

## 최근 경기 지표 흐름 복기와 시사점

2020/ 1/ 29

**Economist**

**이동호**

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

통계청이 명시하는 최근의 경기 저점 시기를 확인하기에는 아직 많은 시간이 필요하다. 다만 주요 경기 지표의 흐름으로 볼 때 소순환 측면에서의 저점은 지난 것으로 판단되고, 이에 대해서는 시장 참여자들의 시각도 상당수 일치한다.

이번 소순환상의 저점 통과를 알리기 시작한 지표는 작년 7 월에 바닥을 통과한 글로벌 제조업 PMI 이다. 제조업 의존도가 상대적으로 높은 한국 경제에 주는 의미가 크기 때문이다. 그 지표가 연속적으로 회복되는 과정에서 한국의 경기 저점 통과 논의도 활발했다.

통상적으로 제조업 경기 저점 통과 과정은 '재고 순환 지표(출하증가율 - 재고 증가율)의 회복 → 생산 및 가동률 지표의 회복 → 생산 증가율과 생산 캐파 증가율간의 (+) 갭 확대 → 설비투자 회복'의 과정으로 전개된다. 한국의 제조업 지표들은 완만하나마 이러한 흐름을 이어가는 모습을 보여 주었다. 그 중에서도 '설비투자의 회복'은 생산 캐파를 확대함으로써 향후 생산량이 더 늘어날 수 있음(경기 지표 회복의 연속성)을 시사하는 핵심 지표이기 때문에 동지표가 회복세를 이어가는 흐름이 그 동안의 위험자산 선호도를 더 자극한 것으로 판단한다.

경기 지표들 모두 동일한 시점에서 저점을 보이지는 않는다. 경기종합지수의 저점 기준으로 앞서거나 뒤서거나 하면서 저점을 보인다. 앞서 언급한 설비투자의 경우 순환적인 측면(계절조정 원계열에서 추세 요인을 제거한 지표)에서는 작년 2 월에 저점을 보였다. 물론 연속적인 회복의 모습이 있어야 사후적으로 그것이 저점이었다고 판단하게 되는데 동지표는 다소간의 등락은 있었지만 연속적 회복을 언급하기에 부족하지 않는 흐름을 보여 왔다(<그림 1>).

본 보고서에서는 작년 2 월 이후 설비투자가 회복을 보인 과정을 업종별로 브레이크 다운 해 봄으로써 그 동안 한국 제조업이 각각의 업종별로는 어떤 흐름을 보여 왔는지를 판단해 보고, 그 시사점을 생각해 보았다.

<그림 1> 설비투자 추이

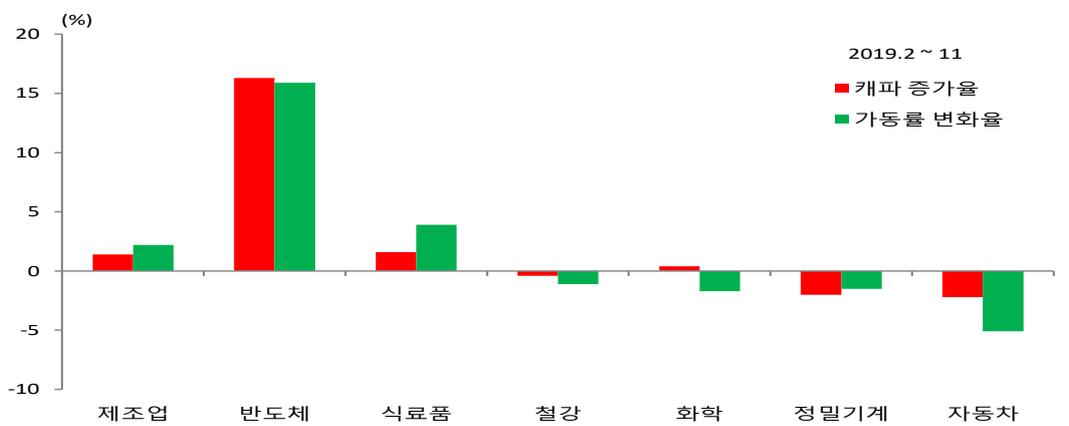


주 : 설비투자의 순환적 흐름은 Hodrick-Prescott 필터로 추출  
 자료 : KOSIS, 리딩투자증권

아쉽게도 설비투자 데이터는 개별 업종별로는 존재하지 않는다. 따라서 설비투자 흐름과 맥을 같이 하는 생산 캐파 데이터(생산능력지수)를 기준으로 판단해 보았다(생산능력지수는 업종별로 존재). 설비투자의 순환적 흐름이 바닥을 지나 회복세를 보인 작년 2 월 이후 최근(2019.11)까지 전체 제조업 생산 캐파도 늘어났을 것인데 업종별로 경기 회복의 흐름이 확산되고 있는지를 조사해 보았다.

<그림 2>에서와 같이 동 기간중 제조업 전체의 생산 캐파는 1.4% 증가하였고, 가동률은 2.2% 상승하였다. 이를 업종별로 브레이크 다운해 보았는데 결론적으로 편중 현상이 매우 심하다. 제조업 전체 증가율을 넘어서는 업종은 반도체와 식료품 업종에 불과하기 때문이다. 특히 반도체가 압도적이다. 철강, 화학, 자동차, 정밀 기계 등 메이저 업종 대부분은 제조업 전체 대비 부진한 흐름이다. 제조업 경기가 저점을 지난 것으로 추정하고 있지만 업종별로 브레이크 다운해 보면 회복의 흐름이 확산되지는 못하고 있는 양상인 것이다. 주요 업종 대다수에서 캐파가 오히려 감소하거나 미미한 증가에 그치고, 가동률은 여전한 하락세라는 점은 전체(aggregate) 설비투자 지표 회복의 의미를 퇴색시킨다.

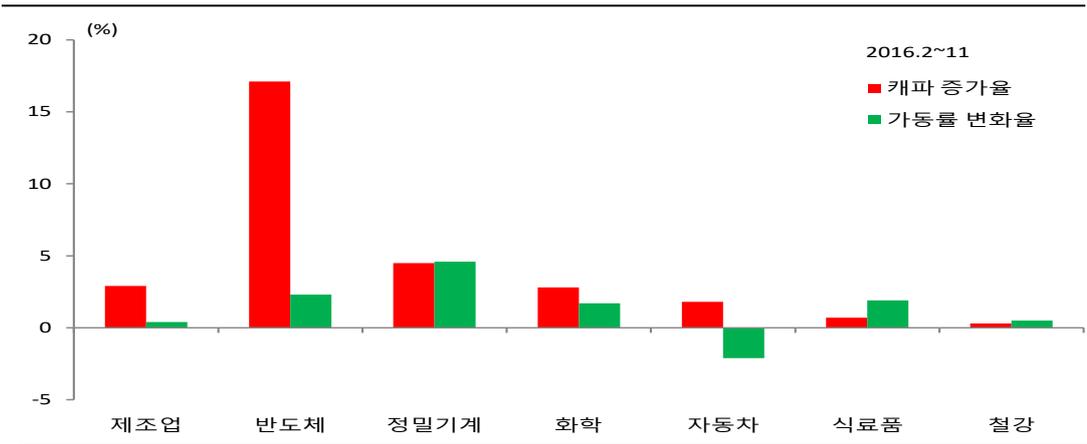
<그림 2> 제조업내 주요 업종별 생산 캐파 증가율과 가동률 변화율(2019.2~2019.11)



자료 : KOSIS

그렇다면 반도체 경기가 역시 주도한 2016 년초 이후의 경기 회복 사이클에서는 어떤 모습이었는지 살펴 볼 필요도 있다. 그 당시 설비투자 순환변동치는 2016 년 2 월에 저점을 보이고 회복되는 양상이었다. 이번의 경우와 동일하게 비교하기 위해 경기 회복 초기 국면인 2016 년 2 월부터 11 월까지의 흐름을 놓고 보면 <그림 3>과 같다. 반도체 생산 캐파가 제조업 전체 캐파 증가를 주도하는 것은 이번이나 그 때나 마찬가지이지만 여타 메이저 업종의 경우 이번 경우보다는 긍정적이다. 정밀기계, 화학의 경우 캐파 증가율이 제조업 전체 증가율보다 높거나 제조업 전체 증가율 정도는 늘어났고, 가동률도 이번 경우보다 양호하다. 그 외 업종도 이번 경우보다 양호한 모습을 보였다.

<그림 3> 제조업내 주요 업종별 생산 캐파 증가율과 가동률 변화율(2016.2~2016.11)



자료 : KOSIS

최근 주식시장의 내부적인 흐름은 전술한 상황에 근거한 바가 꽤 있다고 본다. 지수(KOSPI)가 작년 8 월 7 일 저점으로부터 금년 1 월 23 일까지 17.6% 상승하는데 있어서 62.4%p 를 삼성전자(동기간 40.7%, SK 하이닉스(동기간 34.7%) 2 종목이 기여하였다. <그림 2>의 제조업 생산 캐파 증가율에 반도체 업종이 대부분을 기여한 것과 같은 맥락인 것이다. 작년의 반도체 생산 캐파 증가율은 신규 투자로 인한 것이 아니다. 향후 반도체 업황 개선에 따라 신규 투자가 단행될 경우 캐파 증가율은 더 높아질 것이고, 소재산업의 특성상 가동률은 계속 높은 수준이라는 점을 감안하면 전체(aggregate) 제조업 경기 지표에 미치는 반도체 업종의 영향력은 앞으로 더 커질 가능성이 높다.

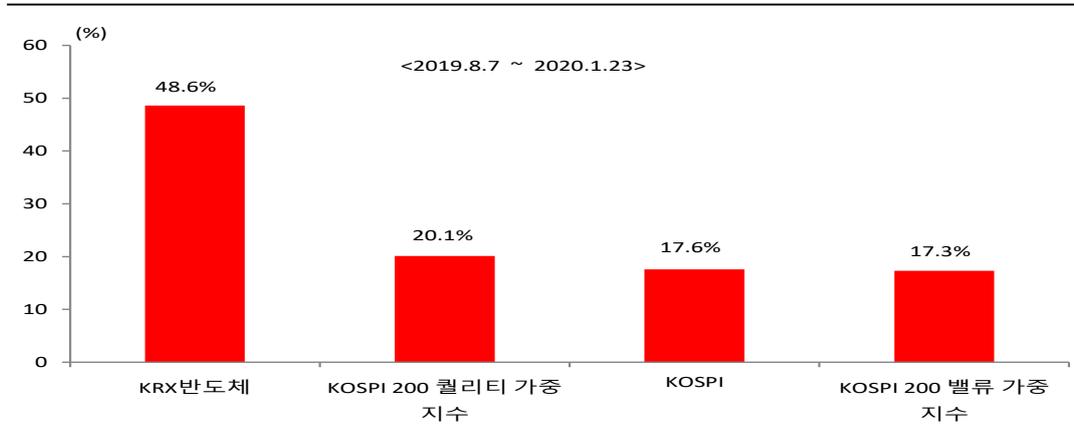
이제 관건은 반도체를 제외한 전통적인 씨클리컬 업종의 설비투자 증가 여부 또는 강도에 있다. 필자는 지난 자료('기준금리 동결.. 실탄 비축하는 한 해', 2020.1.20)에서 내년(2021 년) 미국 경제 리스크 요인(대선 이후 경기 부양 정책 모멘텀 큰 폭 약화, 2 단계 무역협상 갈등이 미국 경제에 부정적 영향)이 글로벌 제조업 경기 사이클에 영향을 주면서 이번 회복 사이클은 내년 1/4 분기경에 마무리될 리스크가 있음을 논하였다. 전통 씨클리컬 제조업의 경우 반도체 산업과 같이 전체 경기 흐름과는 스토리를 달리하는 동력으로 호전되기를 기대할 상황은 아닌 것으로 판단된다. 설비투자 회복과 캐파 증대, 이에 따른 생산 증가율의 확대세를 크게 기대하기는 힘들다는 것이다. 1 단계 미중 무역협상 이전에 크게 위축되었던 투자 심리중 일정 부분의 펀트 업 수요만 회복되는 정도라고 보는 것이 합리적인 전망이 아닌가 판단된다.

그와 같은 내용으로 aggregate 경기 지표가 회복되는 상황에서 금리가 상승세를 보일 가능성은 낮다. 경기 순환상 회복 국면에도 불구하고, 기존의 저금리 구조는 여전할 것이다('기준금리 동결.. 실탄 비축하는 한 해', 2020.1.20). 즉 경기 지표는 순환적으로 회복하지만 경제 성장률 자체는 여전히 낮고, 순환적 경기 회복의 내용적 측면은 반도체 중심이라는 것이고, 금리는 저금리 구조가 지속되는 환경이라는 것이다.

이에 따라 반도체 업종을 우선적으로 해서 성장/퀄리티 스타일이 여전히 금년 주식시장 흐름의 중심에 있을 확률이 높다고 본다. 성장에 목말라하고 금리는 낮은 흐름이 계속 이어지는 경제 환경이기 때문에 밸류에이션 논리는 여전히 약할 가능성이 높다. 낮은 멀티플의 전통적인 씨클릭업종은 순환매 관점에서 일시적으로 아웃퍼폼할 수 있으나 아웃퍼폼의 지속성을 기대하기는 힘들다는 판단이다.

그렇다면 향후 투자전략의 방향성도 그와 같은 맥락에서 정해져야 할 것이다. EMP(ETF Managed Portfolio)전략 측면에서 논해 본다면 반도체 ETF, 퀄리티 ETF 가 여전히 포트폴리오의 중심에 있을 필요성이 높다는 판단이다. 밸류 스타일을 떠올리게 되는 경기 회복 논리는 전체 경기 지표 회복의 내용 면에서 예전보다 연결 고리가 약할 확률이 높아 선별적인 종목 어프로치로 국한하는 것이 바람직해 보인다. <그림 4>는 KOSPI 가 저점을 보인 작년 8 월 7 일 이후 금년 1 월 23 일까지의 주요 지수 성과를 표시하고 있다. 경기 회복에 대한 기대치가 높아지던 시기였음에도 밸류 스타일은 KOSPI 및 퀄리티 스타일 대비 언더퍼폼한 반면 퀄리티 스타일은 KOSPI 대비 아웃퍼폼했다. 우한 폐렴 사태로 주식시장이 조정을 보이고 있는 이 시기를 앞서 언급한 aggregate 경기 지표와 업종별 경기 지표간의 괴리, <그림 4>의 주가 퍼포먼스를 고려하는 시기로 활용해 보는 것을 추천한다.

<그림 4> 작년 KOSPI 저점 이후 주요 지수 성과



자료 : Dataguide

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.