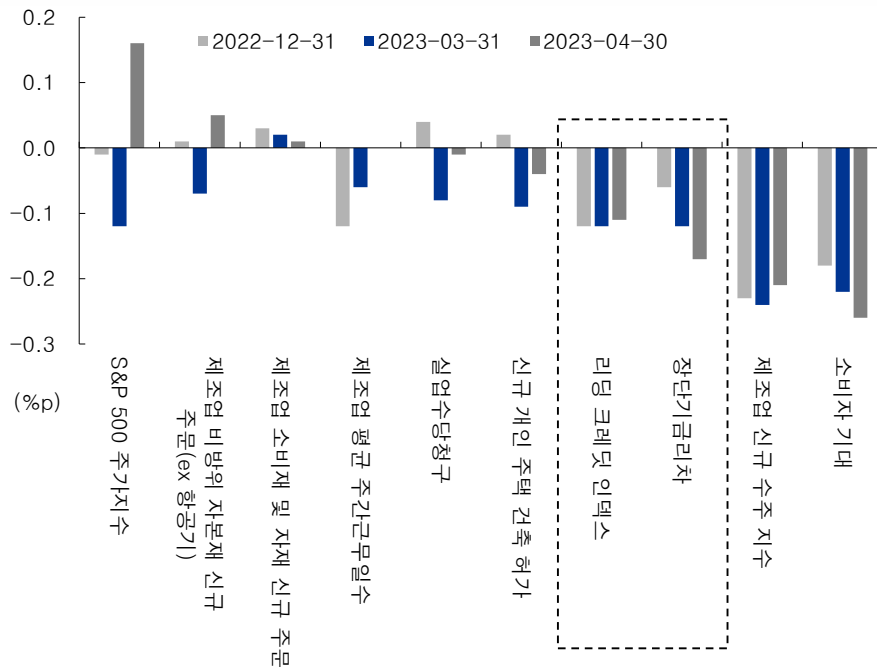
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 미국의 경기 하방 요인, 금융 환경 불안



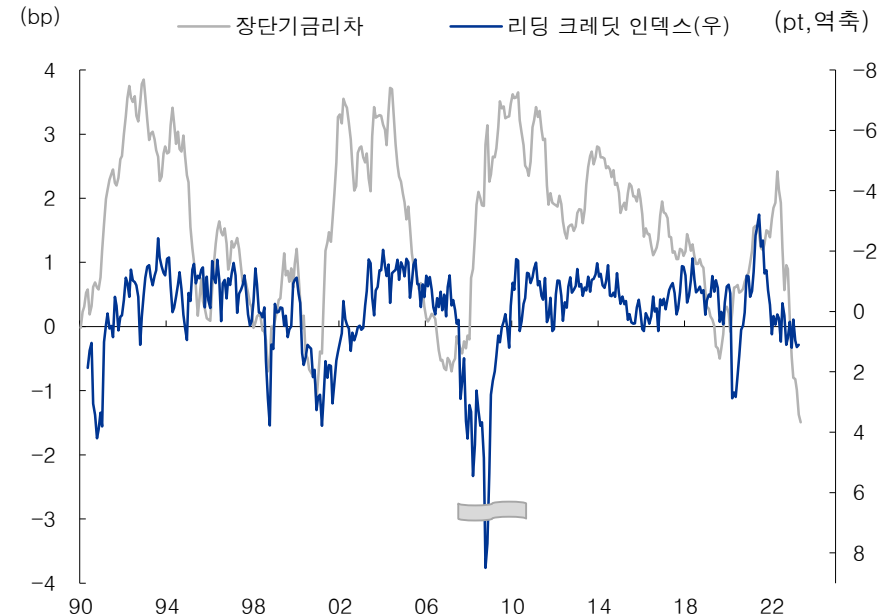
- 미국의 경기 개선 기대감이 여타 국가 대비 미진한 이유는 크게 2가지로 정리할 수 있음 1) 고금리 여파 및 신용 불안, 2) 제조업 경기 악화 지속
- 앞선 OECD 경기 선행 지수에 비해 더 많은 팩터들을 반영하는 컨퍼런스 경기 선행 지수 내 세부항목 별 영향을 살펴 봄
- 미 컨퍼런스보드 경기 선행 지수(Y)가 13개월 연속 하락하고 있는 가운데, 최근 하락세를 가장 크게 주도한 것은 금융 팩터(주가 지수 제외)
- 금융 팩터의 선행지수 상승 기여율은 -0.28%p(장단기금리차 -0.17%p, 리딩 크레딧 인덱스 -0.11%p)로 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

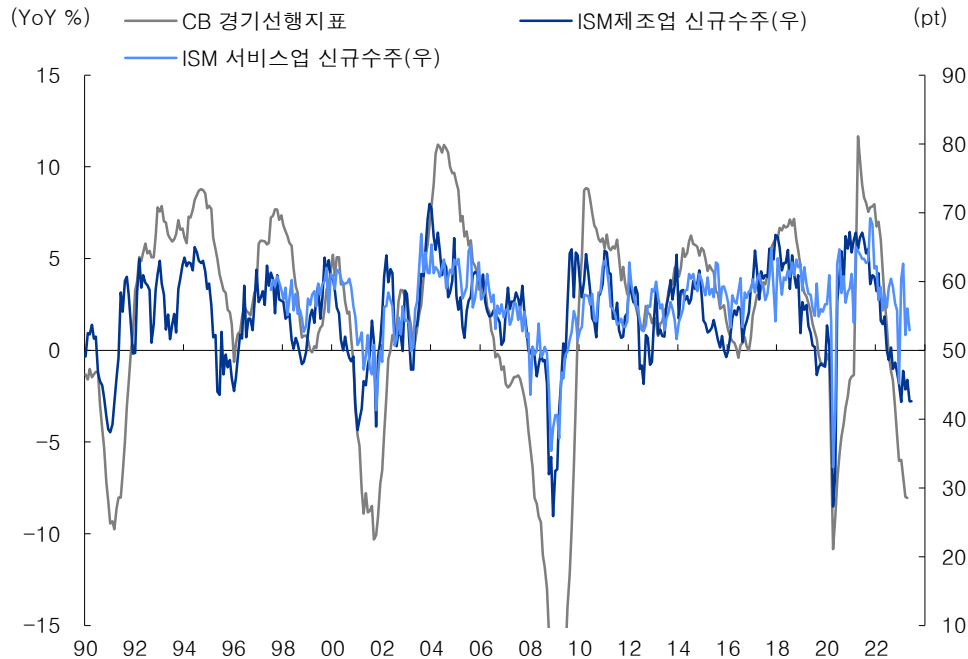
주: 리딩 크레딧 인덱스는 스왑 스프레드, Libor와 T-bill 스프레드, 대출태도지수 등 6개의 금융환경을 나타내는 지표들로 구성

# 미국의 경기 하방 요인, 제조업 악화 지속



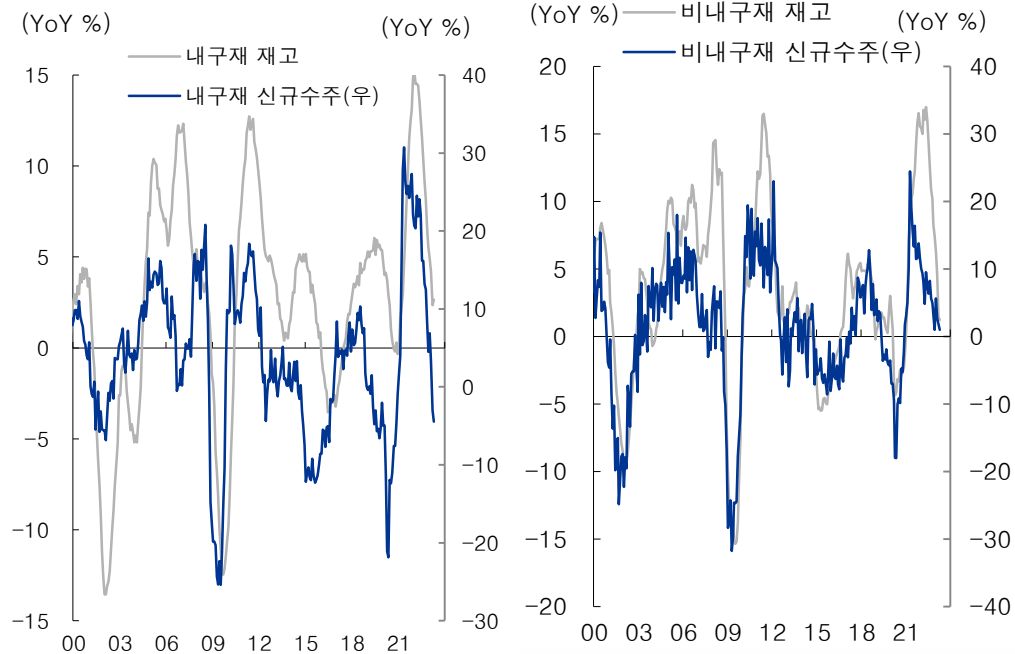
- 리오프닝에 따른 펜트업 수요로 두드러진 회복세를 보이고 있는 서비스업 경기와 달리 제조업 경기는 더욱 악화되고 있는 중
- CB 경기 선행 지수에서 제조업 신규 수주 항목의 지수 상승 기여율은 -0.21%p로 단일 팩터 중 지수 하락 기여도가 가장 높음
- 여기에 신규 수주와 함께 재고 하락세도 여전히 같이 진행되고 있다는 점을 고려 시 재고 과잉 문제가 아직 해소되지 않았을 가능성

## 경기 확장세로 전환된 서비스업과 달리 제조업은 여전히 위축세 지속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 소비 위축으로 재고 과잉 문제 해소되지 않았을 가능성



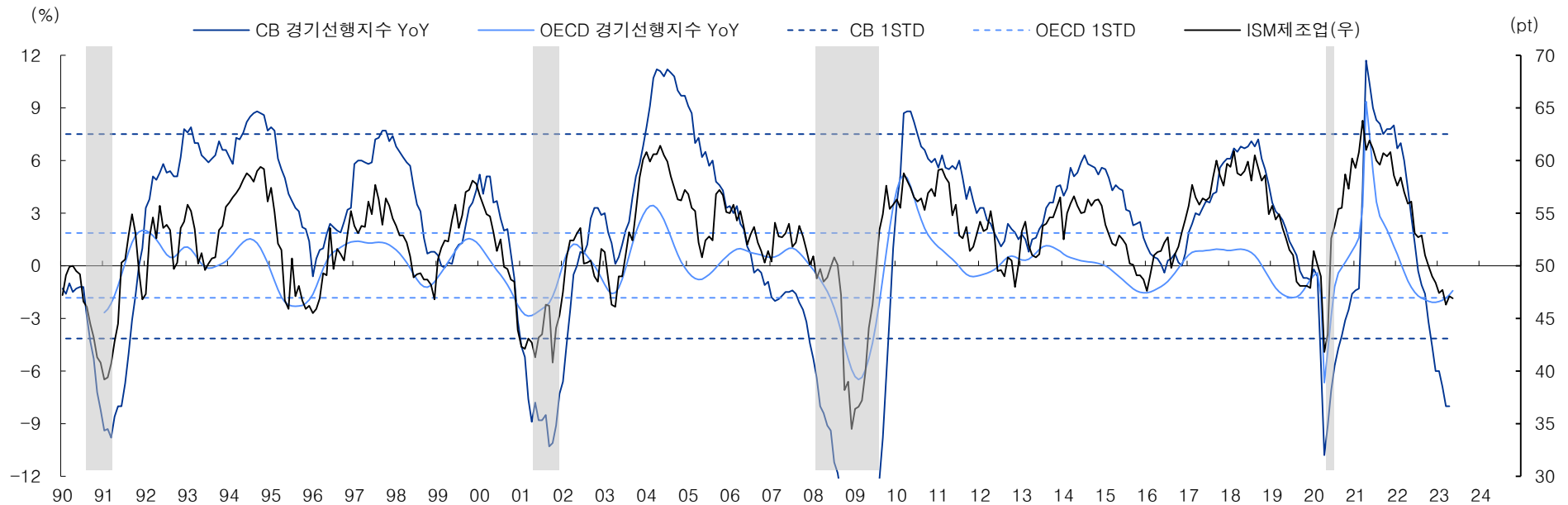
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 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センチメント 인디케이터와 제조업경기



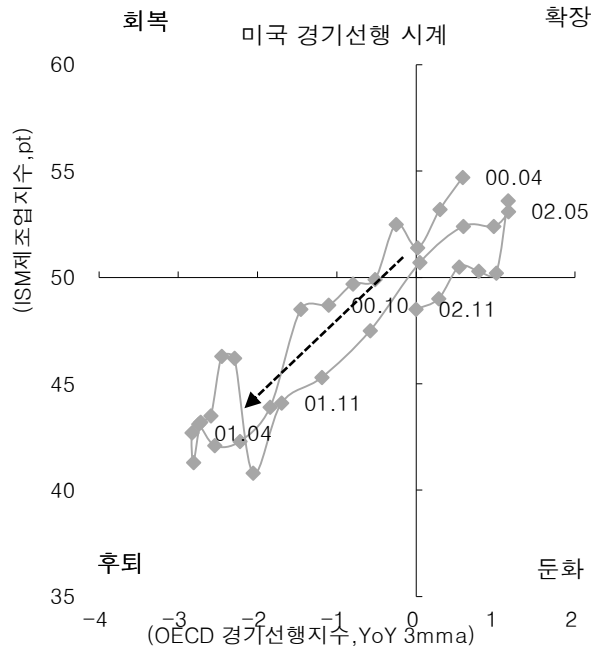
자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 음영 부분은 NBER 경기침체기를 표시

# 미국 선행지수와 제조업 경기 선행 지표 비교



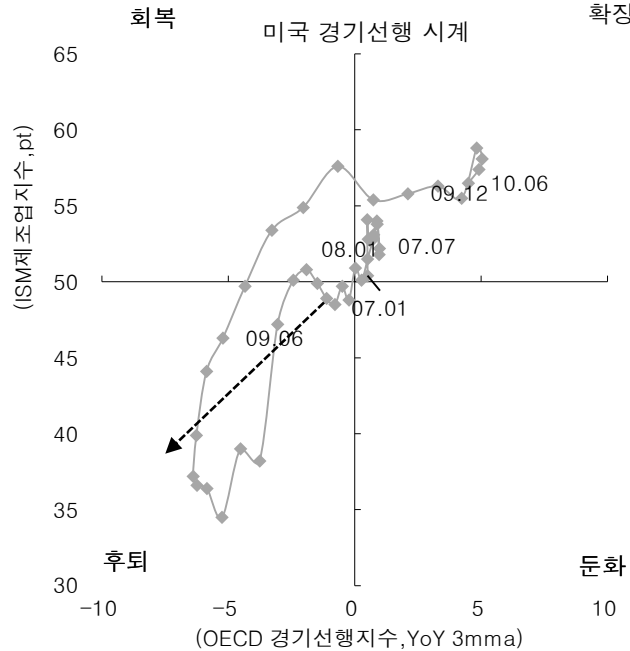
- 선행지수와 실질 경기 지수를 고려한 경기 선행 시계에서는 과거 위기와 비교해 상대적으로 미국 경기 상황은 순항 흐름을 보이고 있음
- 과거 두차례의 경기침체기('01~'02년, '08~'09년)에는 후퇴 국면에서 경기 악화 흐름이 지속되는 모습
- 현재도 경기선행시계 상 후퇴 국면에 위치해 있으나, 방향성은 악화 보다는 회복 국면을 향해 전환

경기침체기 미국 경기선행시계('01~'02년)



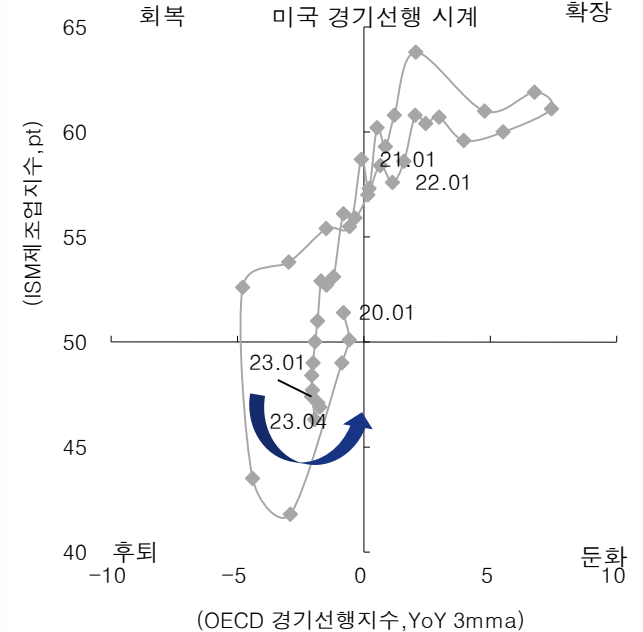
자료: Bloomberg, IBK투자증권

경기침체기 미국 경기선행시계('08~'09년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

현재 미국 경기선행시계('20년~)



자료: Bloomberg, IBK투자증권



# 미국 선행지수와 제조업 경기 선행 지표 비교



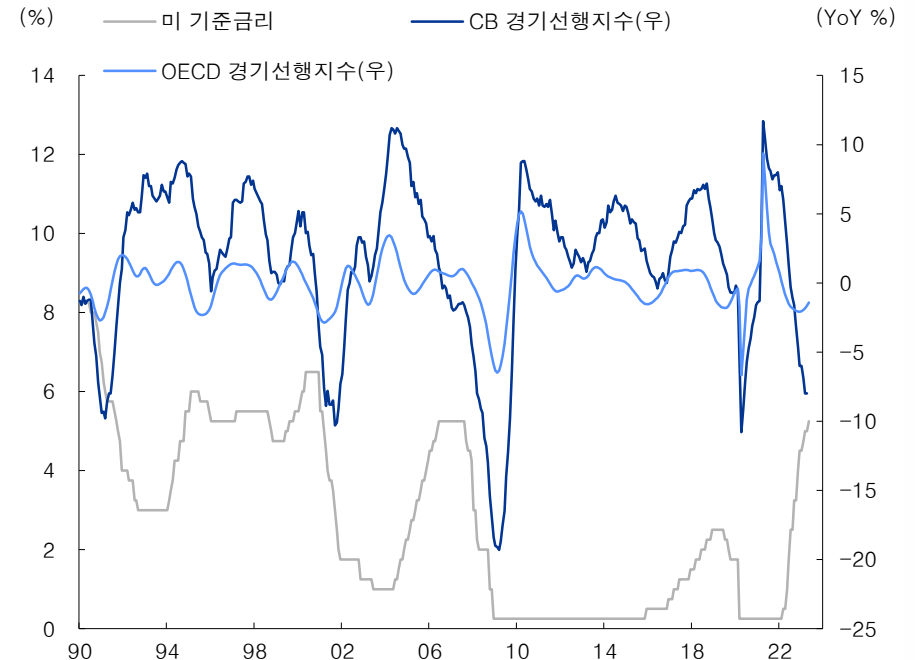
- 부진한 CB 선행지수와 달리 OECD 선행 지수가 먼저 상승 전환할 수 있었던 이유는 지수에서 반영하고 있는 세부 항목에서 차이가 있기 때문
- 시기 별로 지수 방향을 주도한 팩터는 상이할 수 있으나, 현재의 급락은 연준의 긴축으로 인한 금융 팩터 하락 영향이 크게 작용했기 때문
- CB 선행지수 장단기금리차, 리딩 크레딧 지표는 2가지의 금융 팩터를 반영하고 있는 반면, OECD지수 내에는 장단기금리차 1개의 팩터 만이 존재
- 과거 통화정책이 변경 됐을 때 CB 선행지수가 OECD 선행지수보다 더욱 민감하게 반응하며 변동 폭이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

CB와 OECD 경기 선행 지수 내 세부항목

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

자료: Bloomberg, IBK투자증권

중앙은행 통화정책에 더욱 민감하게 반응하는 CB 선행지수



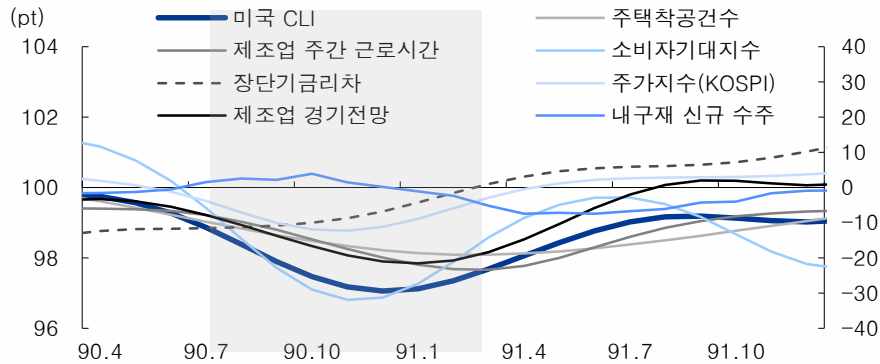
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 과거 사례를 통해서 예측할 수 있는 선행지수 경로

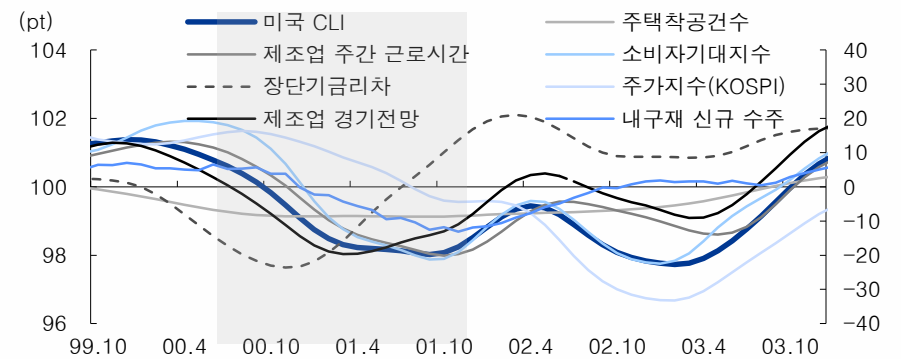


- 과거 3차례의 경기 침체기에서 현재 국면과 가장 유사한 '00~01년도
- 닷컴버블 붕괴 영향에 따른 경제 위기 속 고강도 긴축 여파로 인한 장단기금리차 급락 등 세부지표들의 경로가 비슷하게 진행되고 있는 모습
- 이에 따라 향후 예측할 수 있는 경기 선행 지수 회복 경로는 1) 완만한 U자형 회복 또는 2) 더블딥(Double-dip)/W자형 (추가 충격 발생 가능성)

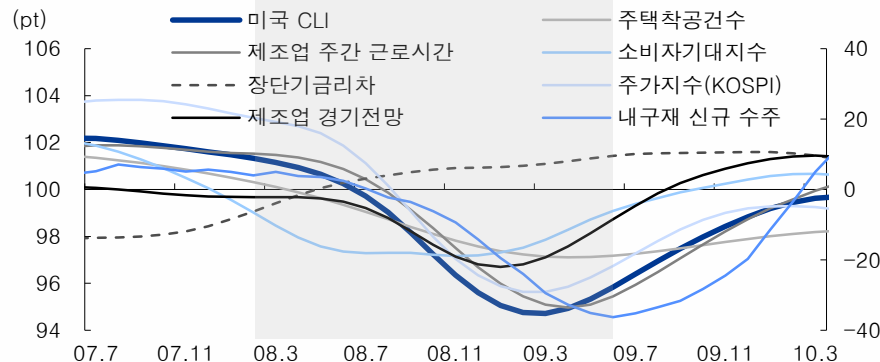
'90~91년도 경기 침체 시기 경기 선행 지수 및 세부 지표 진행 경로



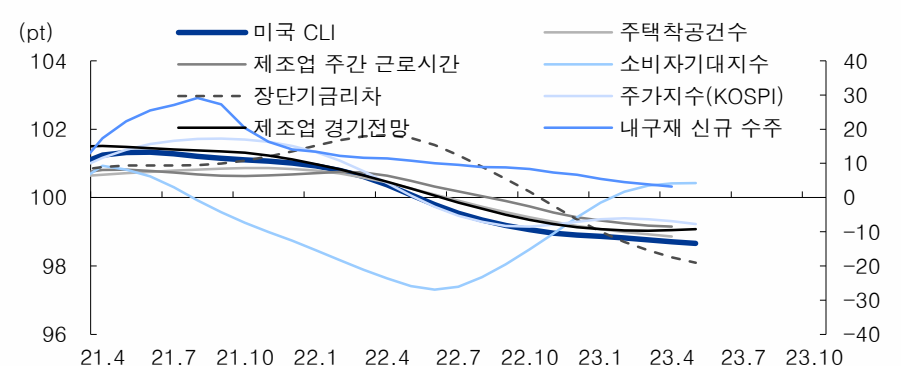
'00~01년도 경기 침체 시기 경기 선행 지수 및 세부 지표 진행 경로



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



현재 경기 선행 지수 및 세부항목 진행 경로



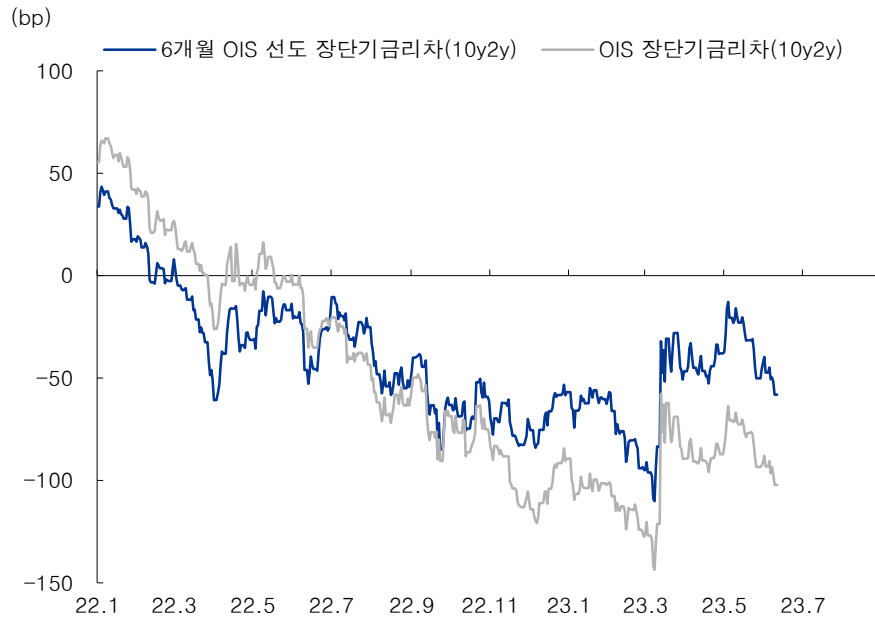
자료: Bloomberg, IBK투자증권  
주: 음영 부분은 NBER 경기침체기를 표시

# 세부 요인 별 지수 영향...(+) 금융환경 정상화



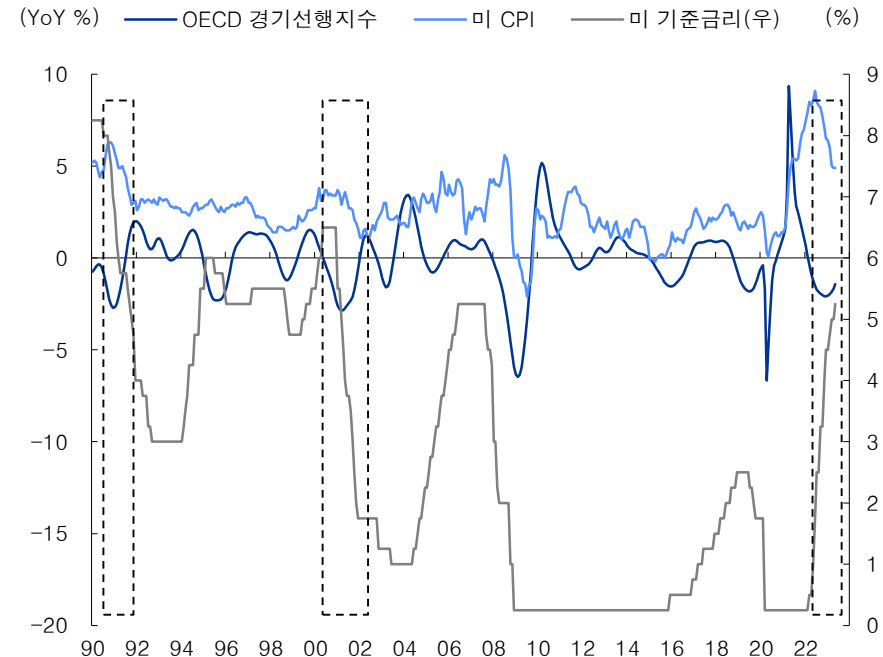
- 현재 바닥을 막 확인한 미국 경기 선행 지수는 '00~01년도 사례와 유사한 회복 흐름을 이어갈 것으로 전망
- 다만, 세부 요인에 따른 상방/하방 영향이 상충하며 회복 과정은 순탄치 않을 것
- 가장 큰 플러스 요인은 금융팩터의 정상화
- 금리인상 사이클이 종료됨에 따라 가장 크게 지수 하락을 주도했던 금융 팩터들이 반등하기 시작하며 지수의 개선세를 이끌 것
- 미 스왑시장에서는 이미 연말 즈음(6개월 후) 긴축 사이클 종료 이후 장단기금리차 역전 정상화(커브 스티프닝)가 된다는 것을 반영하기 시작

## CB와 OECD 경기 선행 지수 내 세부항목



자료: CME Fed Watch, IBK투자증권

## 물가 하향 안정화는 연내 금리인하 기대감을 높이며 지수 상승에 기여



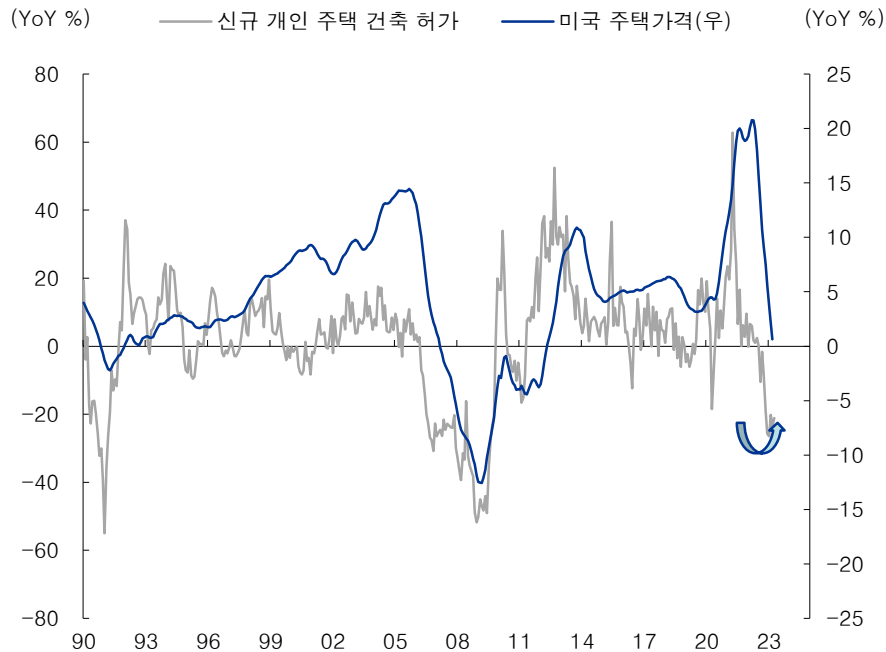
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 세부 요인 별 지수 영향...(+) 바닥을 확인한 부동산 경기



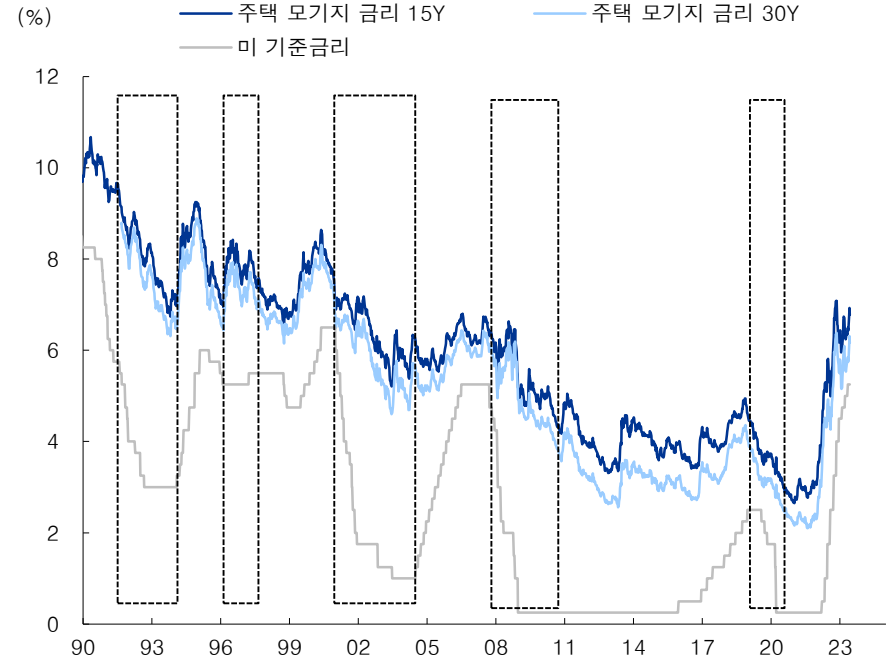
- 선행지수 하락을 이끈 또 다른 강력한 마이너스 팩터였던 부동산 지표도 최근 바닥을 확인하며 지수에 우호적인 요인으로 작용할 공산이 큼
- 최근 개인 주택 건축 허가 건수 증가율이 개선되기 시작하며, 12개월 연속 하락세를 보이고 있는 부동산 가격의 반등 가능성을 시사
- 연내 금리 인상 사이클 종료에 따른 모기지 금리 하락도 향후 부동산 시장 회복을 기대할 수 있는 요인

## 최근 바닥을 확인한 부동산 지표...가격 반등세 기대감을 높임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 금리 인상 사이클 종료



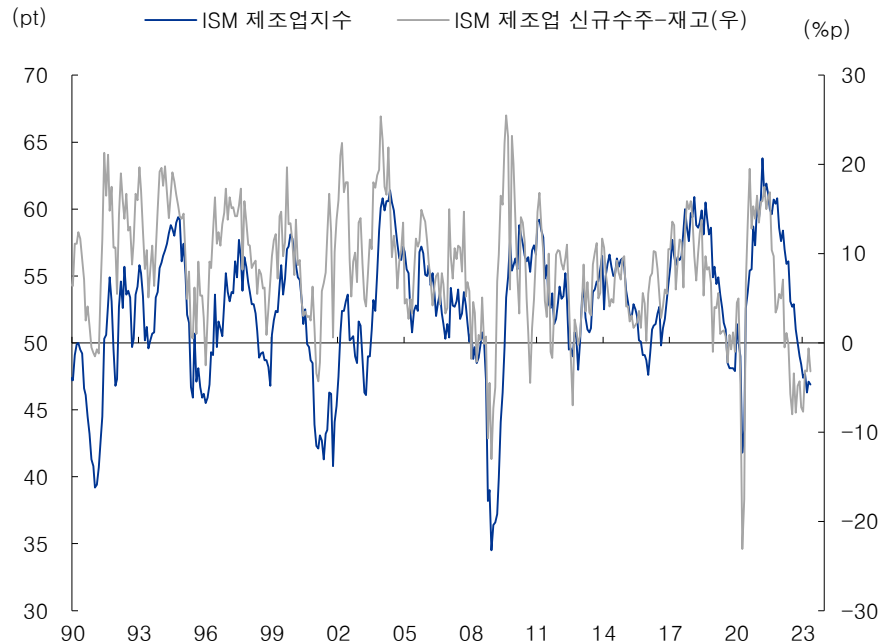
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 다만, 과정은 순탄치 않을 것...(-) 제조업 경기 회복 지연 가능성



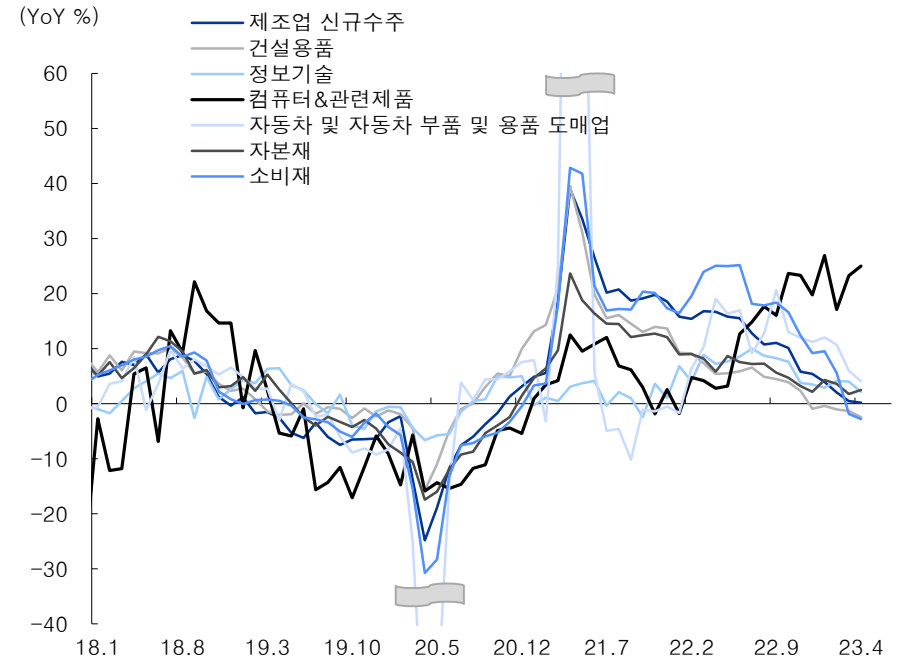
- 그러나 제조업 경기 부진 지속은 앞선 금융, 주택 등 플러스 기여율을 상쇄하며 선행지수 회복 경로에 걸림돌로 작용할 것
- ISM 제조업 지수를 선행하는 신규수주와 재고 스프레드가 수요 위축으로 인해 재차 하락 전환하며 향후 제조업 경기의 악화 가능성을 시사
- 최근 AI 붐으로 인해 컴퓨터 등 관련 제조 산업의 신규수주는 호조세를 보이는 반면, 여타 제조업 경기들은 여전히 부진한 상태
- 당분간 고금리 여파, 수요 위축에 따른 제조업 위축세 지속되며 선행지수 회복 속도를 지연시킬 것으로 전망(U자 회복세)

신규수주-재고 스프레드 하락은 ISM 제조업 지수 악화 가능성을 시사



자료: Bloomberg, IBK투자증권

AI 붐으로 컴퓨터 산업을 중심으로 나타난 편향적 수주 회복세



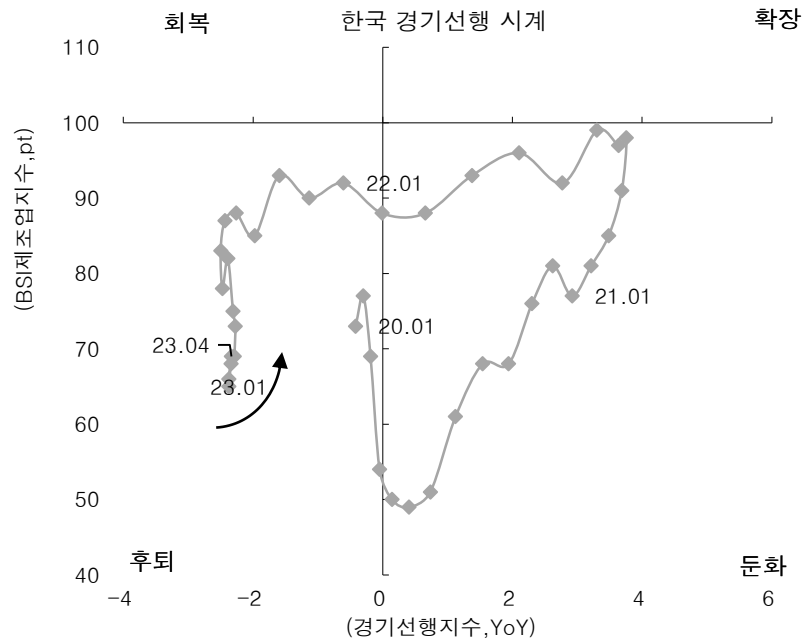
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 제조업 경기 회복 지연 가능성...다행히 최악은 통과



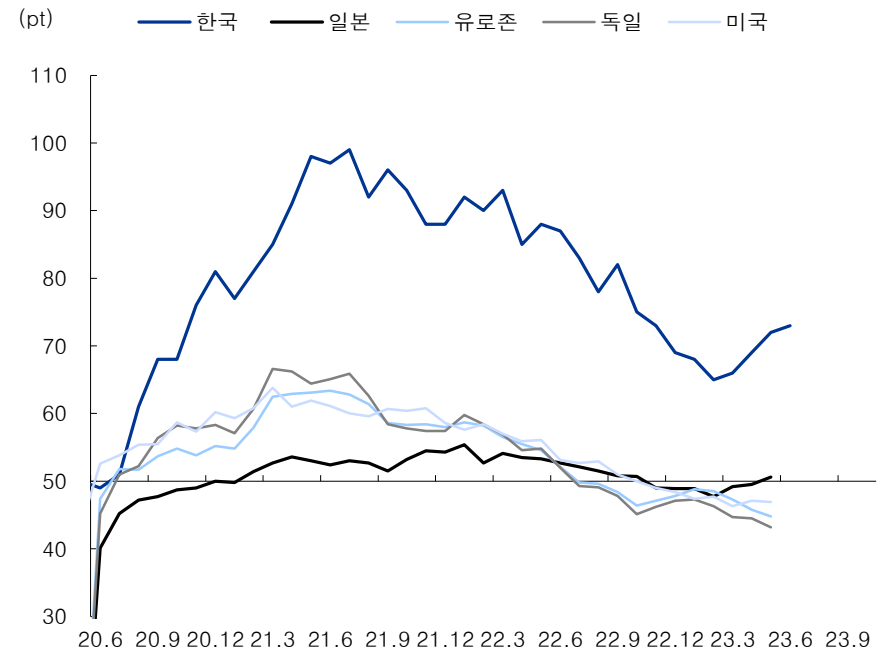
- 다행히 제조업 경기는 최악은 통과했으며, 추가적인 하방 압력은 제한적일 것으로 판단
- 여전히 레벨 상으로 부진하나 한국, 일본 등 주요 국가들의 제조업 경기가 점진적인 개선세를 보이기 시작

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)

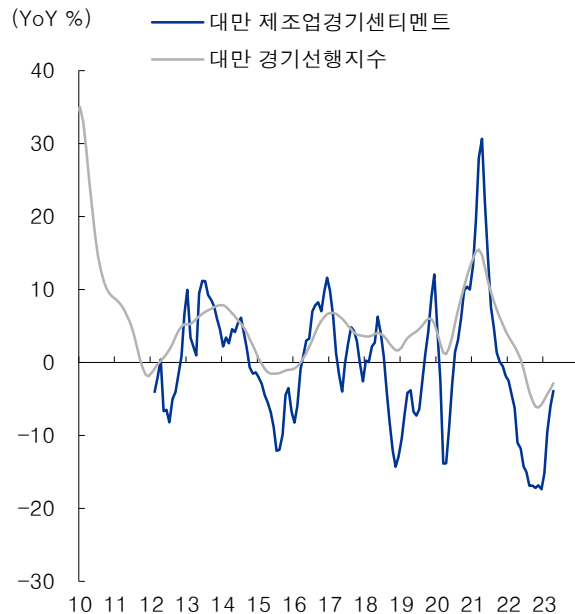


# 제조업 경기 회복 지연 가능성...다행히 최악은 통과



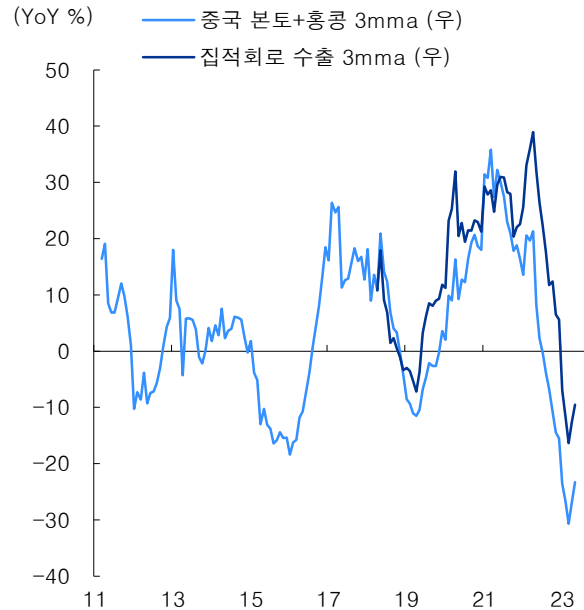
- 최근 대만 제조업 경기 지표는 국내 반도체 산업 경기 회복의 가능성 시사
- 한국과 마찬가지로 반도체가 국가 주력 산업인 대만의 제조업 경기지수 최근 반등세를 보임
- 리오프닝 효과, AI 붐으로 인해 중국의 반도체 수요가 증가하며 대만의 중국향 집적회로 수출이 점차 개선되기 시작
- 10개월 연속 부진이 지속되고 있는 국내 반도체 수출 개선 기대감을 부각시키는 요인

## 반등하기 시작한 대만 제조업경기



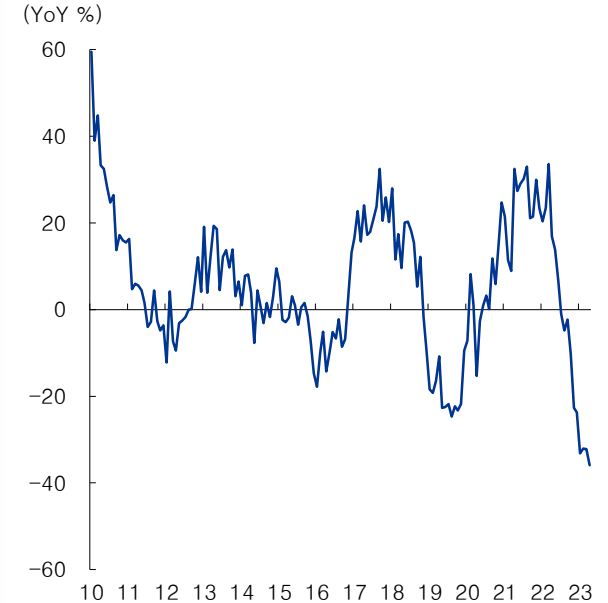
자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 대만 수출 증가율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 국내 반도체 수출 증가율



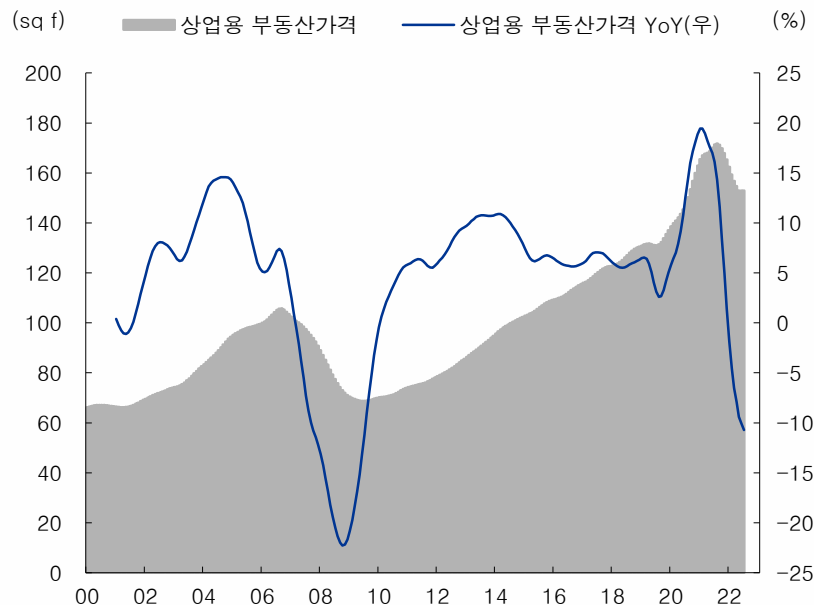
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 진정되지 않는 상업용 부동산 리스크...Tail Risk



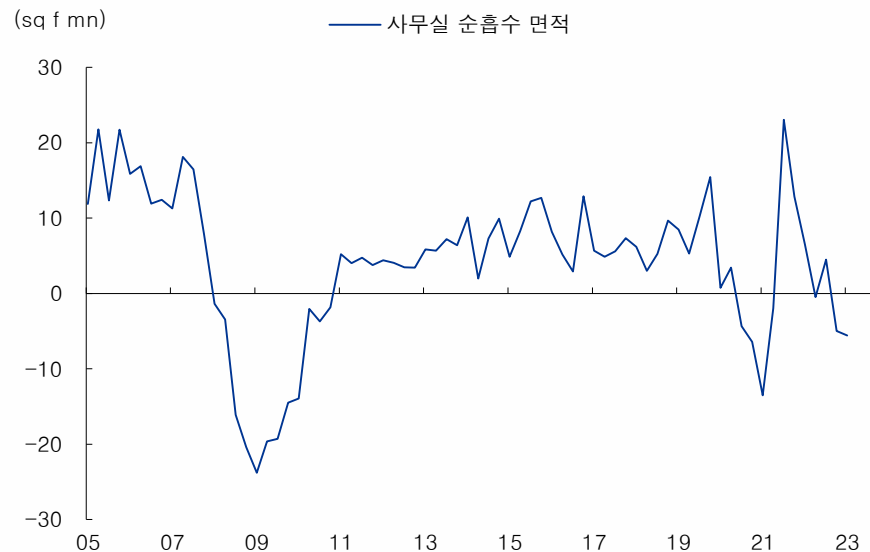
- 만약, 상업용 부동산 위기가 재부각되어 시스템 리스크 확대 될 시 경기에 2차 충격을 가하며 더블딥(Double-dip) 시나리오가 전개 될 가능성
- 코로나 수혜 효과 소실에 따른 임차 수요 감소와 고금리 영향으로 인한 자금조달 비용 증가하며 상업 부동산 경기 위축되기 시작
- 여기에 은행권 사태로 부각된 중소형 은행들의 부실한 자산건전성 문제로 인해 상업용 부동산 시장 위기가 진정되지 않는 상황
- 기존 모기지 대출의 상당 부분이 '24년까지 만기가 집중돼 있는 점도 부담
- 만기에 근접할 수록 이는 단기간 내 리파이낸싱 압력 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

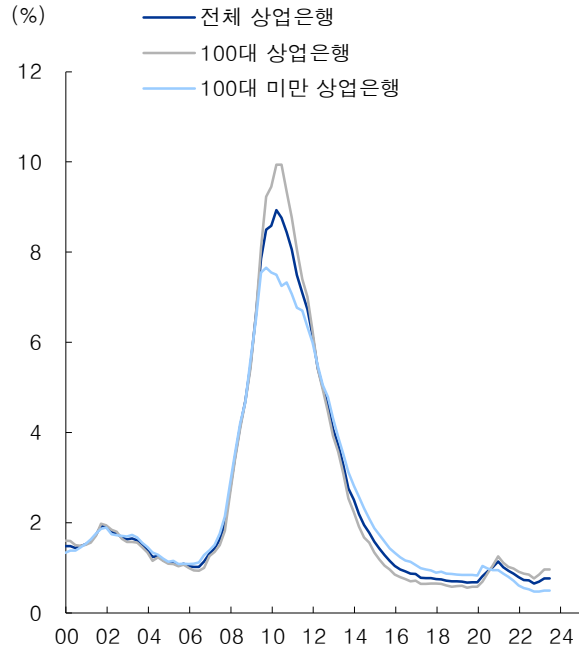
주: 순흡수 면적(Net Absorption): 신규 임차 면적-신규 공실 면적

# 진정되지 않는 상업용 부동산 리스크...Tail Risk



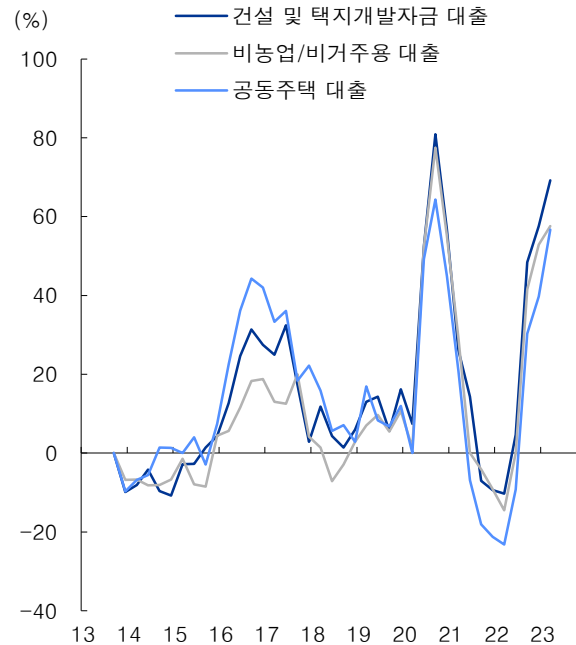
- 상업용 부동산 연체율은 최근 소폭 상승했으나 역사적으로 현저히 낮은 수준
- 리파이낸싱 수요가 확대에 따른 연체율 추가 상승할 수 있으나, 과거 부동산 위기('08년도) 수준까지 급등 할 가능성은 높지 않을 것
- 설사 모기지 부실 심화 이슈가 촉발된다 하더라도 이에 대한 영향은 일부 중소형 은행들에 그칠 것으로 전망
- 최근 은행권 사태를 통해 확인한 정부의 높은 대응력, 이후 더욱 강화된 감독 체계 그리고 과거 위기 대비 낮아진 모기지 익스포저 등이 대형 위기 확대 될 가능성을 제한할 것

### 역사적으로 낮은 수준은 상업용 부동산 연체 비율



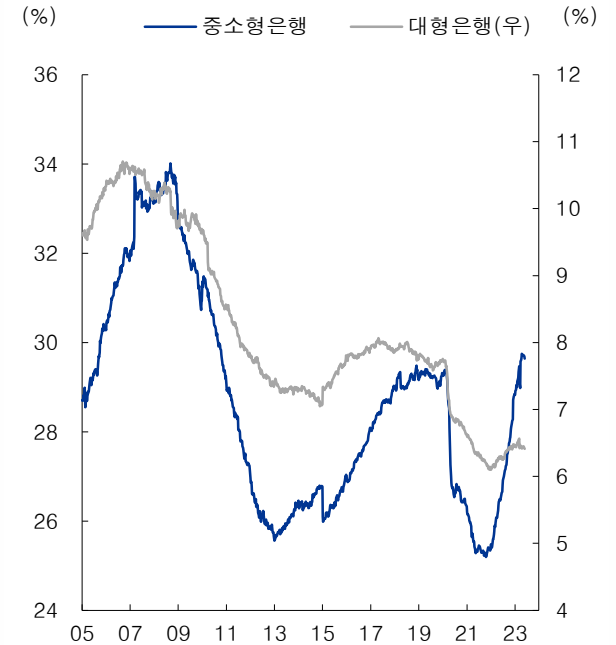
자료: Bloomberg, IBK투자증권

### 상업용 모기지 대출 기준 강화 비중



자료: Bloomberg, IBK투자증권

### '08년도 대비 낮은 상업용 부동산대출 익스포저



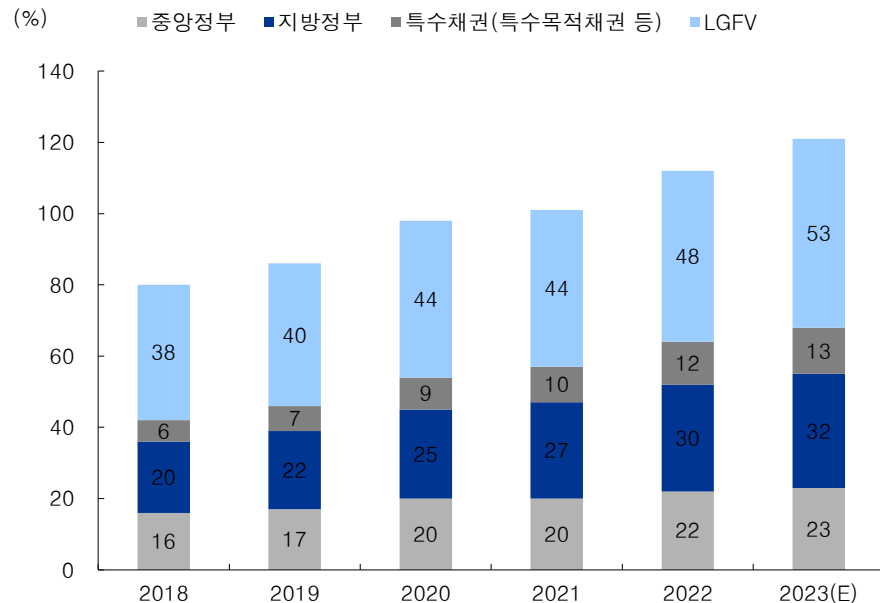
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 중국 지방정부 재정 악화...Tail Risk



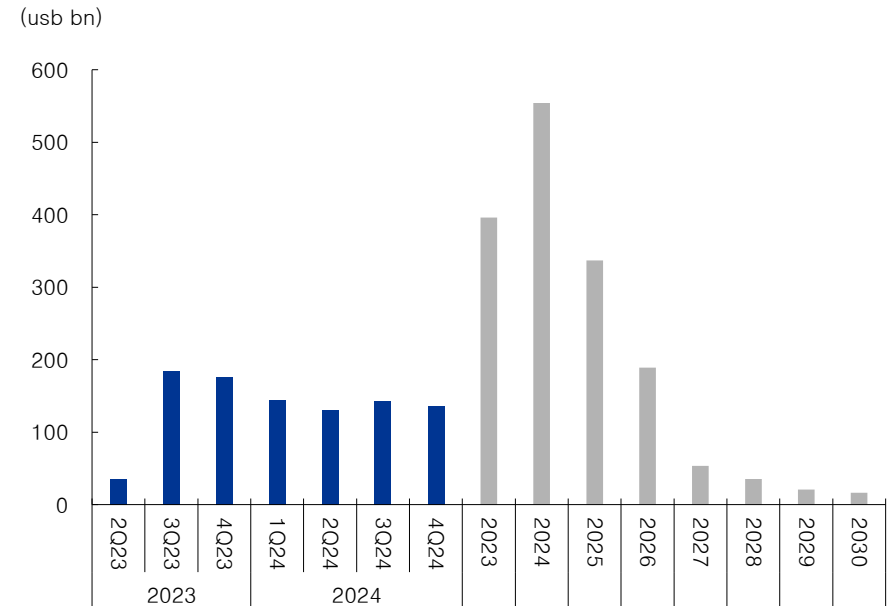
- 중국 지방정부의 그림자금융인 LGFV 채권으로 인한 중국 지방정부 재정 악화 가능성도 경계 할 필요
- 최근 몇 년 간 지방정부의 무리한 재정 정책 확대, 코로나 의료 지출 증가, 부동산 시장 부진에 따른 정부 토지매각 수입 급감(전체 정부 수입의 약 25% 차지) 등으로 지방정부의 재정 부족이 심화된 상태
- 여기에 조만간 상당 부분의 LGFV 채권들의 만기 도래가 예정되어 있어 중국 지방정부의 채무 불이행 경계감이 높아지기 시작
- '23~24년 내 만기 도래 예정된 LGFV 채권 규모는 약 9,501억 달러 규모, 전체 채무의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

중국 GDP 대비 부채 비율



자료: IMF, 국제금융센터 재인용, IBK투자증권

중국 LGFV 채권 만기 도래 규모



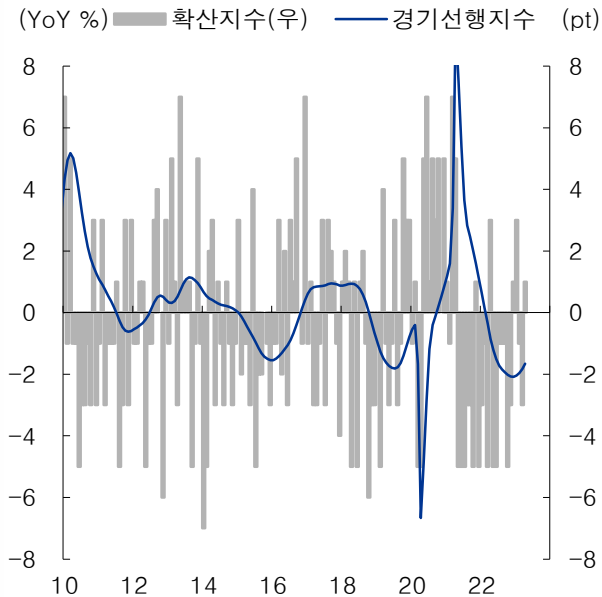
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 글로벌 증시 내년 경기 기대감 속 우상향 기대



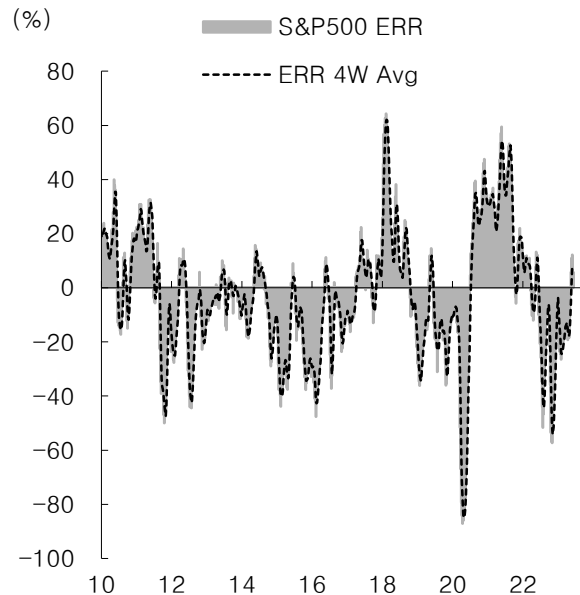
- 제조업 경기 부진 등 추가 경기 하강 요인이 잔존하며 가파른 상승을 기대하기는 쉽지 않음
- 그러나, 금리인상 사이클 종료, 주택가격 반등 가능성 등이 선행지수 내 개선 요인들이 점차 반영되며 완만한 증시 상승을 이끌 것
- Tail Risk 발생하지 않을 경우, 하반기 주식시장은 매크로 환경 정상화 속 경기 및 실적 개선 점차 반영하며 우상향을 보일 것으로 기대

선행지수 세부 요인 개선세



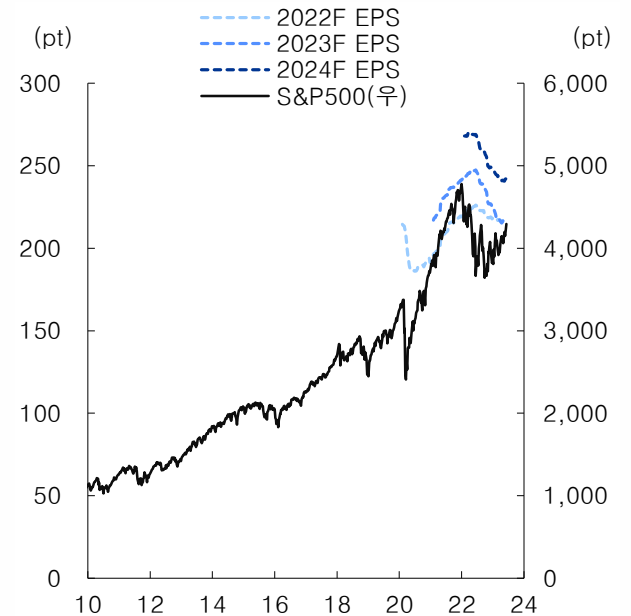
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기업 이익 전망도 점차 우호적으로 전환 중



자료: Refinitiv, IBK투자증권

내년 경기개선 기대감 반영 속 하반기 증시 우상향



자료: Refinitiv, IBK투자증권

# Appendix

– 경기 ‘선행’ 순환 국면 상의 경기 선행 지수와 증시 추이



IBK기업은행 금융그룹

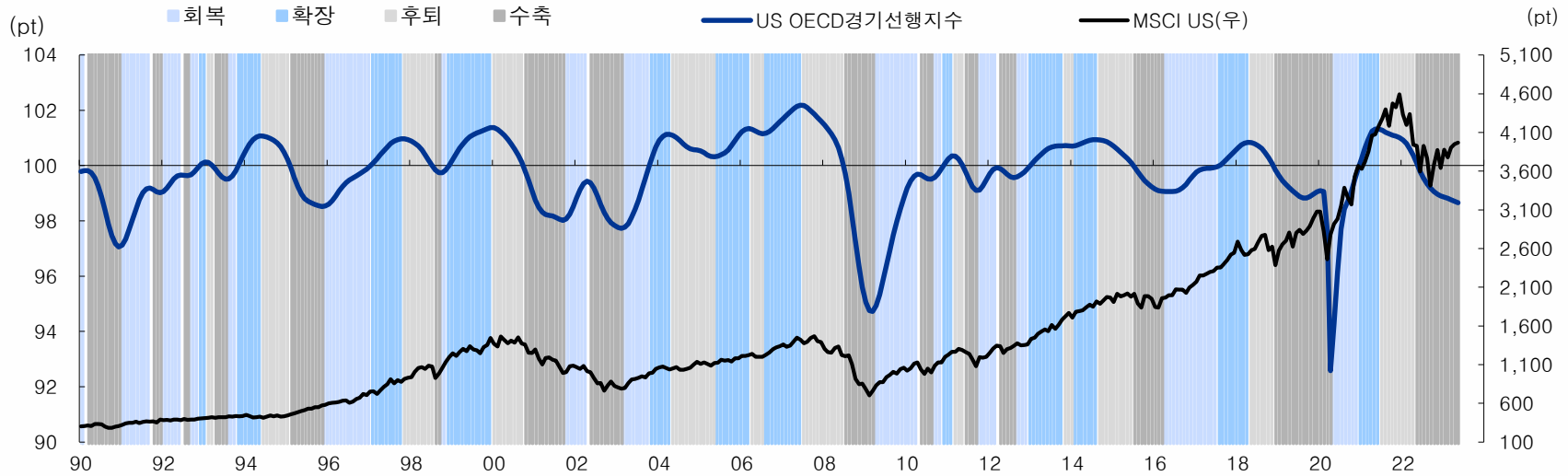
IBK투자증권



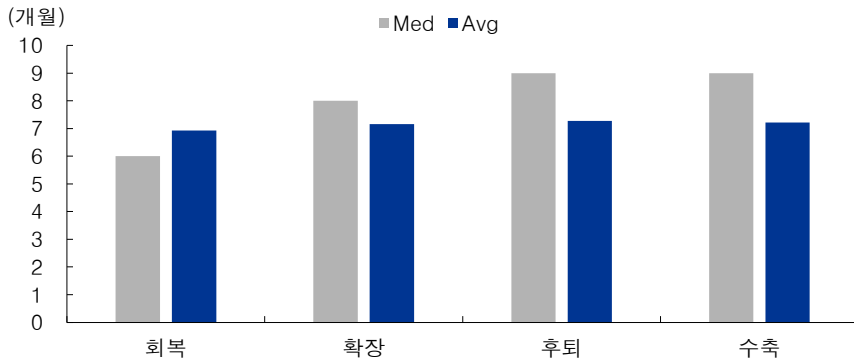
# 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이(미국)



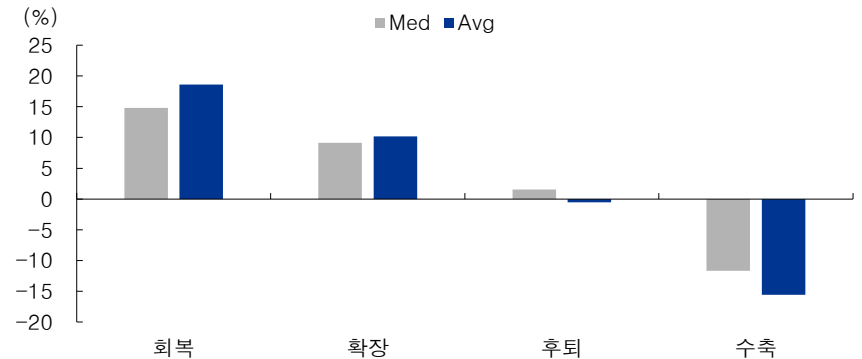
경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이



국면 별 평균 기간



국면 별 평균 주가 수익률



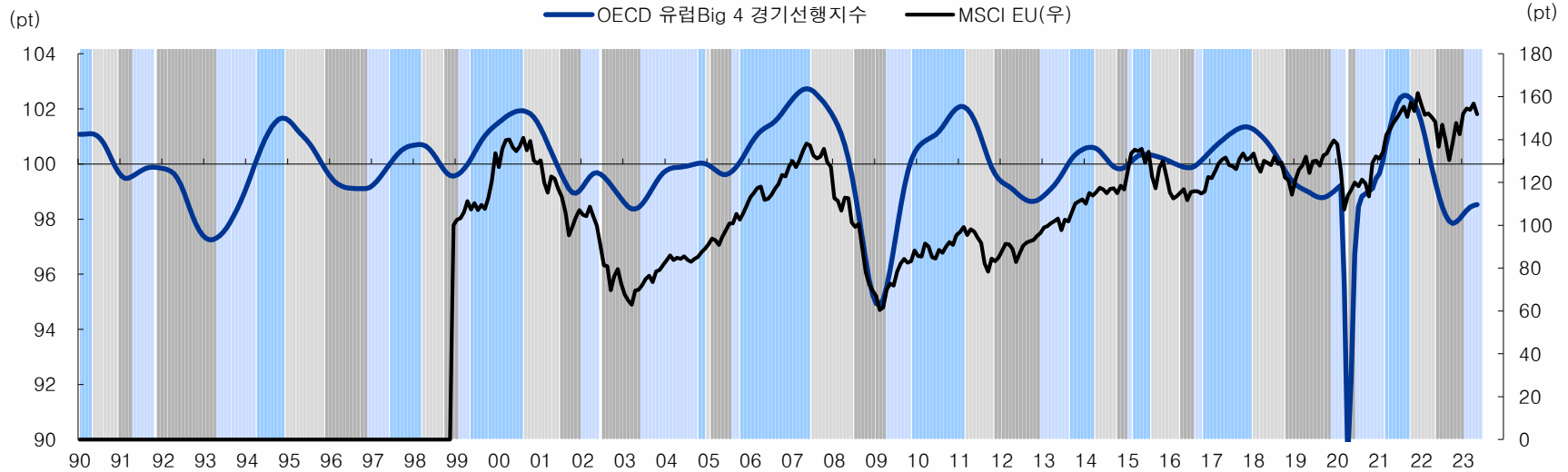
자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권

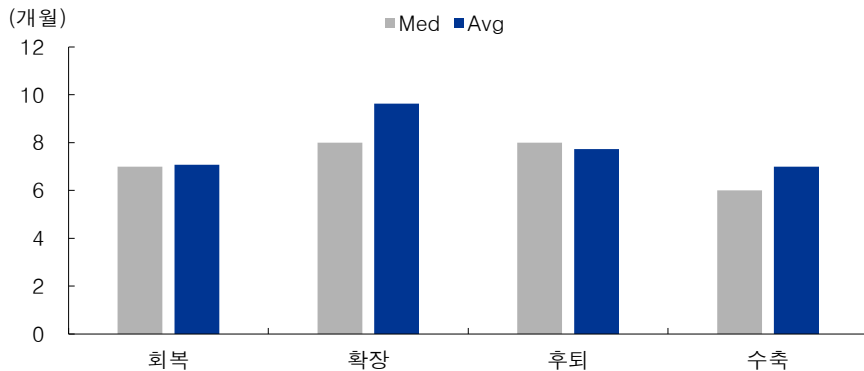
# 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이(유럽)



## 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이

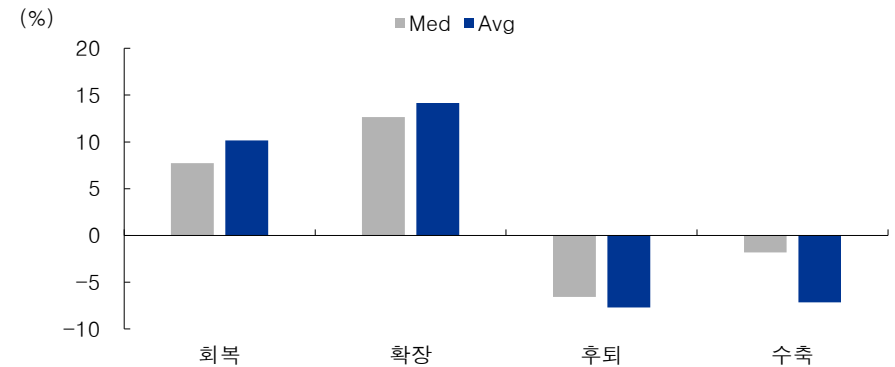


### 국면 별 평균 기간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

### 국면 별 평균 주가 수익률

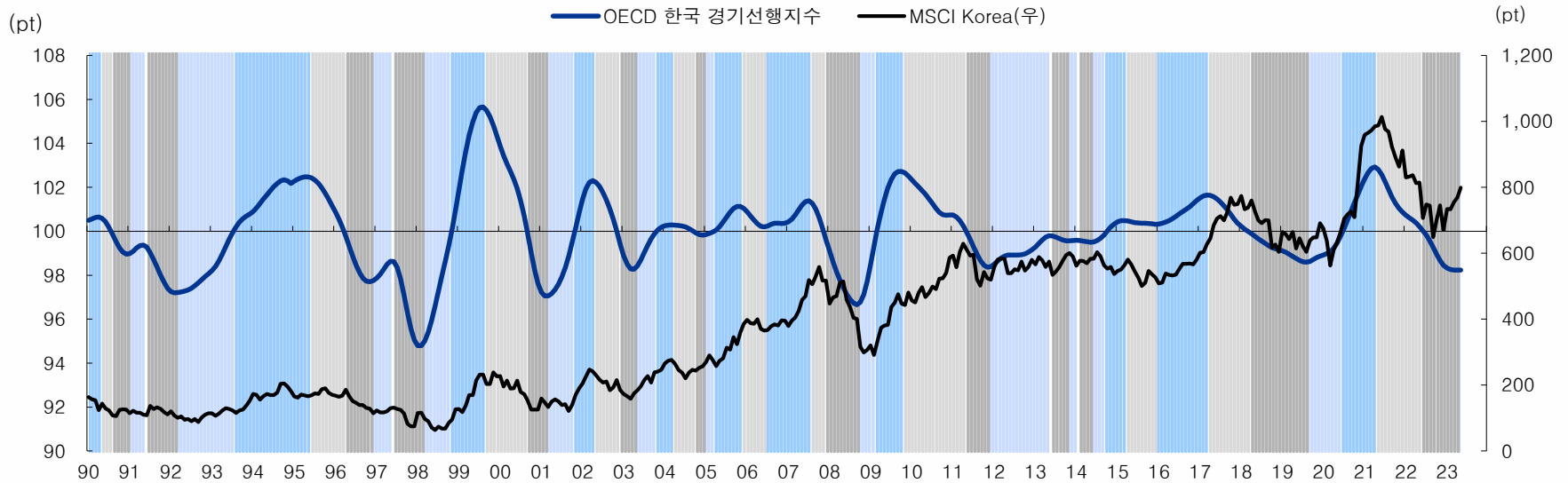


자료: Bloomberg, IBK투자증권

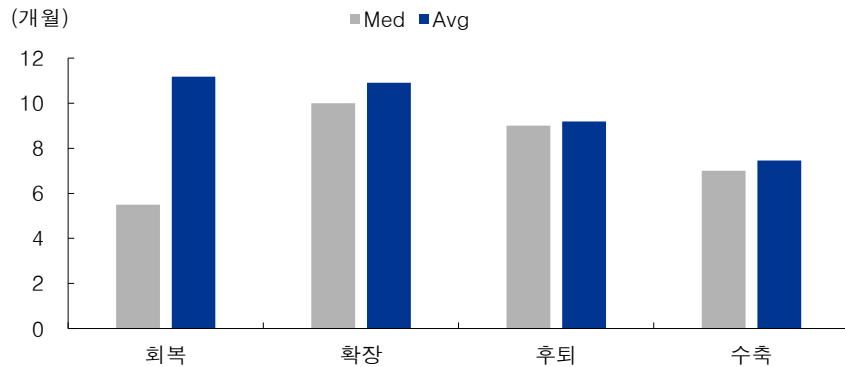
# 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이(한국)



경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이

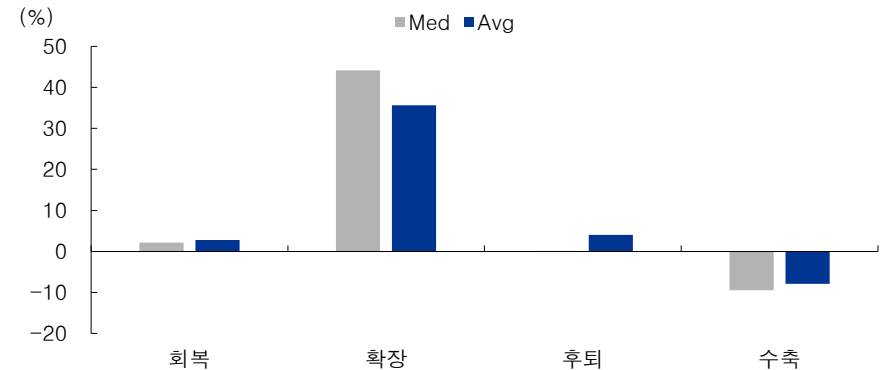


국면 별 평균 기간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

국면 별 평균 주가 수익률

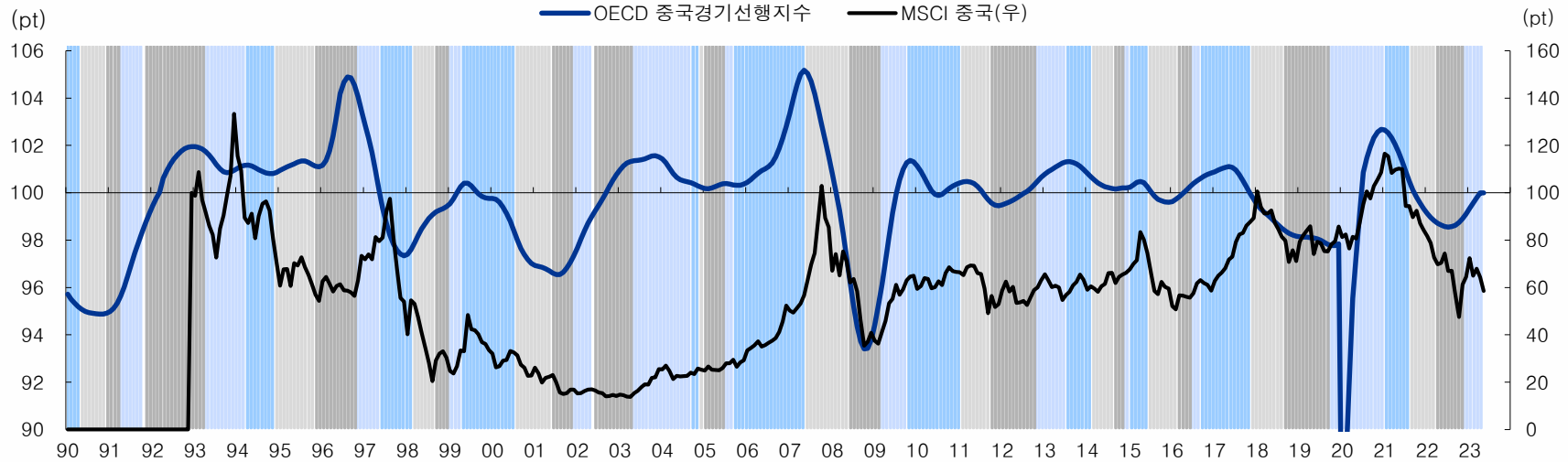


자료: Bloomberg, IBK투자증권

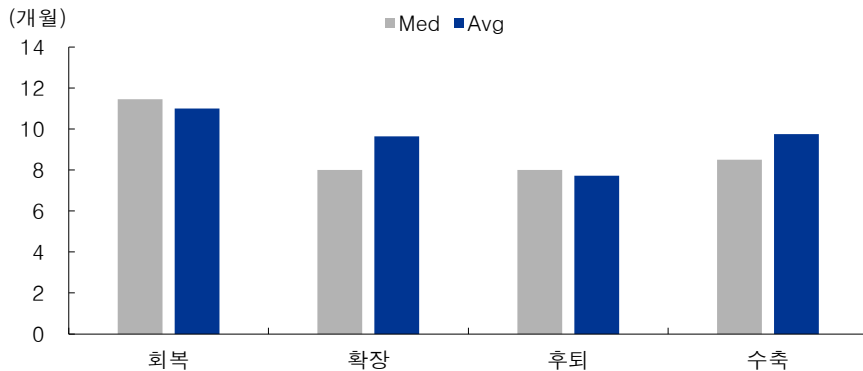
# 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이(중국)



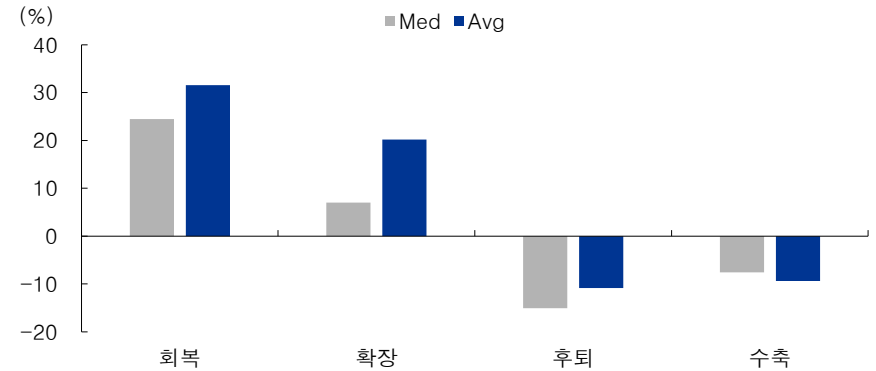
## 경기 '선행' 순환 국면 상의 경기 선행 지표와 증시 추이



### 국면 별 평균 기간



### 국면 별 평균 주가 수익률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

자료: Bloomberg, IBK투자증권







## IBKS Research Center

| 성명  | 직급 | 담당업종      | 전화        | 이메일            |
|-----|----|-----------|-----------|----------------|
| 이승훈 | 이사 | 총괄/인터넷/게임 | 6915-5680 | dozed@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 | ijjub0251@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”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11  
대표번호 02-6915-5000  
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

|                  |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업부              | 02) 6915-2626 | IBK WM센터 역삼   | 02) 556-4999  |
| 강남센터             | 02) 2051-5858 | IBK WM센터 광주   | 062) 382-6611 |
| 강남역 금융센터         | 02) 532-0210  | IBK WM센터 일산   | 031) 904-3450 |
| 분당센터             | 031) 705-3600 | IBK WM센터 판교   | 031) 724-2630 |
| 부산센터             | 051) 805-2900 | IBK WM센터 시화공단 | 031) 498-7900 |
| 대구센터/IBK WM센터 대구 | 053) 752-3535 | IBK WM센터 남동산단 | 032) 822-6200 |
| IBK WM센터 목동      | 02) 2062-3002 | IBK WM센터 평촌   | 031) 476-1020 |
| IBK WM센터 한남동     | 02) 796-8500  | IBK WM센터 천안   | 041) 569-8130 |
| IBK WM센터 동부이촌동   | 02) 798-1030  | IBK WM센터 부산   | 051) 741-8810 |
| IBK WM센터 중계동     | 02) 948-0270  | IBK WM센터 창원   | 055) 282-1650 |
| IBK WM센터 강남      | 02) 2057-9300 | IBK WM센터 울산   | 052) 271-3050 |
| IBK WM센터 반포자이    | 02) 3481-6900 |               |               |

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 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 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.